

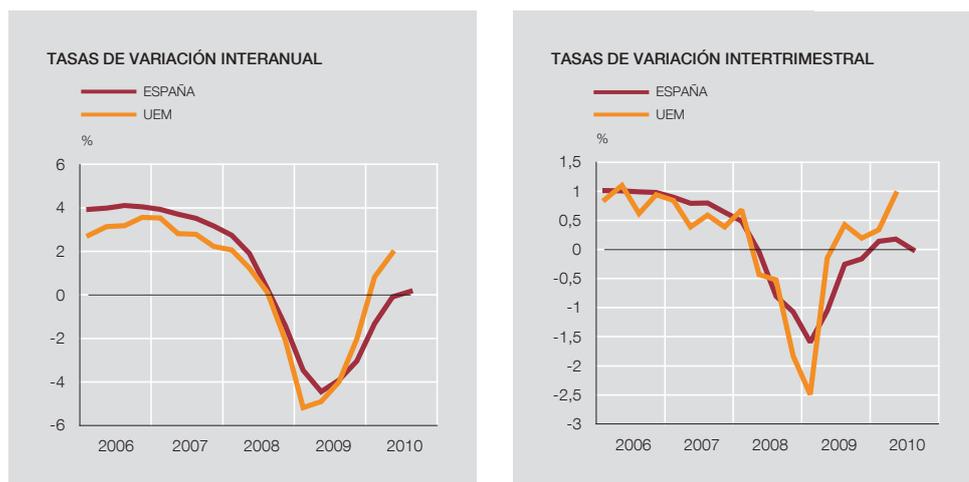
# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

Durante el segundo trimestre de 2010, la economía española mantuvo el tono de lenta recuperación que había iniciado en los primeros meses del ejercicio, con un avance intertrimestral del PIB del 0,2%, si bien su tasa de variación interanual registró un retroceso del 0,1%. Por el lado del gasto, el descenso de la demanda nacional se atenuó de manera acusada (-0,4% en términos de la tasa interanual), influida por factores de naturaleza temporal que llevaron a anticipar algunas decisiones de gasto, mientras que la aportación positiva de la demanda exterior neta se redujo hasta cifrarse en 0,4 puntos porcentuales (pp) del PIB.

La información disponible sobre el tercer trimestre sugiere un debilitamiento de la actividad, de carácter transitorio, debido, en gran medida, al agotamiento de algunos factores expansivos, de manera singular, la finalización del Plan 2000E de apoyo público a la adquisición de automóviles, que expiró el 30 de junio, y la reversión de los efectos de anticipación de gasto que se había producido en la primera mitad del ejercicio, ante la elevación del IVA a partir del 1 de julio. A ello se habría sumado el impacto sobre los componentes públicos de la demanda nacional de las medidas de austeridad presupuestaria aprobadas en mayo. Bajo estas circunstancias, las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible señalan que el PIB se habría estabilizado en los niveles del trimestre anterior, con una tasa de variación intertrimestral nula, que, no obstante, supone un incremento del producto del 0,2% en términos interanuales, tras siete trimestres consecutivos de bajadas. Por el lado del gasto, el crecimiento se habría basado en la contribución de la demanda exterior neta, que aportó 1,2 pp al avance del producto, mientras que la demanda nacional intensificó su descenso, hasta el -1%. Desde la perspectiva de la oferta, las actividades de construcción y servicios se resintieron de la pérdida de tono del gasto interno, y la ocupación siguió sin dar muestras de recuperación, aunque se observa un recorte muy pronunciado en las tasas de destrucción de empleo cuando se computan en términos interanuales. Según la EPA, la ocupación cayó un 1,7% en términos interanuales, frente al -2,5% del trimestre anterior, y la tasa de paro disminuyó tres décimas, hasta el 19,8%, en un entorno de recuperación de la población activa. La inflación, por su parte, repuntó a lo largo del trimestre, hasta situar la tasa de variación interanual del IPC en el 2,1% en septiembre (1,5% en junio), como resultado, principalmente, de la traslación de la elevación del IVA en julio a los precios finales, traslación que estaría siendo de magnitud inferior a la que se ha estimado en otros episodios de modificación en la imposición indirecta. El repunte de los precios se extendió al IPSEBENE, que se elevó hasta el 1,1% en septiembre, y se dejó sentir en el diferencial de inflación con la UEM, que se amplió levemente, hasta un nivel de 0,3 pp en ese mismo mes.

En el panorama económico internacional, se atenuó el brote de inestabilidad financiera que habían vivido los países europeos en el segundo trimestre tras la propagación de los efectos de la crisis fiscal griega. Las tensiones en los mercados soberanos remitieron de forma relativamente generalizada como resultado de la contundente actuación de las autoridades europeas, el BCE y los Gobiernos de los países más afectados, si bien posteriormente resurgió algún episodio de inestabilidad que se localizó sobre todo en la deuda soberana emitida por los Gobiernos de Irlanda y Portugal. Asimismo, se restauró el funcionamiento de los mercados de financiación mayorista del sistema bancario y se corrigió la gran volatilidad que habían mostrado los mercados bursátiles durante la primavera. Se produjeron, no obstante, importantes tensiones en los mercados cambiarios, que se saldaron con una sensible depreciación del tipo de cambio del dólar frente a las principales divisas, en un contexto de creciente discrepancia en las perspectivas de recuperación de las distintas áreas geográficas y de divergencias significativas en la orientación de las políticas monetarias y fiscales aplicadas.



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

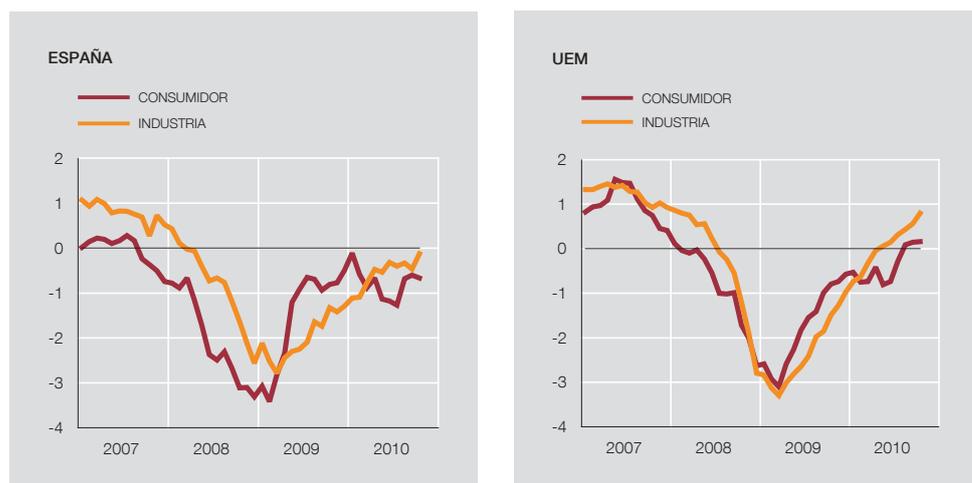
a. Series ajustadas de estacionalidad.

La reactivación económica mundial siguió liderada por los países emergentes, en particular por los asiáticos, mientras que la situación cíclica de los países desarrollados mostró un tono más moderado, sobre todo en Estados Unidos, donde se observó un deterioro de las perspectivas económicas, lo que ha llevado a la Reserva Federal a anunciar una nueva fase de expansión monetaria. La inflación permaneció por lo general en cotas reducidas, al tiempo que las materias primas experimentaron ascensos generalizados.

La actividad económica en la zona del euro continuó evolucionando favorablemente después del verano —aunque con un ritmo de expansión algo inferior al del trimestre precedente—, impulsada por la fortaleza de la economía alemana. El menor empuje del sector exterior, la desaparición de ciertos factores temporales y la progresiva retirada de los estímulos de política económica están en la base de esta aminoración en su ritmo de avance. La ausencia de tensiones inflacionistas a medio plazo, en el entorno de recuperación gradual descrito, determinó que el tono de la política monetaria continuara siendo acomodaticio. El Consejo de Gobierno del BCE decidió dejar inalterados los tipos de interés oficiales en niveles históricamente reducidos en sus reuniones de septiembre, octubre y noviembre, en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 1,75% y 0,25%, respectivamente, para las facilidades de crédito y de depósito.

Por otra parte, el BCE dio pasos en la definición de la estrategia de retirada gradual de las medidas extraordinarias introducidas durante la crisis financiera, aunque mantuvo la política de provisión de liquidez abundante que venía instrumentando. En concreto, en su reunión de septiembre, anunció que mantendrá las subastas con adjudicación plena y a tipo fijo, al menos hasta finales de 2010, aunque en el caso de los préstamos a tres meses anticipó que el tipo se ajustará en función del tipo medio de las operaciones principales. Asimismo siguió operativo el Programa para el Mercado de Valores que se había introducido en mayo para normalizar el funcionamiento de los mercados de deuda.

En el ámbito fiscal, se prevé que los déficits públicos de la zona del euro permanezcan en niveles elevados en 2010, similares a los del año anterior, a pesar de la puesta en marcha de programas de ajuste por parte de los países que presentaban déficits mayores. En el marco de las discusiones en torno a las vías de mejora de la gobernanza económica de la UEM, se dieron pasos importantes, que, entre otras cosas, introdujeron mecanismos para reforzar el compro-



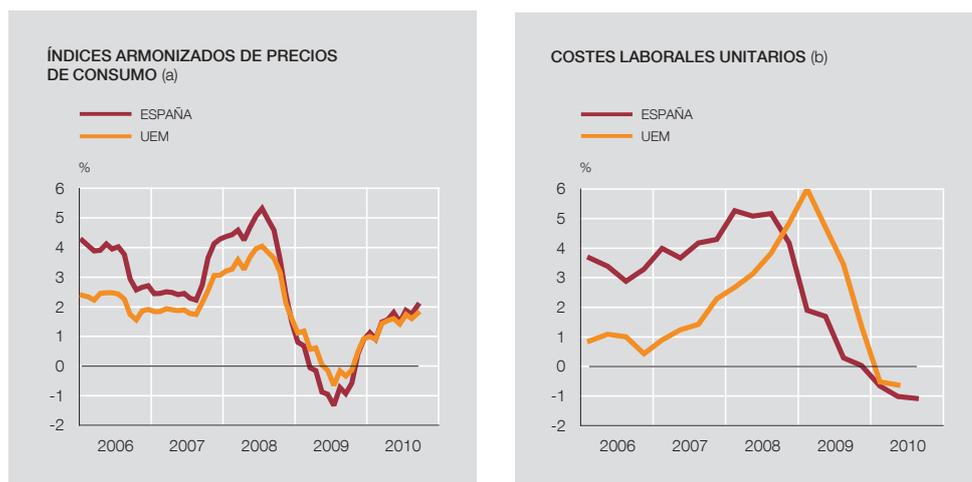
FUENTE: Comisión Europea.

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

miso con la estabilidad presupuestaria de los países de la UE. El avance más notable en la definición de esta reforma se registró con la presentación que realizó el grupo de trabajo creado en abril en el seno del Consejo Europeo, en el que participan la CE, el BCE y la Comisión Europea, que fue aprobado por los jefes de Estado y de Gobierno el 28 de octubre. En el ámbito fiscal, estas propuestas plantean una reforma significativa del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) que concederá mayor relevancia al criterio de deuda pública a la hora de valorar la posición fiscal de los distintos países, y propugna un sistema de sanciones más amplio y transparente. También propone un nuevo mecanismo para prevenir y, en su caso, corregir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que pudieran comprometer el proyecto de la Unión Económica, así como fortalecer los mecanismos de coordinación y supervisión de las políticas económicas de la UEM. Por último los jefes de Estado y de Gobierno acordaron establecer un mecanismo permanente de crisis para salvaguardar la estabilidad financiera del conjunto del área del euro, que implicará una modificación limitada del tratado de la UE. El diseño de este mecanismo se concretará de aquí a final de año (véase, para mayor detalle, el recuadro 3).

Por último, se registraron avances en el diseño y la puesta en marcha de los mecanismos de supervisión y asistencia financiera a nivel europeo. El 22 de septiembre, el Parlamento Europeo aprobó la reforma del marco europeo de supervisión del sistema financiero, que pone particular énfasis en los aspectos macroprudenciales para detectar con antelación posibles prácticas que puedan suponer grandes riesgos para el sector financiero y desembocar en una nueva crisis. El acuerdo prevé la creación, a partir de enero de 2011, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y de las tres Autoridades Supervisoras Europeas, que velarán por el buen funcionamiento de los sectores bancarios, de seguros y pensiones y de valores. Por otra parte, se dio plena operatividad a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), tras alcanzarse a principios de agosto compromisos de garantía por parte de los Estados miembros por un importe superior al 90% del total habilitado. El acuerdo de Basilea III sobre nuevos requerimientos de capital a las entidades financieras supuso un nuevo paso en la reforma del sistema financiero internacional.

Con este trasfondo, España se desligó del grupo de países más afectados por la crisis de deuda soberana en el área del euro, como consecuencia de las medidas acordadas en el



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

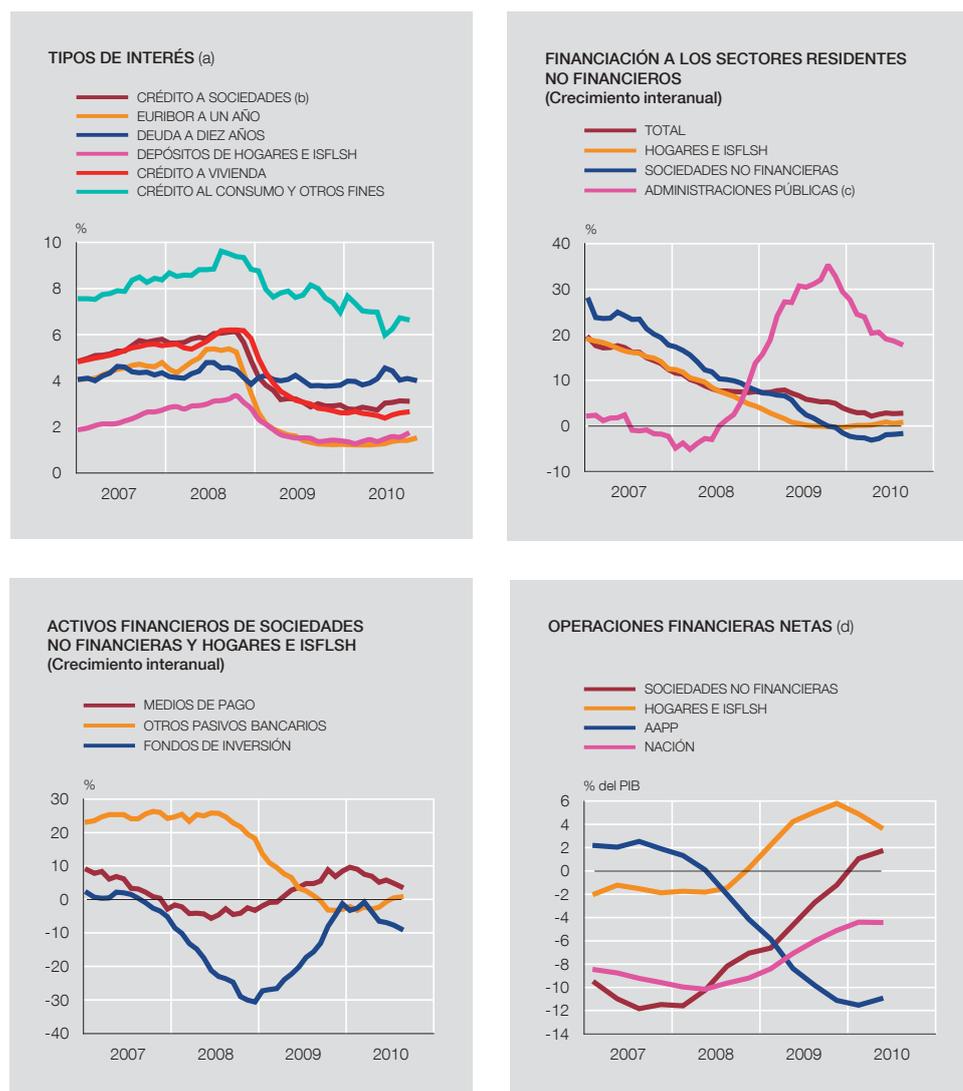
a. Tasas de variación interanual.

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

ámbito europeo y, sobre todo, de las actuaciones del Gobierno español en los meses de mayo y junio en materia de consolidación presupuestaria, de reforma del mercado de trabajo y de reestructuración del sistema financiero. La publicación en julio de los resultados de las pruebas de resistencia efectuadas a las entidades de crédito de la UE reforzaron la confianza en la solvencia del sistema financiero español y contribuyeron a una visión más ajustada de la situación de la economía española y a una valoración de los esfuerzos de política económica desplegados. En este contexto, aumentaron las cotizaciones bursátiles y disminuyó su volatilidad (el IBEX 35 se revalorizó en torno a un 17% a lo largo del trimestre), y se redujeron las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado. De hecho, la rentabilidad de la deuda pública a diez años cayó más que la referencia alemana al mismo plazo, recortándose el diferencial entre ambos bonos, que se situaba, a finales de octubre, en 165 puntos básicos (pb), habiendo repuntado algo durante los primeros días de noviembre. En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, los precios de los inmuebles prolongaron su trayectoria descendente en el tercer trimestre, hasta situar la tasa de variación interanual en el -3,4% (-3,7% en el período de abril-junio), confirmando la pauta de ralentización que se viene observando en los últimos trimestres.

En resumen, a lo largo del trimestre se superó el momento de grave restricción financiera que se había producido por la pérdida de confianza de los inversores internacionales en la economía española. Esta mejora permitió una cierta relajación en las condiciones de financiación en los mercados de los agentes públicos y privados, aunque el coste de los recursos que captan las entidades continúa siendo más elevado del que existía con anterioridad a la crisis de deuda soberana.

En las condiciones descritas, el gasto en consumo de los hogares quebró la trayectoria de recuperación de los trimestres previos, estimándose un descenso intertrimestral que situaría su tasa de variación interanual en el entorno del 1%. La finalización del período de vigencia del plan de ayuda directa a la adquisición de automóviles, unida al incremento de la imposición indirecta, contribuyeron a retraer el consumo de los hogares, tras el adelanto en la compra de bienes duraderos que se había observado en los meses previos. Una vez agotados estos efectos, que han alterado el perfil del consumo a lo largo del ejercicio, la compra de bienes y



FUENTE: Banco de España.

a. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.

b. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

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

d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

servicios por parte de las familias podría retomar una trayectoria de recuperación gradual, dentro del margen, previsiblemente limitado, que proporcionarán la evolución de la renta disponible y de la riqueza. Compensando este efecto, las familias podrían ejecutar sus planes de gasto con cargo a la todavía elevada tasa de ahorro, intensificando el descenso que muestra esta variable desde principios de este año, de casi 2 pp desde el máximo que alcanzó en 2009, hasta situarse en un nivel del 16,2% de la renta disponible en el segundo trimestre, con datos acumulados de cuatro trimestres, todavía muy por encima de su valor medio histórico.

Por su parte, el proceso de ajuste de la inversión residencial siguió su curso, estimándose un retroceso del 16,1% en términos de su tasa interanual (-19,3% en el trimestre previo). A lo

largo del trimestre se volvió a observar un repunte de algunos indicadores de demanda de vivienda que cabría atribuir, una vez que los efectos de adelanto del gasto por el incremento de la imposición indirecta dejan de estar presentes, a la mejora de los indicadores de accesibilidad y a la anticipación en las decisiones de adquisición de inmuebles ante la eliminación parcial en enero de 2011 de las deducciones fiscales por compra de vivienda habitual.

En este entorno de contención del gasto, el saldo de la deuda de los hogares siguió estabilizado, con una tasa de variación interanual en agosto del 0,7%, como consecuencia de un moderado incremento de la financiación para adquisición de vivienda (1%) y del mantenimiento en niveles similares a los del año previo de la otorgada para consumo y otros fines. Habida cuenta de la debilidad en el avance de las rentas, la ratio de endeudamiento del sector de hogares se habría mantenido en niveles similares a los de mediados de año.

La inversión empresarial, por su parte, experimentó un nuevo retroceso en un entorno en el que la relativa fortaleza de la demanda de bienes de capital por parte de las empresas exportadoras no pudo compensar el cúmulo de factores que continúan lastrando la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Por una parte, la atonía de la demanda interna y la incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación, en una situación en la que la utilización de la capacidad productiva sigue en niveles relativamente bajos. Por otra, el proceso de desapalancamiento financiero en que se haya inmerso el sector, que deberá proseguir en los próximos meses. Adicionalmente, la finalización del plan de estímulo a la adquisición de vehículos de carga, que había sostenido el gasto empresarial a lo largo del último año, influyó también en la disminución intertrimestral de la inversión en equipo, tras cuatro trimestres con ritmos de avance positivo, y el recorte de la inversión en infraestructuras, que en cierta medida se ejecuta con la participación de la iniciativa privada, podría haber comenzado a repercutir en el componente de inversión en otras construcciones.

Esta evolución del gasto empresarial estuvo acompañada por un aumento del ahorro, de modo que, según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, las sociedades no financieras redujeron su necesidad de financiación, que se situaba en -0,7 pp del PIB en el período de abril-junio, según datos acumulados de cuatro trimestres. Todo ello fue compatible con una nueva contracción del crédito concedido a las sociedades (-2,2% en tasa interanual en agosto), aunque de magnitud algo inferior a la de meses anteriores.

En lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la aportación positiva de la demanda exterior neta en el tercer trimestre se incrementó sustancialmente (hasta contribuir con 1,2 pp al avance del PIB, en términos interanuales), como resultado del repunte de las exportaciones y del descenso de las importaciones, que habrían corregido el inusual avance que habían mostrado en la primera parte del año, vinculado a la recuperación de algunos componentes de la demanda interna, en particular a la adquisición de bienes duraderos, por los citados factores de naturaleza temporal. Las exportaciones, por su parte, volvieron a crecer con fuerza, por el fuerte avance de las economías emergentes y por la recuperación del área del euro, así como por el comportamiento favorable de la competitividad en términos de precios y costes relativos. Por su parte, el comercio de servicios turísticos mantuvo la tónica de recuperación que inició a principios de este año, destacando, en particular, la fortaleza del componente de exportaciones, mientras que los servicios no turísticos mantuvieron un tono de mayor debilidad.

A pesar de estos desarrollos, en lo que va de año se ha producido una interrupción en la disminución del déficit comercial, que, aunque motivada por el deterioro en el componente energético, revela también un cierto agotamiento en la senda de disminución del déficit no energético, y está determinando una ralentización en la corrección de las necesidades de financia-

ción de la nación, que se cifraron en el  $-4,4\%$  del PIB en el segundo trimestre ( $-5,1\%$  en 2009), según las cuentas no financieras de los sectores. Es preciso, por tanto, que se siga avanzando en la corrección del déficit comercial, para lo cual se ha de perseverar en la consolidación de las mejoras de la competitividad que se han ido alcanzando en los últimos meses y en la reducción de la elevada dependencia energética frente al exterior, componente que introduce un suelo al recorrido a la baja del déficit.

Por su parte, la actuación de las AAPP comenzó a reflejar el impacto de los planes de austeridad que se abordaron en la primera mitad del ejercicio. Además de su efecto sobre la renta de las familias, las medidas adoptadas incidieron en el consumo y la inversión públicos. Por otra parte, la fortaleza de los ingresos y la incipiente flexión del gasto —en la que cabe esperar que se profundice en lo que resta del ejercicio— resultan en principio compatibles con el objetivo de déficit que estipula el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2010 (del  $9,3\%$  del PIB), al menos para el Estado, para el que se dispone de información.

Para 2011, el Proyecto de Presupuestos recorta el objetivo de déficit hasta el  $6\%$  del PIB para el conjunto de las AAPP, lo que resultará de sendos saldos deficitarios del Estado, las CCAA y las CCLL (del  $2,3\%$ ,  $3,3\%$  y  $0,8\%$ , respectivamente) y de un saldo supervitario para la Seguridad Social (del  $0,4\%$ ). Está previsto, asimismo, un nuevo incremento en la ratio de deuda pública con respecto al PIB, desde el  $62,8\%$  estimado para 2010 hasta el  $68,7\%$  para 2011. La orientación restrictiva de la política fiscal que contemplan los Presupuestos debería permitir avanzar en el logro de los compromisos adquiridos a nivel europeo, pero la senda de consolidación presupuestaria programada no está exenta de riesgos, por lo que su estricto cumplimiento exige un seguimiento y un control riguroso de las desviaciones de ingresos y gastos que se pudieran producir en los distintos subsectores de las AAPP y, en su caso, instrumentar medidas de consolidación adicionales.

Desde el punto de vista de la oferta, el valor añadido de la economía de mercado permaneció en niveles similares a los del trimestre previo, como resultado del descenso de la actividad de la construcción, sobre la que incidieron la debilidad de la inversión residencial y el impacto de los planes de austeridad presupuestaria, y la ralentización estimada en los servicios de mercado, que se vieron afectados por la atonía del consumo. El empleo no dio signos de recuperación, estimándose un leve descenso de la ocupación, de magnitud similar a la del trimestre precedente.

Los costes laborales habrían proseguido el proceso de moderación que se inició a comienzos del ejercicio, impulsada por el recorte en los salarios públicos; en cambio, el incremento medio de las tarifas salariales en el sector privado permaneció en el  $1,3\%$ , tasa similar a la del mes de marzo y todavía por encima del límite recomendado para los nuevos convenios en el Acuerdo plurianual firmado por los agentes sociales el pasado febrero. Los incrementos salariales negociados en convenios podrían reducirse adicionalmente en lo que resta de año, tanto más cuanto mayor uso hagan empresarios y trabajadores de las posibilidades que ofrece la Ley 35/2010, de 17 de septiembre de 2010, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, que incluye la posibilidad de que las empresas en situación económica vulnerable recurran a las cláusulas de inaplicación salarial. Cabe prever, asimismo, que los costes laborales unitarios sigan reduciéndose como consecuencia de la evolución de la productividad, que todavía reflejará la intensidad alcanzada por el proceso de destrucción de empleo a lo largo de esta fase cíclica.

Como ya se ha señalado, la inflación repuntó en el tercer trimestre, hasta alcanzar el  $2\%$  en el promedio del mismo ( $1,6\%$  en el período de abril-junio), reflejando el impacto de la subida

del IVA en los precios finales. Como se detalla en el recuadro 4, se estima que el aumento de la imposición indirecta explicaría entre cuatro y seis décimas de este repunte, con lo que el grado de traslación no habría superado el 50%, por debajo de lo que ocurrió en otros episodios de modificaciones impositivas del IVA, probablemente como consecuencia de la situación de debilidad del gasto interno. Cabe esperar y sería deseable que, una vez que desaparezcan los efectos base vinculados a este cambio normativo, en la segunda mitad del año que viene, la inflación subyacente retorne a los bajos niveles que mostró antes de la subida del IVA. La ausencia de cláusulas de salvaguarda sobre la inflación en la negociación colectiva salarial de 2011 que establece el Acuerdo mencionado ayudará a evitar que los efectos de la subida de la imposición indirecta promuevan efectos de segunda ronda y de inercia inflacionista.

Finalmente, cabe prever que el estancamiento de la economía española en el tercer trimestre tenga un carácter transitorio y que, una vez concluidos los efectos de los desplazamientos de las decisiones de gasto al primer semestre, en anticipación a la subida del IVA, la actividad recupere la senda de suave recuperación que había iniciado a comienzos del año. No obstante, para que esta adquiera la intensidad que se necesita para la creación de empleo, será imprescindible contar con una continuada aportación positiva de la demanda exterior neta y con un progresivo dinamismo del sector privado, asentado en el saneamiento de su posición financiera y en la mejora de las expectativas de los agentes que un abanico ambicioso de reformas estructurales debería propiciar.

## 2 Entorno exterior del área del euro

Durante el tercer trimestre, se produjo un cambio importante en los factores que catalizan la evolución económica y financiera a nivel global, cambio que tuvo una influencia positiva, en general, sobre el comportamiento de los mercados financieros internacionales. Tras los temores generados en torno a la crisis de deuda soberana europea, que dominaron en el segundo trimestre, la preocupación se centró durante el verano en la incertidumbre acerca de la recuperación en las economías desarrolladas, fundamentalmente en Estados Unidos. Las crecientes divergencias en el ritmo de recuperación entre regiones, con un dinamismo mucho mayor en las emergentes, han producido una amplia diferenciación en la orientación de las políticas económicas, que ha dado lugar a crecientes tensiones cambiarias en el último mes y medio, en un entorno de tipos de interés a largo plazo a la baja en las economías desarrolladas. El principal desencadenante de estas tensiones ha sido la perspectiva de una nueva fase de expansión monetaria en Estados Unidos. La Reserva Federal se ha mostrado cada vez más abierta a ella, fundamentando su cambio de posición en la debilidad del crecimiento económico y en los bajos niveles de inflación, en un contexto en el que el margen de actuación fiscal está limitado por razones económicas y por la proximidad de las elecciones. Aunque la efectividad de esta nueva oleada de medidas extraordinarias es incierta, los mercados descuentan nuevas medidas de tipo no convencional (*quantitative easing*), lo que ha propiciado una depreciación generalizada del dólar y un incremento de las tensiones en los mercados cambiarios. Si bien China incrementó su ritmo de revalorización frente al dólar, este sigue siendo insuficiente para inducir una apreciación del renminbi en términos efectivos. En este contexto, muchos países han tenido que hacer frente a fuertes presiones apreciatorias, y lo han hecho, bien interrumpiendo el ciclo de subidas de tipos de interés oficiales (como en algunas economías emergentes), bien acumulando un mayor volumen de reservas o mediante la intervención directa en el mercado de divisas (caso de Japón), o bien reforzando el uso de controles de capitales (Brasil, por ejemplo).

En cuanto a la evolución de los distintos mercados financieros, las bolsas registraron caídas generalizadas durante el mes de agosto, con un aumento de la volatilidad, a causa de la incertidumbre sobre la recuperación de la economía estadounidense. Sin embargo, en septiembre y octubre se produjo una corrección de estas pérdidas, así como una mejora en los mercados de crédito, debido, en parte, a la expectativa de mayores estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal y, en el caso del sector financiero, al aumento de confianza que supuso la aprobación del acuerdo de Basilea III y la valoración positiva de los efectos de la reforma financiera norteamericana. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública de las principales economías mostraron descensos en todos los tramos, más acusados en los plazos largos, segmento hacia el cual se espera que vayan dirigidas las medidas de expansión monetaria. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció frente a las principales divisas entre un 5% y un 10%, en los últimos tres meses, mientras que el renminbi chino se apreció poco más de un 2% frente al dólar. En los mercados emergentes, las mejores perspectivas económicas y unos diferenciales de tipos de interés favorables impulsaron unas crecientes entradas de capitales, que, a su vez, generaron fuertes ganancias bursátiles, un descenso de los diferenciales soberanos y presiones apreciatorias sobre los tipos de cambio. Por su parte, los precios de las materias primas experimentaron ascensos generalizados, tras las bajadas del trimestre anterior, con subidas de un 16% en los precios de los metales y de un 13% en los precios de los alimentos. El barril de petróleo tipo Brent cotiza actualmente en el entorno de los 80-85 dólares, unos 10 dólares por encima del nivel de precios a comienzos de julio, mientras que el precio del oro superó

los 1.300 dólares por onza. Estas subidas guardan relación con la depreciación del dólar y la caída en los tipos de interés.

En Estados Unidos, la estimación de avance del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento intertrimestral anualizado del 2% (3,1% interanual), frente al 1,7% del primer trimestre (3% interanual). La aceleración fue debida, sobre todo, a la contribución positiva del consumo privado y la acumulación de existencias. No obstante, los indicadores más recientes han intensificado las dudas sobre la recuperación, dada la marcada debilidad del mercado laboral, el estancamiento del mercado inmobiliario residencial —que se analiza en el recuadro 1—, la atonía del consumo y las dudas sobre la robustez de la inversión. Así, las ventas al por menor se ralentizaron durante el trimestre, pese al repunte registrado en septiembre, al tiempo que el sentimiento del consumidor se deterioró. Por su parte, los datos de creación de empleo continúan siendo muy decepcionantes, de forma que la tasa de paro se mantiene en el 9,6% de la población activa. Los indicadores del mercado inmobiliario residencial mostraron fuertes caídas tras la finalización de las ayudas fiscales para la compra de vivienda, a finales de abril, a pesar del ligero repunte de las ventas de viviendas y de las viviendas iniciadas en septiembre. En cuanto a la inflación, la tasa de variación interanual del IPC se mantuvo en septiembre en el mismo nivel que en junio, 1,1%, mientras que la inflación subyacente se redujo hasta el 0,8%, el menor nivel en cincuenta años. En este contexto, 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, al tiempo que mostró una mayor preocupación por los riesgos a la baja sobre la actividad y los precios, confirmando su voluntad de realizar nuevas compras de bonos para reanimar la economía, si fuera necesario, lo que anticipa una nueva fase de expansión cuantitativa (*quantitative easing II*).

En Japón, el crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre se situó en el 0,4% (2,4% interanual), lo que supone una desaceleración respecto al 1,2% del trimestre anterior (4,7% interanual), debido al estancamiento del consumo, la contribución negativa de las existencias y una mayor contracción de la inversión pública. Los datos más recientes apuntan a un descenso de la producción industrial, ligado a una reducción de las exportaciones, en un contexto de desaceleración de la demanda mundial y de apreciación del yen, y a un deterioro del sentimiento empresarial y del consumidor, que apunta a un retroceso más acusado de la actividad a finales de año. Sin embargo, en el mercado laboral la tasa de paro se redujo tres décimas en el trimestre, hasta el 5% de la población activa, con una marcada recuperación del empleo. Por otra parte, los precios de consumo agudizaron su ritmo de caída, hasta el -0,6% interanual en septiembre, y la inflación subyacente se mantuvo en el -1,5%. En este contexto de mayor preocupación por el ritmo de recuperación y por la tendencia apreciadora del yen, a mediados de septiembre el Banco de Japón intervino en los mercados de divisas vendiendo yenes por un importe estimado del 0,4% del PIB; ya en octubre, redujo el tipo de interés oficial al rango de 0%-0,1% y aprobó un fondo de 5 billones de yenes (1,1% del PIB) para compras de activos, con el objetivo de reducir los tipos a más largo plazo.

En el Reino Unido, la estimación inicial del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento intertrimestral del 0,8% (2,8% interanual), inferior al 1,2% del segundo trimestre (1,7% interanual). En esta línea, los datos de mayor frecuencia sugieren una moderación en el crecimiento desde el tercer trimestre, dada la atonía del sentimiento empresarial y del consumo privado y la debilidad del sector exterior. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo una décima, hasta el 7,7% de la población activa, manteniéndose un buen ritmo de creación de empleo. Sin embargo, la recuperación iniciada en el mercado inmobiliario a mediados de 2009 parece haberse detenido, con un debilitamiento en la demanda que ha causado un nuevo estancamiento.

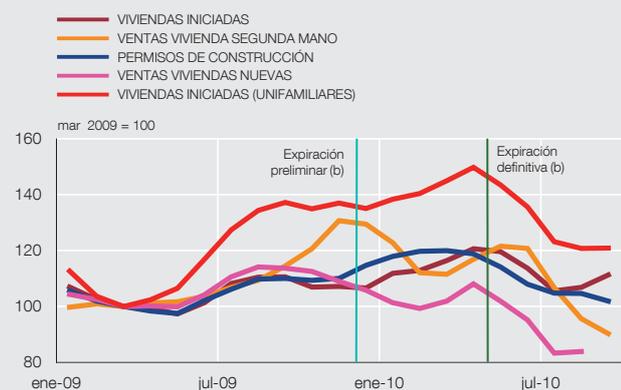
El mercado de la vivienda ha estado en el epicentro de la crisis económica y financiera de la economía de Estados Unidos. No solo la financiación hipotecaria fue el desencadenante próximo de la turbulencia financiera que inició la crisis, sino que, además, el ajuste del sector inmobiliario ha sido un factor determinante de la entrada en recesión de la economía, afectando particularmente al mercado de trabajo y a la posición financiera de los hogares. Desde septiembre de 2008, las autoridades estadounidenses introdujeron una importante batería de ayudas públicas con objeto de normalizar este mercado. Sin embargo, su retirada parcial, en un contexto de fragilidad económica y financiera, ha puesto de manifiesto que la demanda privada no puede proporcionar aún un soporte suficiente para el desarrollo normal de la actividad inmobiliaria. Este recuadro analiza la evolución reciente del mercado de la vivienda estadounidense, identificando los factores que alimentan los riesgos de una recaída, en ausencia de ayudas públicas adicionales, dado el agotamiento del margen para nuevos apoyos fiscales.

El ajuste del mercado de la vivienda ha sido muy severo en comparación con episodios pasados. La corrección comenzó a principios

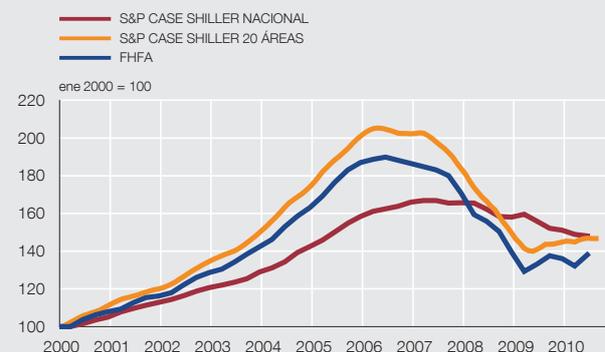
de 2006, sentando las bases que darían lugar al problema de las hipotecas *subprime* a mediados de 2007; en septiembre de 2008, el ajuste inmobiliario se intensificó al hilo del colapso financiero. Las viviendas iniciadas pasaron de 2,3 millones, al final de la anterior fase expansiva, a 477.000 unidades en el mínimo cíclico (comienzos de 2009), mientras que, en el mismo período, las ventas de viviendas de segunda mano descendieron de 7,1 millones de unidades a 4,5 millones (véase gráfico 1). Los precios, medidos por el índice Case-Shiller para las 20 áreas urbanas principales, cayeron un 32% (véase gráfico 2). Ante el desplome del mercado, los apoyos públicos<sup>1</sup>, que se iniciaron con la intervención de Fannie Mae y Freddie Mac, en septiembre de 2008, fueron decisivos para lograr la estabilización del mercado. Por un lado, apoyadas en la colocación de buena parte de sus titulaciones en la Reserva Federal, estas agencias paraguubernamentales intervenidas aumentaron el volumen de financiación a un

1. Para un estudio detallado del apoyo fiscal y monetario al mercado hipotecario, consúltese Cuadro-Sáez, Romo y Rubio (2010), «El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

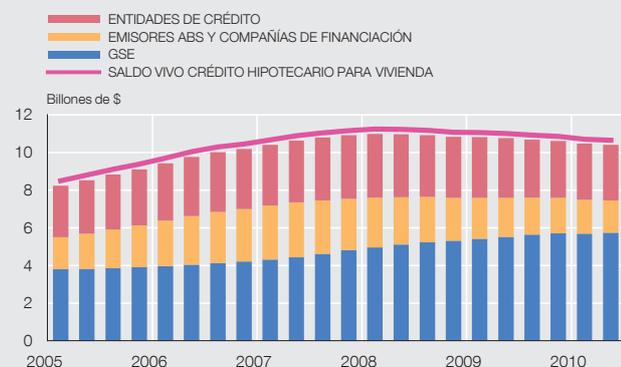
1 VIVIENDAS INICIADAS, PERMISOS Y VENTAS (a)



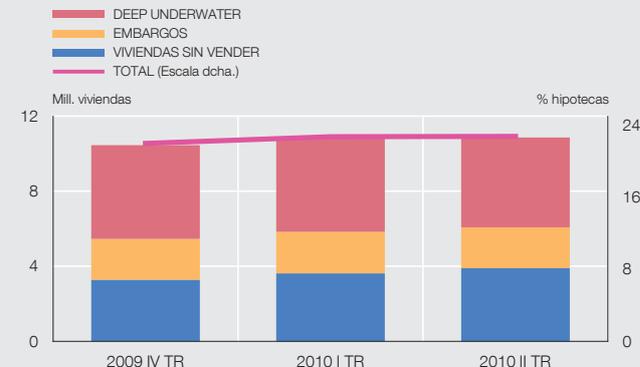
2 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



3 PAPEL DE LAS GSEs EN EL MERCADO HIPOTECARIO (saldo vivo)



4 VIVIENDAS PENDIENTES DE VENTA: VALOR ACTUAL Y POTENCIAL (c)



FUENTES: National Association of Realtors, Bureau of the Census, Federal Housing Finance Agency, S&P Case Shiller, Federal Reserve Board (Flow of Funds) y First American Corelogic.

- a. Por simplicidad en la presentación, las series se representan como una media móvil de tres meses.
- b. Fechas de referencia para el crédito fiscal para nuevos compradores de vivienda.
- c. «Deep underwater» recoge aquellas hipotecas cuya ratio préstamo-valor está por encima del 125%.

coste reducido, al tiempo que se establecieron créditos fiscales a nuevos compradores de vivienda que probaron ser determinantes para la reactivación del mercado (véase gráfico 3). Por otro lado, se activaron medidas para prevenir ejecuciones evitables mediante programas de modificación de hipotecas en dificultades y la refinanciación de hipotecas con condiciones excesivas; también se dotaron fondos para la estabilización de áreas particularmente afectadas por los embargos. Esta batería de actuaciones, junto con la estabilización de la actividad económica, logró revertir la tendencia descendente del mercado, de modo que, entre la primavera y el otoño de 2009, las viviendas iniciadas y las ventas aumentaron en más de un 20% y los precios se estabilizaron.

A pesar de que la retirada de las ayudas fiscales para compra de vivienda, inicialmente prevista para octubre de 2009, se aplazó hasta abril de 2010 ante las dudas sobre la capacidad de la demanda privada para reactivar el mercado, la eliminación de los créditos fiscales para nuevos compradores de vivienda<sup>2</sup> propició una importante ralentización de la actividad inmobiliaria y vino a confirmar que la recuperación del mercado estaba basada en el soporte gubernamental. Las viviendas iniciadas y los permisos de construcción de viviendas unifamiliares se han contraído un 20% entre abril y septiembre, y las ventas de viviendas, tanto nuevas como de segunda mano, cayeron un 25% entre abril y septiembre; al tiempo, el *stock* de viviendas sin vender en relación con las ventas mensuales ha aumentado significativamente. En conjunto, los indicadores del mercado inmobiliario se sitúan de nuevo en torno a los mínimos históricos alcanzados en la primavera de 2009, a lo que también ha contribuido la renovada debilidad del mercado laboral a partir del verano.

Las perspectivas para el mercado inmobiliario son negativas y los riesgos están sesgados a la baja, dada la debilidad de la demanda privada y el agotamiento del margen fiscal para introducir nuevos apoyos públicos en el futuro inmediato. Por otra parte, la persistente debilidad del mercado laboral podría causar más embargos hipotecarios, incrementando el ya elevado *stock* de viviendas sin vender y presionando a la baja los precios, lo que provocaría un aumento del número de viviendas cuyo precio está por debajo de la deuda hipotecaria pendiente, es decir, cuya ratio préstamo-valor es superior al 100% (las denominadas hipotecas *underwater*). El gráfico 4 presenta una estimación de las viviendas que podrían entrar en el mercado, obtenida como la suma del *stock* de viviendas sin vender, las que están en proceso de embargo y las asociadas a hipotecas con ratios préstamo-valor por encima del 125% (*deep underwater*); en conjun-

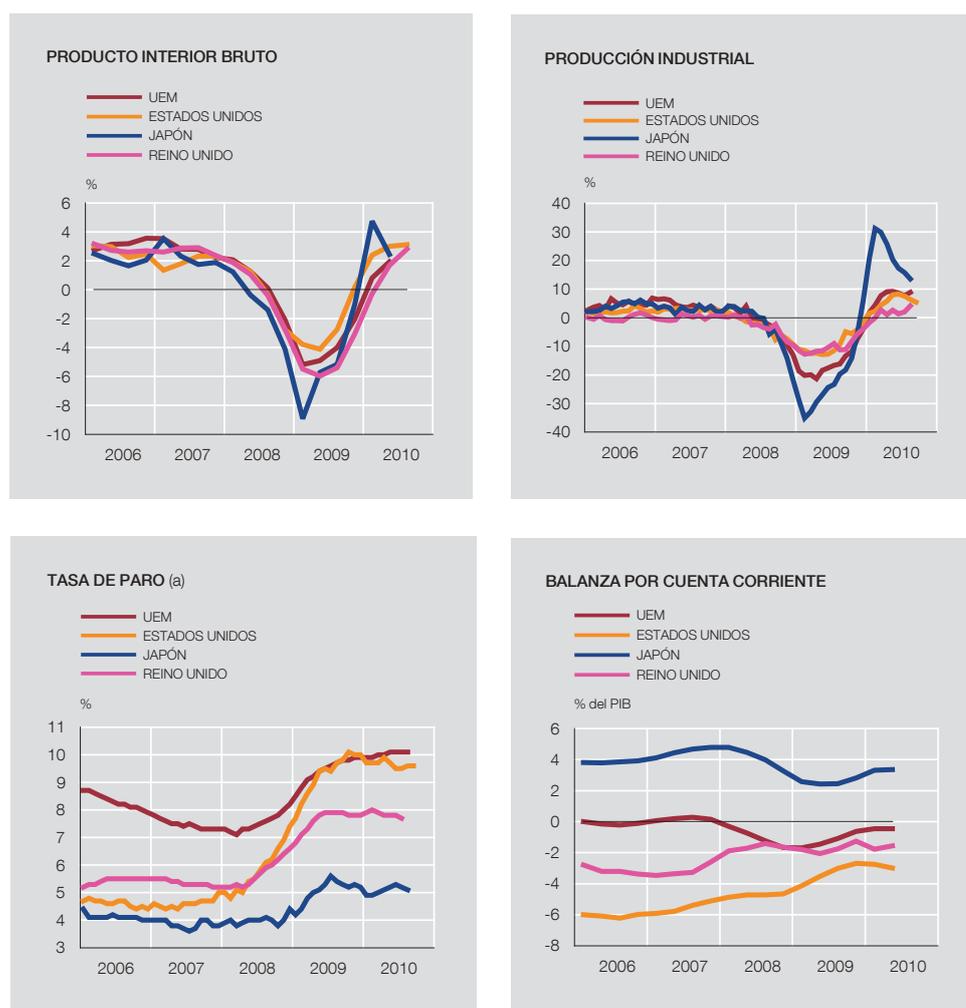
2. Estos créditos fiscales eran equivalentes a una deducción en la cuota líquida por el 10% del valor de la vivienda, con ciertas restricciones que suponían que, en términos efectivos, el límite se situara aproximadamente en el 3,7% del precio medio, muy por debajo del 10%.

to, un 10% del total de hipotecas. Esta es una proporción muy elevada, aunque debe interpretarse como una cota máxima, debido a las intersecciones entre las tres categorías<sup>3</sup>. Además, en relación con las hipotecas *underwater*, hay que señalar que los hogares en esta posición parecen reticentes a abandonar sus casas, reacción habitual en Estados Unidos cuando no se puede hacer frente al pago de la hipoteca, dado que, en la mayoría de los casos, el prestatario solo responde con la casa a su deuda hipotecaria. Ahora, sin embargo, la incertidumbre sobre si volverían a lograr un volumen de financiación suficiente para comprar una vivienda de características similares frena esos abandonos.

Otro elemento de incertidumbre y riesgo es la reforma pendiente de las agencias Fannie Mae y Freddie Mac, intervenidas por el Gobierno y que son una fuente de pérdidas, pero, al mismo tiempo, son la clave para el mantenimiento del mercado hipotecario (véase el artículo citado en la nota 1). De hecho, la reforma de estas agencias, que previsiblemente restringirá su actividad, se ha ido retrasando por el posible impacto negativo que tendría sobre el mercado, al limitar el acceso a la financiación por esta vía. Hasta 2011 no comenzará a discutirse la reestructuración y aún no están definidas las líneas concretas de la misma. Finalmente, las irregularidades detectadas recientemente en la gestión de la documentación correspondiente a hipotecas titulizadas han provocado que algunos bancos hayan detenido los procesos de embargo, lo que ha generado pérdidas para algunos tenedores de titulizaciones y podría tener importantes consecuencias para las entidades tituladoras, si se ven obligadas a recomprar algunas de estas emisiones.

En definitiva, la actividad del mercado de la vivienda en Estados Unidos ha estado sostenida, en gran medida, por los apoyos públicos, sin que la demanda privada haya sido capaz de sustituirla por sí sola tras la finalización de parte de estas ayudas; esto ha generado un importante deterioro de las perspectivas en este mercado. La renovación de algunas de las medidas no convencionales de política monetaria (nuevas compras de bonos por parte de la Reserva Federal) podría contribuir a sostener el mercado hipotecario, en un contexto de margen fiscal muy limitado. Sin embargo, factores como el debilitamiento del mercado laboral, que podría redundar en un aumento adicional del volumen de viviendas sin vender, o la incertidumbre sobre la reforma pendiente del mercado hipotecario pueden seguir pesando sobre las perspectivas en los próximos meses.

3. De hecho, un reciente estudio de la Reserva Federal demuestra que no se producen impagos estratégicos relevantes hasta que la ratio préstamo-valor alcanza el 150%, y solo es a partir del 162% cuando la mitad de los deudores hace un impago estratégico. Véase Bhutta et al. (2010), *The Depth of Negative Equity and Mortgage Default Decisions*.

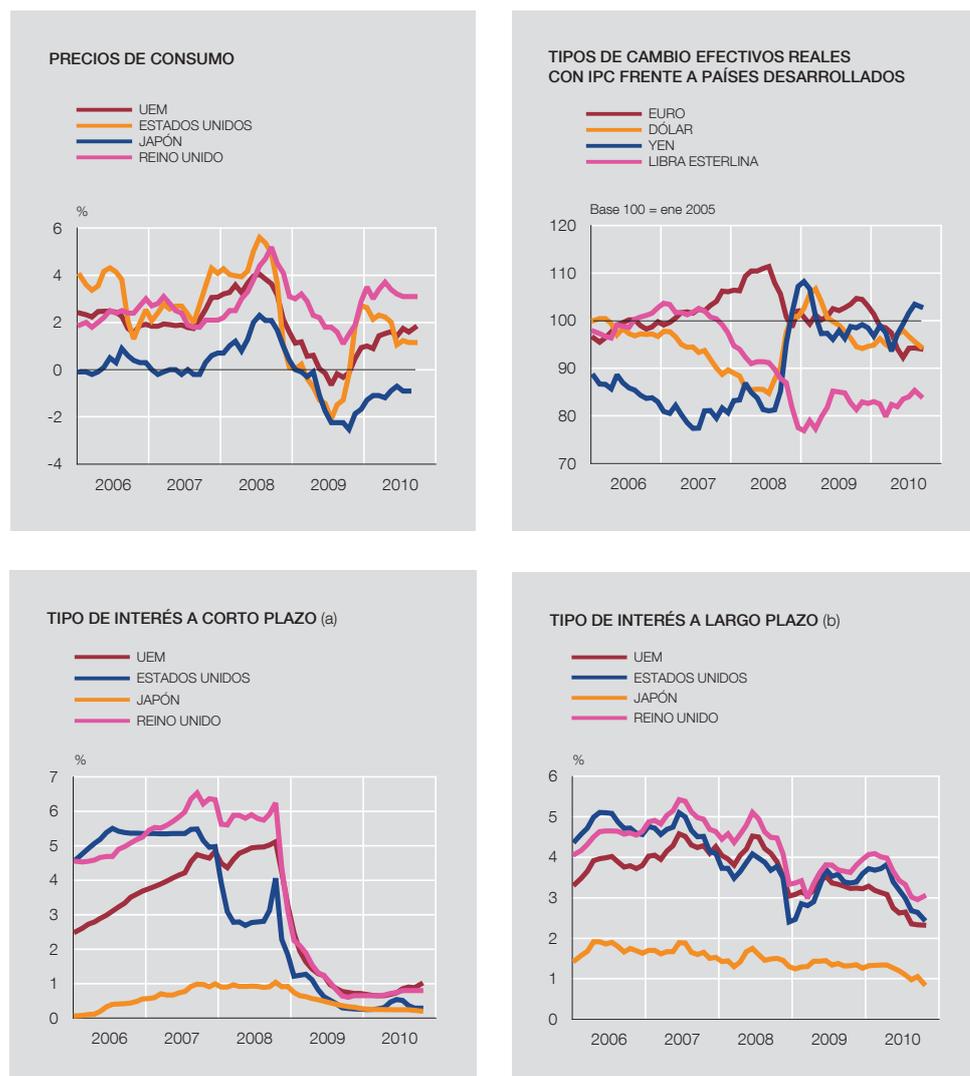


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

to de los precios. En cuanto a los precios de consumo, el IPC en septiembre se mantuvo en el 3,1% interanual y la inflación subyacente se moderó, hasta el 2,7%. En este contexto, el Banco de Inglaterra en su reunión de octubre mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5%, sin modificar su programa de compra de activos.

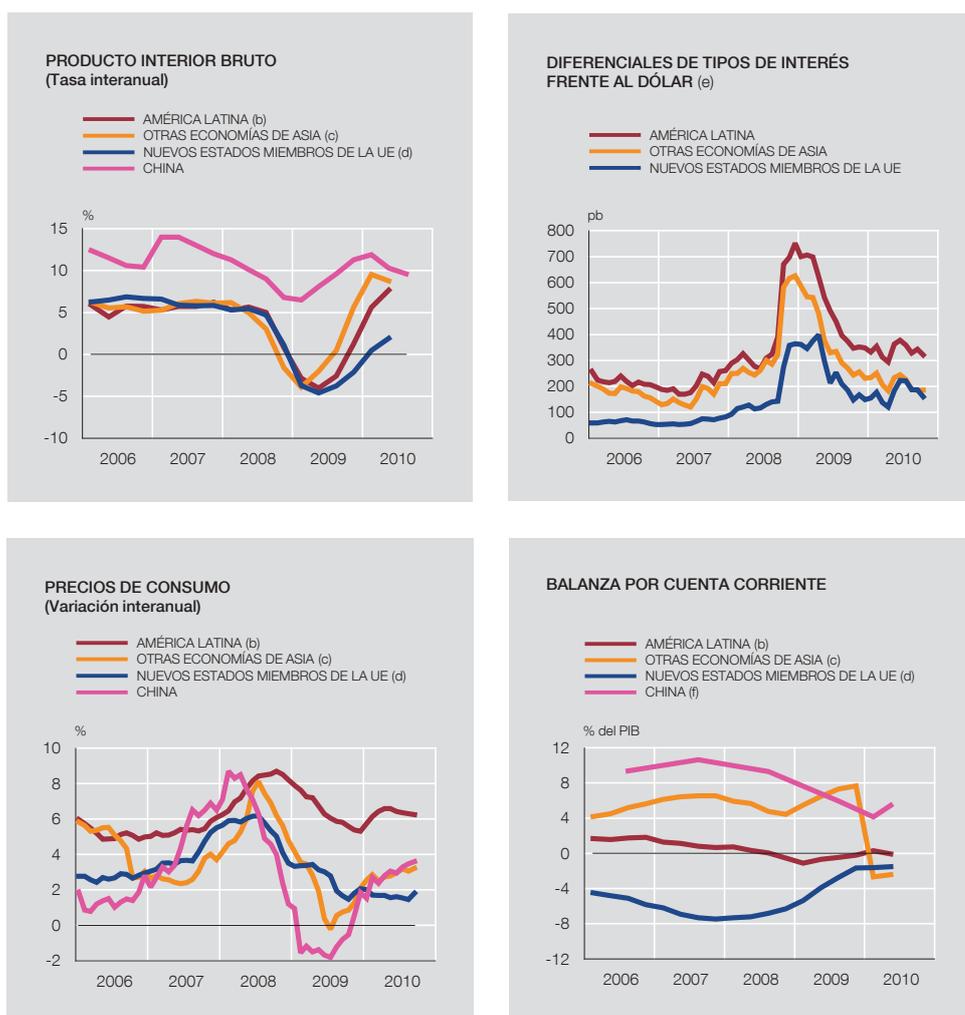
En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB registró en promedio un crecimiento interanual del 1,8% en el segundo trimestre, superior al 0,5% del primer trimestre, impulsado por el dinamismo de las exportaciones hacia el área del euro, mientras que la demanda interna siguió siendo débil, salvo en Polonia. Los indicadores del tercer trimestre muestran una mejora creciente de la producción industrial y signos de reactivación del consumo privado en algunos países. No obstante, la recuperación está siendo muy desigual por países: más pronunciada en Polonia, la República Checa y Estonia, y con tasas interanuales aún negativas en Letonia, Bulgaria y Rumania; en este último caso, el deterioro de la situación económica es notable, debido a las severas medidas de ajuste fiscal adoptadas. A lo largo del trimestre, la inflación ha seguido una senda de ligero aumento, pero se mantiene en tasas moderadas, habiéndose situado en septiembre en el 3,4% interanual, en el promedio de la región. En este contexto, los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados.



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 China, la actividad mostró una ligera desaceleración en el tercer trimestre en términos interanuales (el PIB creció un 9,6%, frente al 10,3% del segundo trimestre) como resultado principalmente de un efecto base menos favorable. Este dato apunta a un mayor dinamismo de la economía, en relación con el trimestre precedente, sustentado por la solidez de la inversión y el consumo privado, que contrarrestaron el menor impulso de la inversión pública y la reciente moderación de las exportaciones. Pese a la desaceleración de las exportaciones, en el tercer trimestre se acumuló un elevado superávit comercial, lo que ha alimentado la presión internacional sobre China para que aprecie a un ritmo mayor el valor de su moneda. En cuanto a los precios, la tasa de inflación repuntó levemente hasta el 3,6%. En este contexto, el banco central elevó el tipo de interés de referencia en 25 pb en octubre; previamente había aumentado transitoriamente el coeficiente de reservas bancarias para los principales bancos del país. La apreciación del renminbi frente al dólar desde su flexibilización a mediados de junio ha sido de poco más del 2% y la mayor parte de la misma se produjo desde inicios de septiembre. En el resto de Asia, las principales economías de la región mantuvieron un importante dinamismo en el segundo trimestre (el PIB creció, en promedio, un 8,4% en términos interanuales, frente al 8,7% anterior), aunque los indicadores más recientes muestran cierta



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.  
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
 c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.  
 d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.  
 e. 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.  
 f. Datos anuales hasta 2009.

desaceleración de la actividad. Por su parte, la tasa de inflación interanual aumentó en Corea del Sur y disminuyó en Tailandia, la India, Indonesia y Filipinas. En este contexto, y ante las presiones apreciadoras de los tipos de cambio, apenas se registraron cambios en las políticas monetarias, con la excepción de la subida de tipos oficiales en Tailandia y la India, y la ampliación de la banda de fluctuación del dólar de Singapur.

En América Latina, el crecimiento interanual del PIB se situó en el 7,7% en el segundo trimestre (5,6% en el trimestre anterior), la tasa más elevada desde comienzos de los años setenta, si bien los efectos base tras el ajuste previo explican en parte esta elevada cifra. La aceleración de la actividad fue generalizada en toda la región, con la excepción de Brasil, que, pese a todo, mantuvo un crecimiento muy elevado (del 9% al 8,8%). Este dinamismo respondió al impulso de la demanda interna, que aportó cerca de 10 pp, y, dentro de esta, especialmente al de la inversión. Sin embargo, los indicadores del tercer trimestre apuntan, en general, a una

ligera desaceleración de la actividad, salvo en Chile y Venezuela. La inflación disminuyó una décima en septiembre, hasta el 6,3% en promedio, si bien con divergencias entre países. La región siguió registrando fuertes entradas de flujos de cartera y de inversión directa, mientras que las emisiones de deuda pública y privada se intensificaron hasta registros máximos en algunos países, como en México. En este país, el Tesoro colocó el primer bono con vencimiento a 100 años en la región. En este contexto, que propició la apreciación de los tipos de cambio, algunos bancos centrales detuvieron la retirada del estímulo monetario (Brasil, Perú), mientras que el banco central de Chile siguió subiendo tipos (25 pb en octubre), si bien a un ritmo inferior al de meses anteriores (50 pb en los cuatro meses precedentes). Los bancos centrales continuaron acumulando reservas, de modo que en todos los países, salvo en Colombia y Venezuela, alcanzaron sus máximos históricos. En Brasil, se elevó la tarifa del impuesto a las transacciones financieras para las entradas de inversión en renta fija en dos ocasiones.

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

Tras unos meses de crecimiento muy moderado, la actividad económica del área del euro repuntó en el segundo trimestre de este año gracias, por un lado, al fuerte impulso procedente del sector exterior y, por otro, a algunos factores extraordinarios concentrados, en gran medida, en la economía alemana y que influyeron positivamente en la demanda interna. La información disponible más reciente sobre el tercer trimestre apunta a que prosiguió la recuperación, si bien a un ritmo más moderado. La ralentización del crecimiento obedeció, además de a la desaparición de los factores de naturaleza transitoria, al menor impulso procedente del sector exterior y al desvanecimiento progresivo de los estímulos de las políticas económicas. Más a medio plazo, las predicciones más recientes publicadas por organismos internacionales confirman a grandes líneas el perfil incorporado en el último ejercicio de proyecciones del BCE de crecimiento moderado hasta finales de 2011, de forma que el PIB tardará todavía en recobrar los niveles previos al inicio de la crisis. Además, este escenario de lenta recuperación continúa sujeto a un elevado grado de incertidumbre y a riesgos a la baja, en buena medida procedentes del sector exterior, que podrían haberse intensificado por la apreciación reciente del tipo de cambio efectivo nominal del euro.

Las tensiones en los mercados de bonos soberanos, que parecían haberse calmado a comienzos del verano, resurgieron a finales de agosto, aunque, en esta ocasión, el alcance por países fue más limitado. Las dificultades para reconducir la situación de las finanzas públicas portuguesas y las dudas sobre la solvencia financiera del sistema bancario irlandés empujaron de nuevo los diferenciales respecto al bono alemán de ambas economías, mientras que Italia y España —países que se vieron contagiados, aunque en distinta medida, por la crisis de la deuda griega en mayo— consiguieron desmarcarse con una evolución más estable de los tipos de su deuda y un diferencial más reducido (véase recuadro 2). A pesar de este carácter más acotado, el nuevo episodio de inestabilidad de los mercados de la deuda soberana constituye un recordatorio de la magnitud de los desafíos a los que se enfrenta el área del euro. Resulta esencial que los países en dificultades singulares, entre los que se encuentran Irlanda y Portugal, muestren sin ambigüedad su determinación para llevar a cabo las reformas fiscales y estructurales necesarias para asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo. En el plano de la mejora de la gobernanza económica europea (véase recuadro 3), aunque el Informe del Grupo de Trabajo presidido por Van Rompuy representa un avance, en algunos casos significativo, se echa de menos todavía un mayor grado de ambición por parte de los Gobiernos del área del euro. Además, durante el trimestre se registraron avances en el diseño de la nueva arquitectura financiera europea, con la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y de otras tres autoridades supervisoras y con la puesta en marcha de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera.

En este contexto de recuperación económica frágil y de contención de las presiones inflacionistas, el BCE mantuvo el tono acomodaticio de su política monetaria. Así, los tipos de interés oficiales permanecieron en niveles muy reducidos y las medidas no convencionales de apoyo al crédito continuaron operativas; entre ellas destacan la adjudicación plena a tipo fijo en las subastas regulares de liquidez y el Programa para el Mercado de Valores mediante el cual se efectúan compras de deuda pública y privada en los mercados secundarios. No obstante, la progresiva normalización de los mercados financieros ha dado lugar a una elevación de los tipos interbancarios, en particular en los plazos más cortos, ante las perspectivas de retirada progresiva de las medidas extraordinarias de política monetaria.

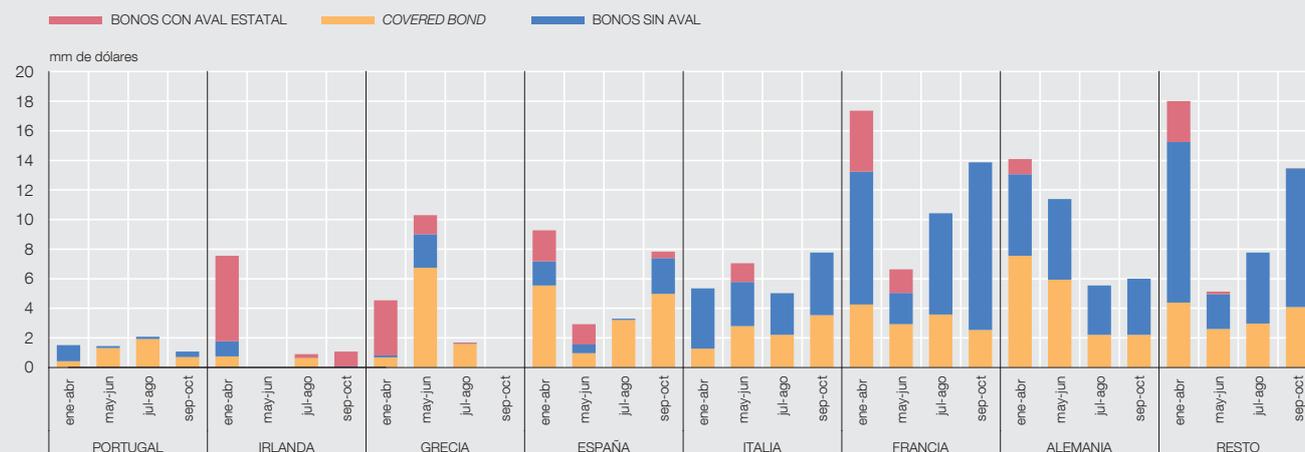
La crisis económica y financiera ha dado lugar a unos diferenciales de rentabilidad elevados entre los distintos bonos soberanos del área del euro, particularmente de los Estados con posiciones fiscales más débiles. En mayo de este año, los mercados de deuda pública llegaron a experimentar momentos de inestabilidad extrema como consecuencia de la crisis fiscal griega y su transformación en una crisis de confianza que afectó al conjunto del área. Estas tensiones se trasladaron, a su vez, al sector bancario, que se vio particularmente afectado por la desconfianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, ya que, por un lado, influían en el precio de la deuda pública y, por tanto, podían implicar pérdidas elevadas, y, por otro, ponían en cuestión el valor de las garantías explícitas o implícitas que los Estados habían extendido sobre los bancos nacionales en un contexto de incertidumbre sobre su posición patrimonial. Esto se reflejó, como muestra el primer gráfico, en una contracción sustancial de sus emisiones de deuda a medio y largo plazo.

Las medidas de emergencia que fueron adoptadas durante la primavera por parte del BCE y de los Gobiernos de la UE, en colaboración con

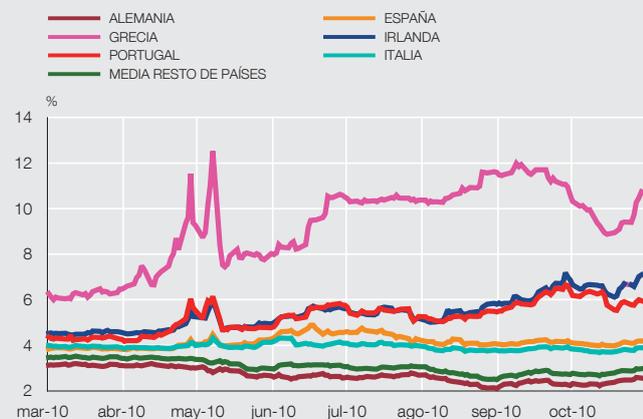
el FMI<sup>1</sup>, hicieron que la inestabilidad tendiera a remitir en julio. Esta mejora se vio reforzada, además, por la publicación a final de dicho mes de los resultados de las pruebas de resistencia de los bancos de la UE, que permitieron una relajación de las condiciones de acceso de los bancos a los mercados de financiación. Sin embargo, hacia finales del verano, las tensiones se reprodujeron, centradas esta vez en los mercados de deuda pública portuguesa e irlandesa, al tiempo que la rentabilidad de la deuda griega se mantenía en registros muy elevados que solo comenzaron a ceder de manera sustancial en septiembre, tras recibir una valoración positiva de la ejecución de su programa económico. Esta evaluación favorable permitía un nuevo desembolso de fondos dentro del paquete de préstamos acordado por el FMI y los países del área. Los nuevos brotes de incertidumbre hicieron que el Bund alemán a diez años llegara a cotizar en valores mínimos del 2,1% (véase segundo gráfico), mientras que los tipos de la deuda irlandesa y portuguesa repuntaron hasta situarse la rentabilidad de los bonos a

1. Para más detalle, véase recuadro 3 del *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto.

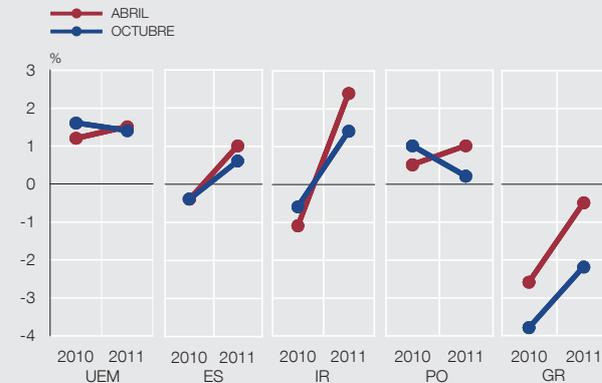
EMISIÓN BRUTA DE BONOS A MEDIO Y LARGO PLAZO DE EMPRESAS FINANCIERAS. ZONA DEL EURO (a)



RENTABILIDAD DEUDA PÚBLICA DIEZ AÑOS



PREVISIÓN CRECIMIENTO PIB 2010 Y 2011  
Consensus Forecast



FUENTES: Consensus Forecast, Dealogic y Banco de España.

a. Se ha utilizado el promedio mensual.

diez años a finales de septiembre por encima del 7% en el caso de la primera, que veía desde el verano como S&P, Moody's y Fitch rebajaban nuevamente su calificación crediticia.

Una diferencia importante con respecto a lo ocurrido en la primera parte del año es que en esta ocasión las tensiones no se propagaron a países como Italia y, especialmente, España, que mostraron una evolución diferenciada. En el caso español, la razón de este comportamiento más favorable del diferencial soberano radica en los avances realizados en el triple ámbito de la consolidación fiscal, las reformas estructurales y la reestructuración del sistema financiero. Estos avances se vieron además potenciados como resultado del ejercicio de transparencia que supuso la publicación de las pruebas de resistencia de la banca, bajo el diseño común para el conjunto de países de la UE, pero con una cobertura y grado de detalle muy superior para España, decisivos para despejar las dudas que de manera exagerada se habían generado sobre la solidez del sector. De hecho, la paulatina reducción del diferencial de tipos frente a Alemania ha venido acompañada de una mejora del acceso de los bancos a los mercados de financiación, recurso que se ha mantenido muy limitado en el caso de Portugal, Irlanda o Grecia.

En los casos irlandés y portugués, sin embargo, los mercados no percibieron con la misma intensidad esta determinación para adoptar actuaciones decididas de política económica con el doble objetivo de, primero, salvaguardar la estabilidad fiscal en el medio plazo y, segundo, favorecer el crecimiento sostenible. Esto dejó su deuda pública muy expuesta a la acumulación de malas noticias sobre las respectivas economías. Así, en el caso de Irlanda, la ampliación del diferencial soberano estuvo vinculada a la creciente incertidumbre sobre las implicaciones fiscales de las perspectivas negativas del sector bancario doméstico, sometido a un largo proceso de reestructuración de mucha envergadura y receptor de un gran volumen de ayudas públicas que parecía, no obstante, insuficiente. En el caso de Portugal, el deterioro se produjo también por un aumento del riesgo sobre las cuentas públicas, que podría haberse visto realimentado por las tensiones en la deuda irlandesa. La revisión a la baja del crecimiento económico para 2011, que se ilustra en el tercer gráfico, y la evolución relativamente desfavorable de la ejecución presupuestaria amenazaban la consecución de los objetivos de déficit público y elevaban sustancialmente el

esfuerzo requerido para recobrar la senda de consolidación prevista originalmente.

En este contexto, las autoridades irlandesas y portuguesas han tratado de despejar las incertidumbres existentes con sendos anuncios a finales de setiembre. Así, Irlanda publicó las estimaciones revisadas de las pérdidas previstas y las mayores necesidades de capital, previsiblemente público, que iban a surgir del nacionalizado Anglo Irish Bank —que había sido excluido de las pruebas de resistencia de los bancos de la UE— y del programa de saneamiento de activos del NAMA<sup>2</sup>. Como resultado, el impacto sobre el déficit público de las ayudas de capital a la banca durante 2010 —algunas de ellas ya realizadas— ascendería a un importe estimado del 20% del PIB. A la espera de ajustes fiscales que se anunciarán en noviembre, las iniciativas del Gobierno irlandés lograron contener transitoriamente el deterioro de la deuda, aunque el diferencial frente a la alemana volvió a superar los 450 pb a finales de octubre. Por su parte, el 30 de setiembre Portugal anunció nuevas medidas de ajuste para 2010 y propuestas adicionales para el presupuesto de 2011, lo que —a la espera de la concreción de reformas estructurales pendientes— contribuyó, también de forma temporal, a atenuar las tensiones sobre la deuda.

En definitiva, la evolución reciente de los mercados de deuda soberana en la UEM ilustra la importancia de que, en aquellos países con dificultades singulares, las políticas económicas nacionales adopten como prioridad la consolidación fiscal y que esta venga acompañada por la reestructuración del sector bancario y por reformas estructurales ambiciosas que promuevan el crecimiento.

2. La National Asset Management Agency o NAMA fue creada para adquirir préstamos dañados —principalmente de promotores— y sanear el balance de cinco bancos irlandeses —que representan una parte muy importante del tejido bancario doméstico—. El NAMA intercambia los préstamos por bonos —con aval estatal— y por deuda subordinada en una pequeña parte, que el NAMA emite para este fin. El NAMA finalizó dos tramos de adquisiciones en abril y agosto de 2010, aplicando un descuento global del 52% sobre el valor en libros de los préstamos, rebaja muy superior al 30% que inicialmente estimó el Gobierno. El total de la cartera de préstamos que va a adquirir tiene un valor contable de 77 mm de euros, más de un 45% del PIB. El NAMA es un vehículo financiero clasificado fuera del sector de Administraciones Públicas y, por tanto, la repercusión sobre las cuentas públicas es en forma de pasivos contingentes por el aval en los bonos del NAMA.

### 3.1 Evolución económica

Según la primera estimación de la Contabilidad Nacional del segundo trimestre de 2010, el PIB del área del euro aumentó un 1% intertrimestral, siete décimas por encima del registrado en el período de enero-marzo (véase cuadro 1). El avance del producto obedeció, en gran parte, al fuerte crecimiento de las exportaciones y de la inversión, mientras que el consumo privado y el público experimentaron incrementos más moderados (véase gráfico 8). Esta evolución derivó en una aportación a la variación del producto de la demanda interna de 0,5 pp y del sector exterior de 0,2 pp, ya que el significativo repunte de las exportaciones se vio compensado por el dinamismo de las importaciones. Por su parte, la variación de existencias añadió tres décimas a la expansión del PIB. El desglose por ramas de actividad muestra que el valor añadido se incrementó en la mayor parte de las ramas, especialmente en la industria y, en

La crisis global ha puesto en evidencia que existen importantes lagunas en la capacidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para promover el mantenimiento de una política fiscal disciplinada y que es necesario extender el perímetro de supervisión multilateral más allá de las cuentas públicas, con el fin de vigilar y corregir la gestación de desequilibrios que puedan acabar suponiendo una grave amenaza para la estabilidad del área del euro. Por ello, las instituciones europeas están llevando a cabo una profunda revisión de los mecanismos de coordinación y supervisión de las políticas económicas existentes en la UEM.

El avance más relevante en la definición de esta reforma de la gobernanza se registró con la presentación por parte del grupo de trabajo creado en marzo en el seno del Consejo Europeo —*Van Rompuy Task Force*—, en el que intervienen la CE, el BCE y los Estados miembros de la UE, del informe en que se recogen sus propuestas concretas de reforma, que fue aprobado por los jefes de Estado y de Gobierno el 28 de octubre. Estas conclusiones complementan las proposiciones de reforma legislativa que había presentado la Comisión Europea el 29 de septiembre. En el ámbito fiscal, estas propuestas plantean una reforma significativa del PEC que concederá mayor relevancia al criterio de la deuda pública a la hora de valorar la posición fiscal de los distintos países, al tiempo que propugna un sistema de sanciones más amplio y transparente, que se impondrían en una fase más temprana del proceso y con un grado de automatismo que, si bien es mayor que en el pasado, no deja de estar supeditado al procedimiento de mayorías cualificadas que rige las decisiones del Consejo de acuerdo con el Tratado. Todo ello se complementa con una recomendación para fijar los requerimientos mínimos que deben cumplir los marcos fiscales nacionales. También se propone un nuevo mecanismo para detectar, prevenir y corregir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que pudieran poner en riesgo el proyecto común de la Unión Monetaria. Además, se recomienda profundizar en la coordinación de las políticas económicas —lo que se plasma en el denominado «Semestre europeo», ya aprobado por el ECOFIN en septiembre— y la creación de un mecanismo para la gestión de las crisis, refrendada por los jefes de Estado y de Gobierno el 28 de octubre, así como el fortalecimiento de las instituciones europeas.

En concreto, *la reforma del brazo preventivo* del PEC mantiene el requisito de convergencia hacia los objetivos presupuestarios de medio plazo<sup>1</sup> (OPMP), pero propone la necesidad de una convergencia más rápida si la deuda pública supera el 60% del PIB. En caso de una desviación significativa en relación con la senda de ajuste, que no sea corregida, se iniciará un procedimiento que comenzará con un aviso de la Comisión, podrá seguir con una recomendación del Consejo, al cabo de un mes, y concluir cinco meses más tarde, si no se adoptan las acciones apropiadas, con la imposición de una sanción en forma de depósito no remunerado.

En cuanto al *brazo correctivo del PEC*, si la ratio deuda pública/PIB es superior al 60% y no se está reduciendo de un modo considerado satisfactorio, de acuerdo con unos criterios y una metodología aún pendien-

1. Estos OPMP están contenidos en los Programas de Estabilidad y Convergencia que deben presentar los Estados miembros y se expresan como un porcentaje del PIB en términos estructurales. Los países que no han alcanzado su OPMP deben converger hacia él a un ritmo anual del 0,5% del PIB.

tes de definir, ello sería motivo para la apertura de un procedimiento de déficit excesivo (PDE) o para evitar su cierre aunque el déficit público haya sido reducido por debajo del 3%, tras un diagnóstico por parte de la Comisión de los determinantes subyacentes a la evolución de la deuda. La apertura del PDE implicará que, si el país en cuestión ya ha sido sancionado con la imposición de un depósito remunerado, este deje de remunerarse. Si el país no ha sido sancionado con la imposición de un depósito remunerado, el inicio del PDE dará lugar a una recomendación del Consejo con las actuaciones que deben realizarse en un plazo prefijado. En ambos casos, si no realizan las acciones adecuadas para reducir el exceso de déficit, ello resultaría en la imposición de una multa. El incumplimiento reiterado de las recomendaciones dará lugar a una multa de cuantía superior, que incluirá un componente variable relacionado con el nivel del déficit y que ya aparece en la formulación actual del PEC. Debe destacarse que esta última es la única de las sanciones propuestas que requeriría una mayoría cualificada del Consejo. Las nuevas sanciones en el ámbito fiscal, así como en el de la prevención de desequilibrios macroeconómicos, se impondrán, por el contrario, de forma automática a propuesta de la Comisión, salvo que el propio Consejo decida lo contrario por mayoría cualificada en un plazo de diez días. No obstante, debe señalarse también que en la etapa previa a la imposición de las sanciones (por ejemplo, la valoración de si las desviaciones son o no significativas) las decisiones relevantes siguen correspondiendo al Consejo y adoptándose por mayoría cualificada. También cabe reseñar que todas las nuevas sanciones se aplicarían únicamente, en un primer momento, a los Estados miembros de la UEM.

La última propuesta de la *Task Force* referida al ámbito fiscal defiende la necesidad de garantizar unos requisitos mínimos que deben cumplir las instituciones fiscales nacionales antes de que finalice 2013 en las siguientes áreas: sistemas de contabilidad pública y estadísticas, reglas numéricas coherentes con el diseño del PEC, sistemas de elaboración de previsiones, planificación presupuestaria de medio plazo y adecuado seguimiento de todos los niveles de las Administraciones Públicas. Además, se propone una mejora de la calidad de las estadísticas.

La nueva regulación para la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos y divergencias de competitividad establecerá un sistema de alerta, compuesto por una serie de indicadores económicos y financieros aún pendientes de definir. En caso de que la Comisión considere que la política económica de un Estado miembro puede suponer una amenaza para la estabilidad del conjunto del área, podrá emitir una alerta temprana. En un estado posterior (amenaza particularmente seria), el Consejo decidirá si sitúa al Estado miembro en una «posición de desequilibrio excesiva». Como en el caso fiscal, la puesta en marcha de este procedimiento supone que las políticas de esos países quedan sujetas a un seguimiento estricto por parte de las instituciones europeas, que podría concluir con la imposición de sanciones si los países incumplen de modo reiterado las recomendaciones.

Por otra parte, para aumentar la consistencia y la coordinación de las políticas, todos estos procesos de supervisión se integrarán en el denominado «Semestre europeo», aprobado por el ECOFIN el 7 de septiembre, que se pondrá en funcionamiento en enero de 2011. El «Semestre» comenzará en enero de cada año cuando la Comisión

elabore el *Informe anual de crecimiento*, donde analizará la evolución macroeconómica y fiscal, así como los avances en la consecución de los objetivos de la estrategia Europa 2020. Sobre la base de este informe, en marzo, el Consejo Europeo identificará los principales desafíos económicos y emitirá recomendaciones de política económica para el conjunto del área del euro y de la UE, que serán tenidas en cuenta por los Estados miembros, durante el mes de abril, en la elaboración de sus Programas de Estabilidad y Convergencia y de sus Programas Nacionales de Reforma. Finalmente, en junio y julio el Consejo publicará nuevas orientaciones específicas para cada país que deberán ser tomadas en consideración por estos en el diseño de sus presupuestos y de sus programas de política económica y de reforma.

En conjunto, el informe del Grupo de Trabajo del Consejo constituye un avance en el proceso de mejora de la gobernanza europea, y está en línea con las propuestas de la Comisión Europea, si bien en algunos aspectos presenta una menor concreción y, en ocasiones, una menor ambición que estas últimas. No obstante, desde el Eurosiste-

ma se han planteado dudas fundadas de que el grado de ambición de los Gobiernos sea suficiente para afrontar con garantías la dimensión de los desafíos a que se enfrenta el conjunto de la zona del euro. En este sentido, dos áreas requerirían particular atención: en primer lugar, el establecimiento de procedimientos claros, basados en reglas que minimicen en lo posible la discrecionalidad de los Gobiernos, y, en segundo lugar, el fortalecimiento de dichos procedimientos con el establecimiento de consejos de expertos o agencias fiscales independientes que permitan dotar a las instituciones europeas de mayor capacidad técnica e independencia en la supervisión de las políticas y de las estadísticas nacionales.

Por último, el 28 de octubre los jefes de Estado y de Gobierno acordaron establecer un mecanismo permanente de crisis para salvaguardar la estabilidad financiera del conjunto del área del euro, que implicará una modificación limitada del Tratado de la UE. El diseño de este mecanismo en lo que respecta a la condicionalidad y a la participación del Fondo Monetario Internacional o del sector privado se concretará de aquí a final de año.

menor medida, en los servicios. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 1,9%, frente al 0,8% del trimestre precedente.

Por países, cabe señalar la fuerte recuperación de la actividad en Alemania, donde el PIB creció en el segundo trimestre un 2,2% (0,5% en los primeros meses del año). Esta aceleración estuvo motivada por los mismos factores antes mencionados para la UEM. Así, al impulso del sector exterior se unió la recuperación de la demanda interna, apoyada, en gran parte, en algunos elementos temporales, como la mejora de las condiciones climatológicas o las mayores compras de bienes duraderos domésticos. En el resto de las principales economías del área, el repunte de la actividad fue sensiblemente inferior. En particular, el PIB se incrementó en Francia un 0,7%, como resultado de la fortaleza de todos los componentes de la demanda interna y, sobre, todo, de la variación de existencias, mientras que en Italia, donde el producto avanzó un 0,5%, fue el saldo exterior neto el mayor contribuyente al crecimiento, aunque el consumo público y la formación bruta de capital fijo también se expandieron.

Según los datos de la Contabilidad Nacional, por segundo trimestre consecutivo el número de empleados no varió en el período de abril-junio por lo que la tasa interanual todavía se mantiene en territorio negativo, del -0,7%. Este comportamiento es consistente con el retraso que suele experimentar el empleo respecto a la recuperación de la actividad. Las horas trabajadas por empleado se incrementaron ligeramente, lo que sugiere que, de momento, ante la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación, para satisfacer el incremento de demanda las empresas han preferido hacer un uso más intensivo de la mano de obra existente, más que proceder a nuevas contrataciones. Por otro lado, el repunte sustancial de la productividad aparente del trabajo en el segundo trimestre, impulsado por el notable incremento del PIB junto con el retroceso interanual del empleo, derivó en un nuevo descenso de los costes laborales unitarios, ya que el crecimiento de la remuneración por asalariado se mantuvo moderado. Esta evolución y el avance del deflactor del PIB permitieron una expansión de los márgenes empresariales por segundo trimestre consecutivo (véase gráfico 8).

	2009				2010			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	-2,5	-0,1	0,4	0,2	0,3	1,0		
Consumo privado	-0,5	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,2		
Consumo público	0,7	0,6	0,5	-0,1	0,2	0,5		
Formación bruta de capital fijo	-5,2	-2,3	-1,1	-1,2	-0,3	1,5		
Importaciones	-7,5	-2,8	2,2	1,2	4,2	4,0		
Exportaciones	-8,0	-1,3	2,4	2,0	2,5	4,3		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna excluidas existencias</i>	-1,3	-0,4	-0,1	-0,1				
<i>Variación de existencias</i>	-1,0	-0,3	0,5	0,0				
<i>Demanda exterior neta</i>	-0,2	0,5	0,0	0,2				
PIB (tasa de variación interanual)	-5,2	-4,9	-4,0	-2,0	0,8	1,9		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-9,2	-1,7	2,7	1,2	2,3	2,4	1,0	
Sentimiento económico	71,5	75,6	84,1	91,9	96,6	99,3	102,2	
PMI compuesto	37,6	43,2	49,5	53,6	54,4	56,6	55,7	
Empleo	-0,9	-0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,0		
Tasa de paro	8,8	9,4	9,7	9,9	9,9	10,0	10,0	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	0,6	-0,1	-0,3	0,9	1,4	1,4	1,8	
IPRI	-3,3	-6,6	-7,7	-2,9	0,9	3,1	3,6	
Precio del petróleo (valor en dólares)	46,8	68,8	67,7	74,4	78,8	75,0	78,4	
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,1	4,2	3,8	4,0	4,0	3,7	3,5	3,5
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-1,31	-0,63	-0,47	-0,17	-0,08	-0,72	-1,01	-0,81
Tipo de cambio dólar/euro	1,331	1,413	1,464	1,441	1,348	1,227	1,365	1,386
Apreciación/depreciación del TCEN-21 (b)	-0,6	-0,9	0,2	-1,0	-4,5	-10,3	-6,3	-5,4
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (b)	-15,5	-2,0	17,2	21,0	-1,2	-13,2	-7,4	-4,1

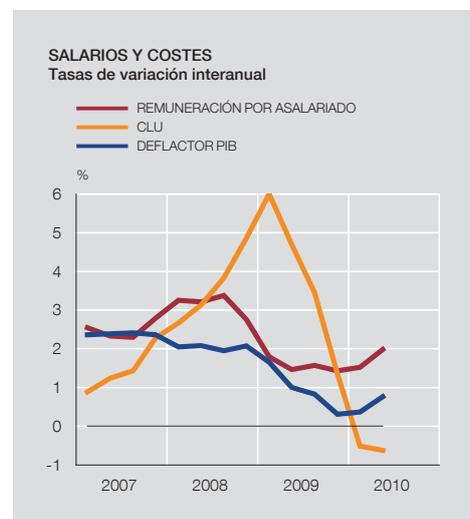
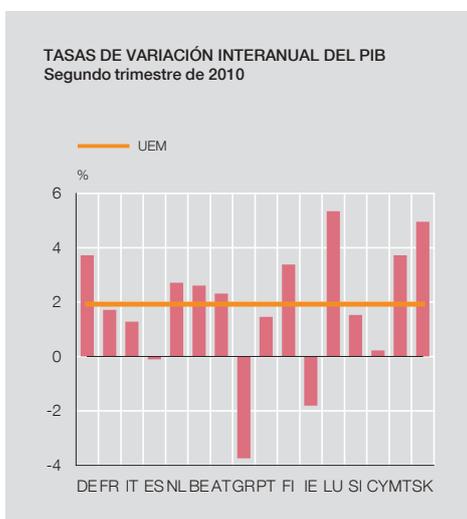
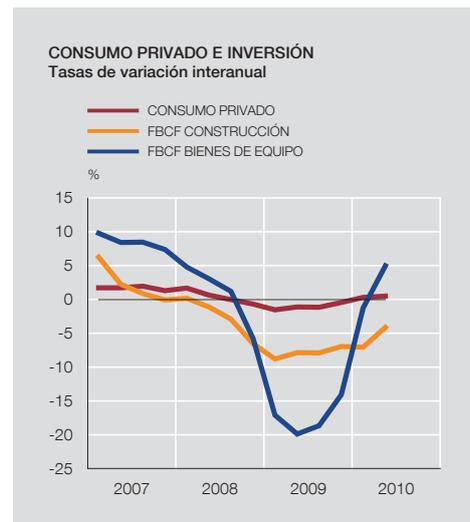
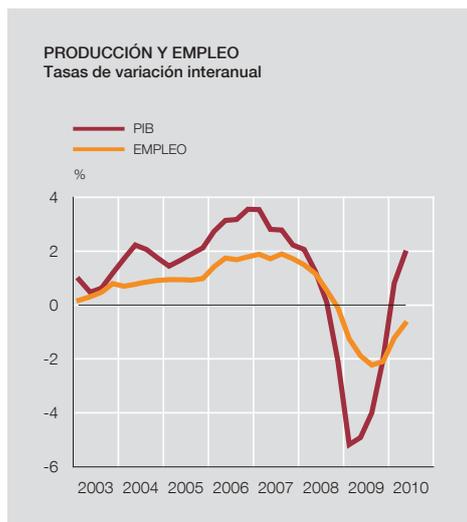
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Información disponible hasta el día 29 de octubre de 2010.

b. Variación porcentual acumulada en el año.

La información coyuntural más reciente sugiere, en general, una ralentización de la actividad en la segunda mitad del año (véase gráfico 9). Desde la vertiente de la oferta, en julio y agosto la producción industrial y la cartera de pedidos se desaceleraron y la producción del sector de la construcción se contrajo. Los indicadores de confianza del sector de la industria y de los servicios basados en las encuestas realizadas a los directores de compras se situaron en octubre por debajo de los niveles de junio, si bien los elaborados por la Comisión Europea mejoraron en ese mismo período. En el ámbito laboral, la tasa de paro permaneció inalterada en el 10% en el tercer trimestre y los indicadores cualitativos referidos a las expectativas de empleo continuaron recuperándose entre junio y octubre en todos los sectores, con la excepción de los servicios en las encuestas de los directores de compras, donde se registraron caídas.

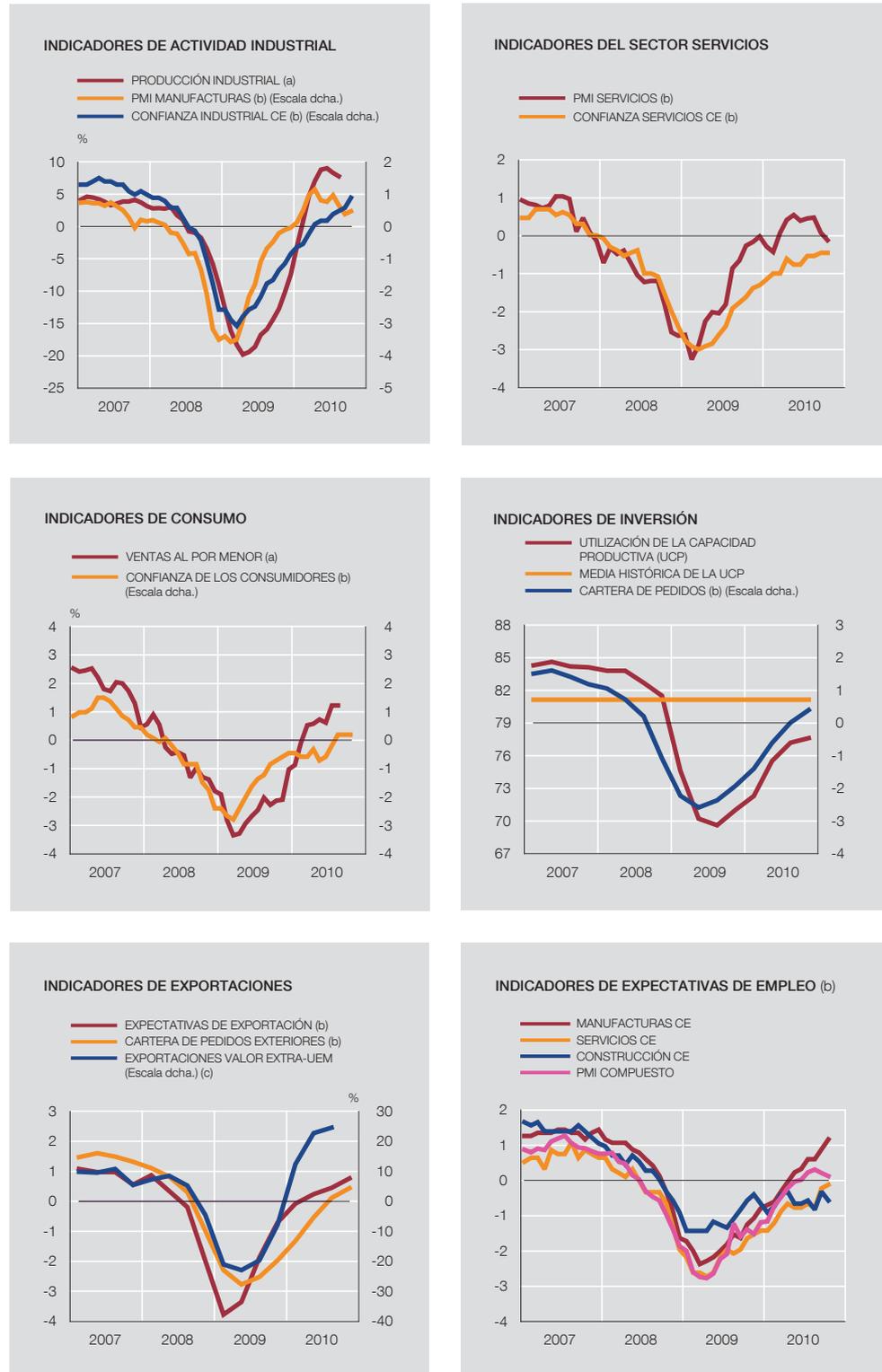
Los indicadores más recientes relacionados con la demanda también son consistentes con la desaceleración del producto en la segunda parte del año. Así, en el tercer trimestre, las ventas minoristas aumentaron solo levemente —con datos hasta agosto— y las matriculaciones de automóviles se redujeron, aunque a un ritmo considerablemente inferior al de los dos trimestres anteriores. Este indicador muestra una elevada heterogeneidad nacional, que refleja, en gran parte, las diferencias temporales en la implantación y retirada de las medidas de estímulo



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

de la compra de automóviles. Por otro lado, la confianza de los consumidores se mantuvo inalterada en octubre por tercer mes consecutivo. En relación con los indicadores sobre la inversión en bienes de equipo de la Comisión Europea, en la segunda mitad del año el grado de utilización de la capacidad productiva continuó mejorando —aunque su nivel permanece por debajo de su media de largo plazo— y la valoración de la cartera de pedidos de la industria aumentó. Según datos de balanza de pagos, las exportaciones perdieron dinamismo en julio y agosto frente al trimestre anterior, y las expectativas de exportación prosiguieron expandiéndose en la segunda mitad del año y la valoración de la cartera de pedidos exteriores continuó avanzando entre junio y octubre. Por último, la evolución del indicador de la valoración del nivel de existencias en la industria de la Comisión Europea indica que la contribución de este componente al crecimiento del PIB podría haberse mantenido en el tercer trimestre y haber aumentado levemente en el cuarto.

En definitiva, la información coyuntural más reciente confirma la desaceleración de la actividad en la segunda mitad del año, tras el repunte que se produjo en el segundo trimestre. Los factores que se hallarían tras esta moderación del crecimiento son la ralentización del empuje proveniente del entorno exterior, la desaparición de los elementos domésticos de naturaleza temporal que afectaron principalmente a la economía alemana y el debili-



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

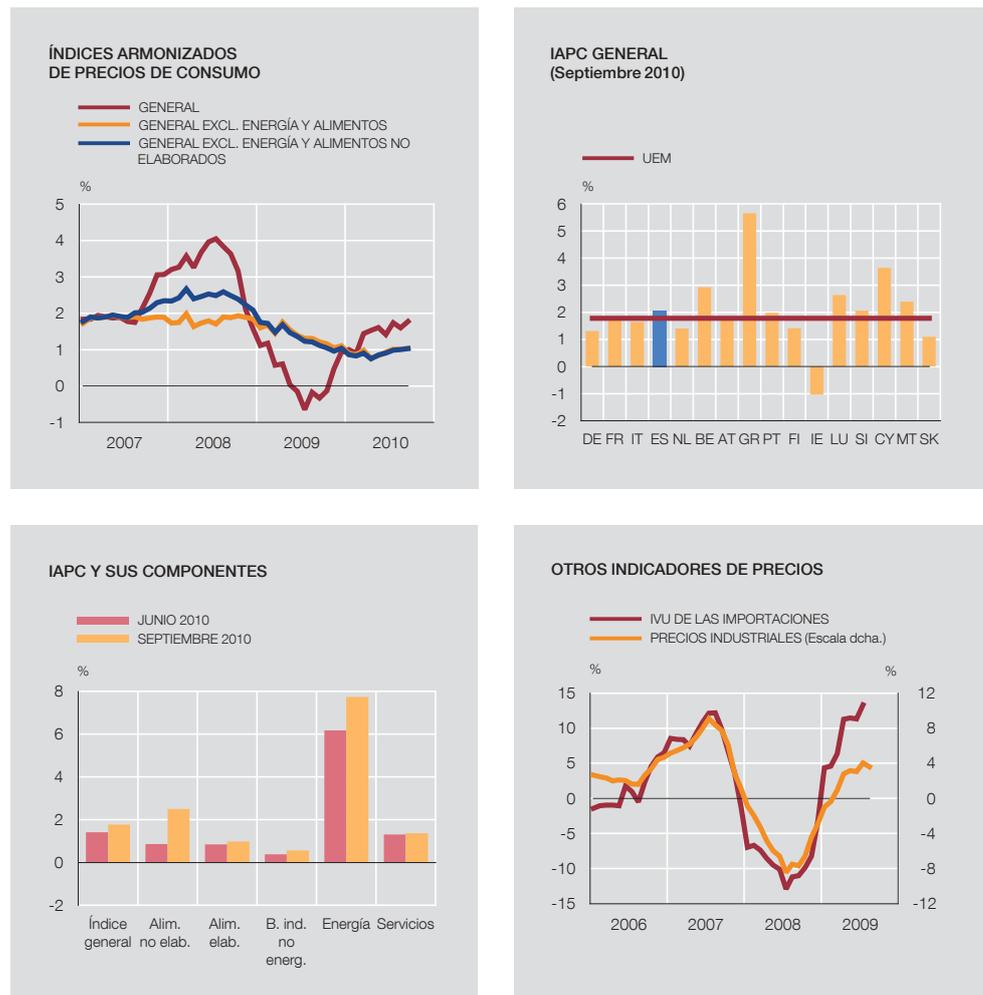
- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Series normalizadas.
- c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

tamiento de los estímulos de la política económica. De esta forma, la demanda interna mantendría un perfil de recuperación lenta en la que el consumo privado continuaría lastreado por la débil situación del mercado de trabajo y las medidas de consolidación fiscal adoptadas en la mayor parte de los países, y la inversión, afectada por el endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos bancarios y la baja utilización de la capacidad productiva instalada, seguiría mostrando una cierta atonía. Más a medio plazo, las perspectivas continúan siendo de crecimiento modesto sustentado en la demanda mundial, en una política monetaria acomodaticia y en una mejora generalizada del funcionamiento de los mercados financieros impulsada por las medidas de política económica adoptadas.

En cualquier caso, este escenario está rodeado de una elevada incertidumbre con riesgos predominantemente a la baja. Así, las tensiones en los mercados de bonos soberanos, que parecían haberse calmado a comienzos del verano, resurgieron a finales de agosto con un repunte de los diferenciales de la deuda pública irlandesa y portuguesa, lo que refleja la fragilidad de la situación fiscal y financiera por la que atraviesa la zona del euro (véase recuadro 2). Por otro lado, el sector empresarial se encuentra inmerso en un proceso de reestructuración de sus balances que, de prolongarse en exceso, podría acabar debilitando la demanda interna a través de una contención de los planes de inversión y de los salarios. Además, a corto y medio plazo, para asegurar una recuperación sostenida de la actividad resulta vital que el empleo se recupere firmemente e impulse la demanda interna. Por último, la fuerte apreciación del tipo de cambio en los últimos meses podría impedir que la economía de la zona del euro aprovechara plenamente el empuje que la recuperación económica mundial podría tener sobre sus exportaciones.

La tasa interanual de inflación se situó en el 1,8% en septiembre, cuatro décimas por encima del registro de junio, impulsada fundamentalmente por la evolución de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que el componente energético mantuvo tasas de avance muy elevadas por el importante efecto base que contiene. De este modo, la inflación subyacente medida por el IPSEBENE, que excluye los elementos más volátiles, se mantuvo relativamente estable, en el 1% (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales también registraron un mayor ritmo de crecimiento en los meses de verano, hasta situarse en el 3,8% en agosto, con un repunte especialmente significativo de los precios de la energía derivado también de un fuerte efecto base. En los próximos meses, tal y como contemplan distintos organismos internacionales, es previsible que encarecimientos adicionales de las materias primas o aumentos en los impuestos indirectos y los precios administrados se trasladen solo parcialmente a la inflación, debido a la todavía elevada holgura de la economía (véase cuadro 2). En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen moderadas.

De acuerdo con la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 52 mm de euros (un 0,9% del PIB) entre enero y agosto de 2010, ligeramente por debajo de los 57 mm registrados en el mismo período del año anterior (un 1% del PIB). Esta mejoría del saldo total fue el resultado del mayor superávit de la sub-balanza de servicios y del menor déficit de la sub-balanza de rentas. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo un mayor número de salidas netas de capitales en forma de inversión directa, de 89 mm, frente a los 55 mm de 2009, mientras que los flujos de inversión de cartera netos recibidos se aminoraron en 64 mm, hasta los 112 mm. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, pasó de superavitaria en el período de enero-agosto de 2009 a deficitaria en el mismo período de 2010, desde los 63 mm a los -30 mm de euros (véase gráfico 11).



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

La información más reciente sobre ejecución presupuestaria y las estimaciones de algunos Gobiernos apuntan a que, en el conjunto de la zona del euro, los déficits públicos en 2010 permanecerán prácticamente estabilizados en niveles muy elevados similares a los del año anterior y en línea con lo previsto por la Comisión Europea la pasada primavera (véase cuadro 3). El impacto sobre el déficit de las medidas de consolidación que han introducido algunas economías en los meses recientes se ha visto compensado por el efecto de los estabilizadores automáticos y, en menor medida, por las medidas de estímulo fiscal que implementaron para 2010 países como Alemania o Francia. También se aprecia un leve repunte del pago de intereses.

A nivel desagregado, la ejecución de las finanzas públicas en Alemania avanza mejor de lo esperado a principios del año debido a la fortaleza de su recuperación económica y el Ministerio de Finanzas Públicas francés ha rebajado ligeramente la previsión del déficit de las Administraciones Públicas. En Grecia, Eurostat ha expresado una reserva sobre las cifras del año 2009 —que se publicarán a mediados de noviembre—, aunque, en todo caso, la última información disponible publicada por el Ministerio de Finanzas el 20 de septiembre apunta a una mejoría notable de las cuentas públicas en 2010, que ha venido acompañada de avances significativos en la implementación de reformas estructurales, entre las que destacan la reestructuración y racionalización del sector público y la reforma del sistema de pensiones.

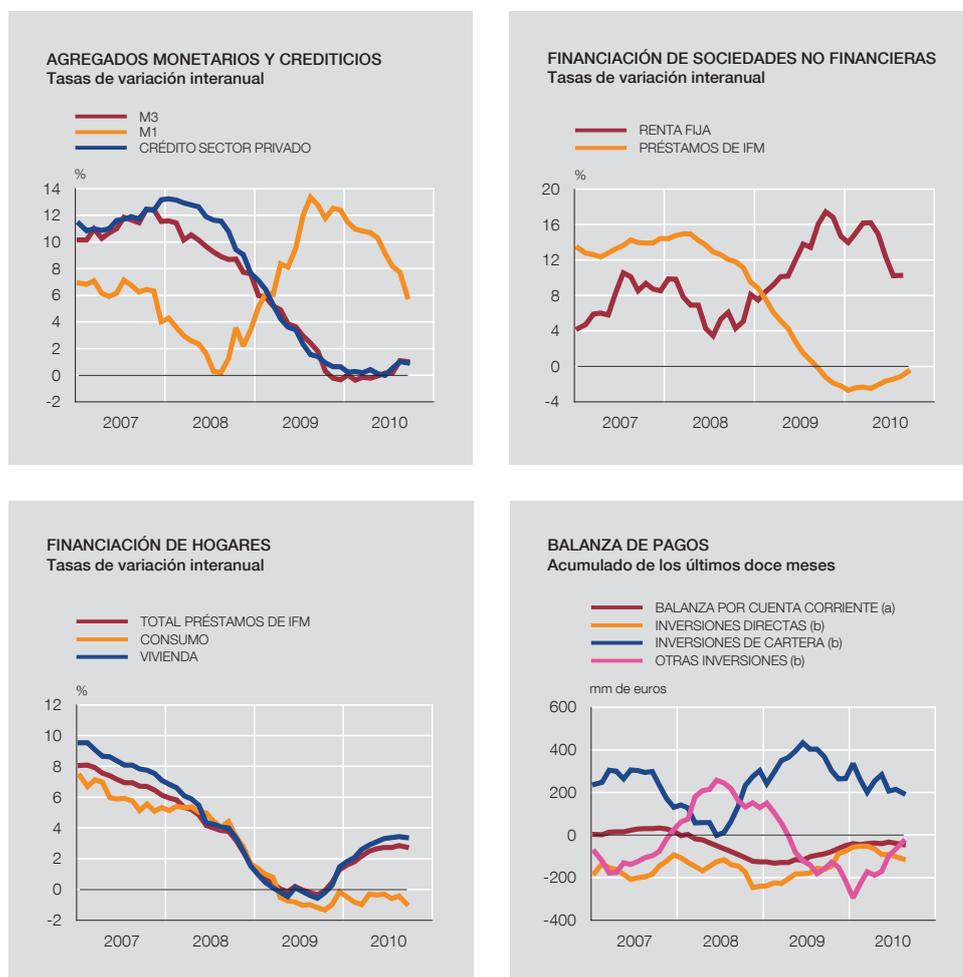
	2010		2011	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (septiembre 2010)	1,4-1,8	1,5-1,7	0,5-2,3	1,2-2,2
Comisión Europea (septiembre 2010)	1,7	1,4		
FMI (octubre 2010)	1,7	1,6	1,5	1,5
OCDE (mayo 2010)	1,2	1,4	1,8	1,0
Consensus Forecast (octubre 2010)	1,6	1,5	1,4	1,6
Eurobarómetro (octubre 2010)	1,6	1,5	1,4	1,4

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

a. Tasas de variación anual.

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS Y BALANZA DE PAGOS

GRÁFICO 11



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.

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2008	2009	2010		2011	
	PDE (b)	PDE (b) (e)	FMI (d)	CE (c)	FMI (d)	
Bélgica	-1,2	-6,0	-4,8	-4,8	-5,0	-5,1
Alemania	0,0	-3,0	-4,0	-4,5	-4,7	-3,7
Grecia	-7,7	-15,4	-9,3	-7,9	-9,9	-7,3
España	-4,1	-11,1	-9,3	-9,3	-8,8	-6,9
Francia	-3,3	-7,5	-7,7	-8,0	-7,4	-6,0
Irlanda	-7,3	-14,2	-32,0	-17,7	-12,1	-11,2
Italia	-2,7	-5,3	-5,0	-5,1	-5,0	-4,3
Luxemburgo	2,9	-0,7	-2,2	-3,8	-3,9	-3,1
Holanda	0,7	-5,4	-5,8	-5,9	-5,1	-5,1
Austria	-0,5	-3,5	-4,5	-4,8	-4,6	-4,1
Portugal	-2,9	-9,3	-7,3	-7,3	-7,9	-5,2
Finlandia	4,2	-2,5	-3,3	-3,4	-2,9	-1,8
Eslovenia	-1,7	-5,8	-5,6	-5,7	-5,2	-4,3
Chipre	0,9	-6,0	-5,9	-6,0	-7,7	-5,6
Malta	-4,5	-3,8	-3,9	-3,8	-3,6	-3,6
Eslovaquia	-2,3	-7,9	-7,8	-8,0	-5,4	-4,7
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta)						
Saldo primario	1,0	-3,4			-2,9	
Saldo total	-2,0	-6,3	-6,6	-6,5	-6,1	-5,1
Deuda pública	69,4	74,2	79,5	84,1	88,5	87,0

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

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

b. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de otoño de 2010.

c. Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2010.

d. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2010.

e. En el caso de Grecia son las previsiones de la primavera de la Comisión Europea, ya que Eurostat ha expresado su reserva sobre el dato del PDE de otoño de 2010.

Por el contrario, en Irlanda se ha producido un deterioro notable de las cuentas públicas debido a la inclusión de las ayudas concedidas a varias entidades financieras, que situarían el déficit en torno al 32% del PIB en 2010. No obstante, según las estimaciones del Gobierno irlandés, si se excluyen estas ayudas, el déficit registrado en 2010 se aproximaría al objetivo del 11,6% del PIB establecido en el programa de estabilidad, dadas las distintas medidas de consolidación que ha adoptado el Gobierno desde diciembre de 2008. Para años venideros, el Gobierno ha reiterado su compromiso de cumplir los objetivos de déficit fijados en el programa de estabilidad y ha anunciado que a primeros de noviembre presentará sus planes presupuestarios para los próximos cuatro años, con medidas de cuantía próxima a los 15 mm de euros para llevar al déficit al 3% del PIB en 2014. En Portugal, los resultados en términos de ejecución presupuestaria apuntaban ciertas dificultades para alcanzar el objetivo del 7,3% en 2010. Por ello, el Gobierno portugués aprobó en Consejo de Ministros el 30 de septiembre un conjunto de medidas de consolidación fiscal adicionales a las contenidas en el plan presentado en mayo, que afectarán al presupuesto de 2011 y contribuirán a reforzar la ejecución presupuestaria en lo que queda de año.

En conjunto, la mejora del escenario macroeconómico y la implementación generalizada de medidas de consolidación han frenado el deterioro que venían registrando las finanzas públicas de la zona del euro, aunque todavía existe mucha incertidumbre en torno al impacto final

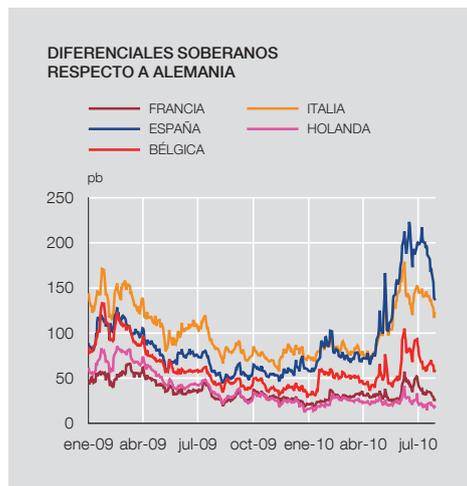
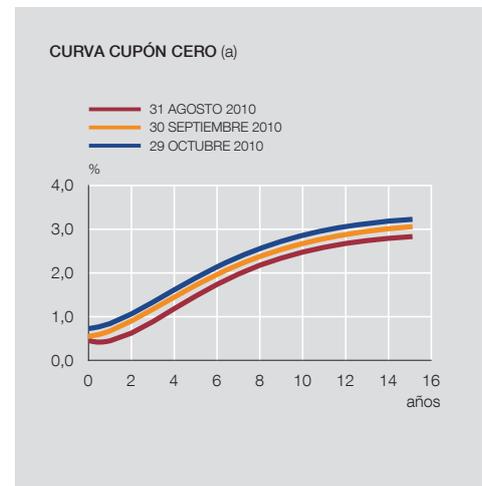
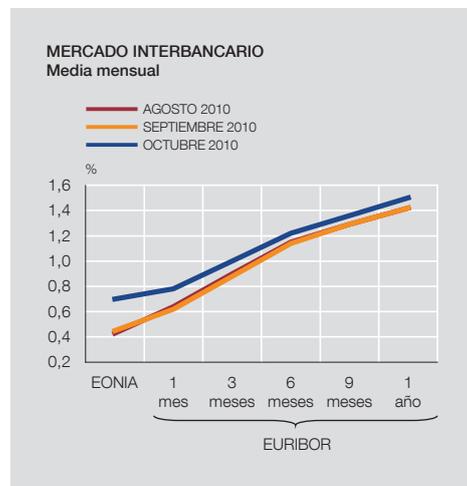
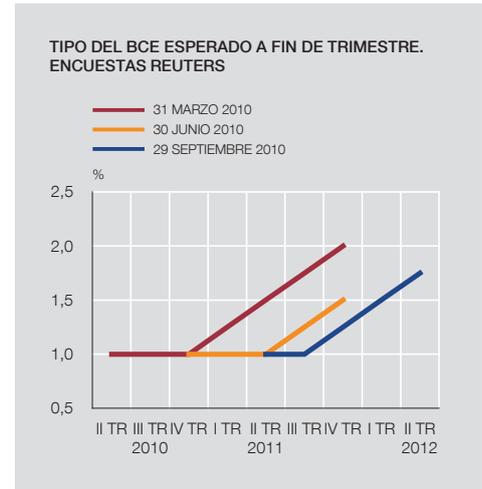
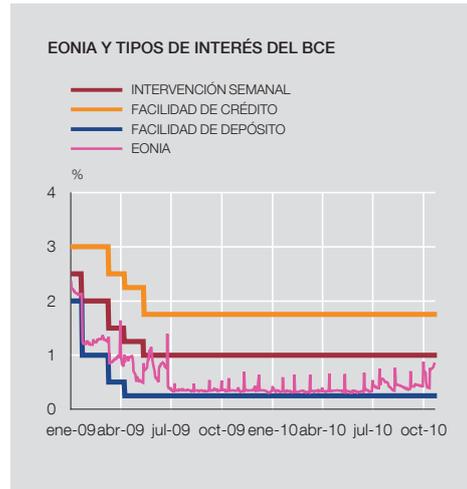
de los planes de ayuda al sector financiero. En este sentido, los presupuestos para el 2011, todavía en fase de elaboración, deberían avanzar en la introducción de medidas de consolidación bien especificadas y creíbles y con mayor énfasis en el recorte del gasto. Asimismo, es prioritaria la reforma de las pensiones, ya en marcha en numerosos países, y de la sanidad, dadas las presiones inminentes derivadas del envejecimiento de la población. A nivel de la UE, es necesario concluir de manera ambiciosa la reforma de los esquemas de supervisión fiscal y macroeconómica que ya se había iniciado en los meses anteriores (véase recuadro 3).

### **3.2 Evolución monetaria y financiera**

Después de una cierta estabilización de los mercados de deuda soberana del área gracias al despliegue de medidas de emergencia por parte de los Gobiernos e instituciones europeas, junto con el FMI, y a la publicación a finales de julio de los resultados de las pruebas de resistencia de los bancos de la UE, las tensiones volvieron a resurgir a finales del verano, aunque, esta vez, de forma más localizada, siendo las deudas irlandesa y portuguesa las más claramente afectadas. Los bonos del resto de países golpeados por la crisis soberana en la primavera de 2010 se mantuvieron relativamente alejados de estas turbulencias, como los de Italia y España, y, en el caso de Grecia, por el estricto cumplimiento de su programa económico. A diferencia de lo acontecido en la crisis de la deuda soberana de mayo, la inestabilidad no tuvo grandes repercusiones sobre el resto de los mercados financieros del área ni sobre el acceso de los bancos a la financiación —salvo en Portugal e Irlanda—, lo que también se tradujo en un menor recurso a la liquidez del Eurosistema. De hecho, las condiciones financieras experimentaron cierta mejoría desde finales de julio, ya que las primas de riesgo de crédito del sector privado tendieron a contraerse, las cotizaciones bursátiles se revalorizaron y el crédito bancario dio muestras de cierta mejoría a pesar de la debilidad de la demanda y el mantenimiento de unas condiciones de concesión de crédito que se mantienen restrictivas.

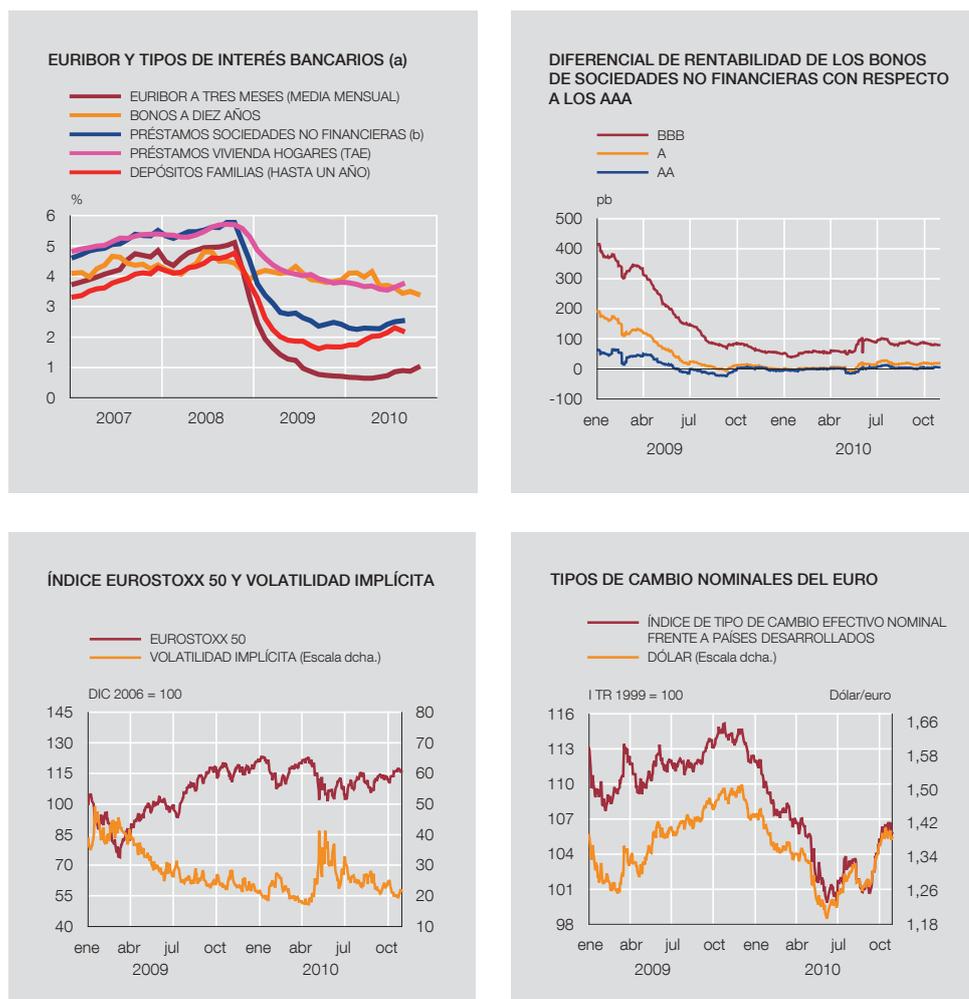
En el actual contexto de frágil recuperación económica, en el que las tensiones inflacionistas permanecieron contenidas y las expectativas de inflación a medio plazo se mantuvieron en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios, el tono de la política monetaria continuó siendo acomodaticio. Así, el Consejo de Gobierno del BCE decidió dejar inalterados los tipos de interés oficiales en niveles históricamente reducidos en sus reuniones de septiembre, octubre y noviembre, en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 1,75% y 0,25%, respectivamente, para las facilidades de crédito y de depósito (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, el BCE mantuvo las medidas no convencionales de apoyo al crédito que venían funcionando hasta el momento. Entre ellas, el BCE prosiguió otorgando liquidez mediante las subastas con adjudicación plena y a tipo fijo. En su reunión de septiembre, anunció que mantendrá esta modalidad de subasta al menos hasta finales de 2010, aunque, en el caso de los préstamos a tres meses, el tipo se ajustará en función del tipo medio de las operaciones principales. Por otra parte, el Programa para el Mercado de Valores (compras esterilizadas de deuda en los mercados secundarios) continuó operativo. Las adquisiciones de valores del BCE, que habían llegado a ser nulas en las semanas centrales de agosto, volvieron a reanudarse con las tensiones renovadas en algunos mercados de deuda pública, aunque por cantidades muy reducidas, que elevan el total de los títulos adquiridos a un valor algo superior a los 63 mm de euros. En las tres semanas inmediatamente anteriores a la fecha de cierre de este artículo, las compras volvieron a ser nulas.

En el último trimestre, también se registraron avances en el diseño y la puesta en marcha de los mecanismos de supervisión y asistencia financiera a nivel europeo planteados con anterioridad. Así, el 22 de septiembre, el Parlamento Europeo aprobó la reforma del marco europeo de supervisión del sistema financiero, que pone particular énfasis en los aspectos macroprudenciales para detectar con antelación posibles prácticas que puedan suponer grandes ries-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



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.

gos para el sector financiero y desembocar en una nueva crisis. El acuerdo prevé la creación a partir de enero de 2011 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y de tres Autoridades Supervisoras Europeas que velarán por el buen funcionamiento de los sectores bancarios, de seguros y pensiones y de valores. Por otra parte, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), que había sido aprobada en mayo por el Consejo ECOFIN, se encuentra operativa desde principios de agosto, cuando los compromisos de garantías aprobados por los Estados miembros representaron más del 90% del importe total. La FEEF, además, ha recibido la calificación máxima AAA por parte de las tres principales agencias (Standard & Pooors, Moody's y Fitch), si bien exigen para ello que se cumplan ciertas condiciones relacionadas con las garantías ofrecidas. En el contexto internacional, el acuerdo de Basilea III sobre nuevos requerimientos de capital a las entidades financieras también supuso un nuevo paso en la reforma del sistema financiero internacional.

Los tipos de interés del mercado interbancario se mantuvieron en general estables entre julio y septiembre (véase gráfico 13). Sin embargo, a partir de octubre, los tipos se elevaron, especialmente en los plazos más cortos, en parte debido a la progresiva normalización del mercado interbancario y a la retirada gradual de exceso de liquidez con el vencimiento de los préstamos a más largo plazo del Eurosistema. Así, a fecha de cierre de este Boletín, el EONIA se

situó en el 0,7%, y los EURIBOR a tres meses y a un año en el 1,1% y el 1,5%, respectivamente. Como se explica en mayor detalle en el recuadro 2, los mercados de deuda pública volvieron a experimentar tensiones a finales del verano, en particular, en Irlanda y Portugal, donde los bonos soberanos elevaron su diferencial de rentabilidad frente al Bund alemán a diez años hasta sobrepasar los 460 pb y 410 pb a finales de septiembre, respectivamente (véase gráfico 12). Las medidas anunciadas por los Gobiernos de ambos países corrigieron solo parcialmente y de manera transitoria este deterioro. En Grecia, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo permaneció en cotas muy elevadas —llegando a superar los 900 pb frente a la alemana—, si bien, desde finales de septiembre, experimentó una reducción sustancial gracias a la valoración positiva que el FMI realizó sobre la marcha de las medidas de consolidación presupuestaria y de las reformas estructurales. En Italia y España, en contraposición, el diferencial soberano frente a Alemania se mantuvo relativamente estable desde julio. Finalmente, el tipo de la deuda en Estados Unidos se contrajo en mayor medida que el tipo equivalente en Alemania desde julio —en unos 30 pb, frente a los 10 pb de Alemania—, lo que derivó en una reducción del diferencial positivo entre ambos.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo no experimentaron cambios significativos desde julio. En relación con el crédito, el coste de los préstamos bancarios concedidos al sector privado aumentó en los meses de julio y agosto, especialmente los otorgados a hogares para otros fines distintos de compra de vivienda o consumo. Además, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y sociedades no se relajaron en el tercer trimestre, ni las entidades esperan hacerlo en lo que resta del año, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Por su parte, la demanda de préstamos solo experimentó una ligera mejora, aunque mantiene una gran debilidad. En este contexto, los préstamos bancarios a las sociedades no financieras registraron en el tercer trimestre tasas interanuales negativas aunque el ritmo de contracción es inferior al de la primera mitad del año, en torno al 1% en septiembre. Los préstamos a hogares, por su parte, continuaron con la suave mejoría, con un crecimiento interanual cercano al 3% en septiembre, gracias a los incrementos de los fondos concedidos para la compra de vivienda y a otros fines, mientras que los destinados a consumo prosiguieron contrayéndose.

Los mercados bursátiles experimentaron una mejoría desde julio, particularmente tras la publicación de las pruebas de resistencia de los bancos y el relajamiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana. Aunque los índices de bolsa registraron caídas puntuales en agosto, el índice EUROSTOXX 50 acumula una ganancia desde finales de julio de alrededor del 3,8%. El tipo de cambio del euro, por su parte, tras depreciarse a lo largo de agosto, registró una progresiva apreciación a partir de septiembre, a medida que la confianza en los mercados financieros se recuperaba y la Reserva Federal daba muestras de un posible relajamiento adicional de su política monetaria (véase gráfico 13). De esta forma, la divisa común acumula desde julio una revalorización del 2,6% en términos efectivos nominales y del 6,4% frente al dólar. Por último, el agregado monetario M3, que hasta julio había continuado mostrando atonía, repuntó en el tercer trimestre de manera notable, alcanzando, no obstante, tasas de crecimiento moderadas del 1% interanual en septiembre.

## 4 La economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el segundo trimestre de 2010 prosiguió la lenta recuperación de la actividad económica, al registrar el PIB real un aumento intertrimestral del 0,2% (frente al 0,1% de los tres primeros meses del año). La demanda nacional se incrementó un 0,7%, apoyada en el dinamismo del consumo privado y de la inversión en bienes de equipo, y eso se tradujo, en parte, en un mayor empuje de las importaciones, que determinó una contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento. En términos interanuales, el producto moderó apreciablemente su ritmo de contracción, presentando un descenso del 0,1%, frente al -1,3% del primer trimestre. Este menor retroceso interanual de la actividad se trasladó a la evolución del empleo, con lo que la productividad siguió mostrando un elevado ritmo de crecimiento.

De acuerdo con la información disponible, el proceso de recuperación de la actividad se detuvo en el tercer trimestre al estimarse una variación intertrimestral nula del PIB, en un entorno caracterizado por factores de signo opuesto: de un lado, la progresiva recuperación de la economía mundial impulsó la actividad, mientras que, de otro, la reversión de algunos de los efectos en los que se apoyó transitoriamente el crecimiento de la demanda durante la primera mitad del año (ligados a la subida de tipos del IVA y a los incentivos para la adquisición de vehículos) y la entrada en vigor de las medidas de consolidación fiscal afectaron negativamente al gasto. Así, al contrario de lo sucedido en el segundo trimestre, la demanda nacional habría disminuido, con un retroceso intertrimestral del 1,5%, mientras que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento habría sido similar y de signo contrario (véase gráfico 14). En términos interanuales, se estima que el PIB pasó a crecer un 0,2% en el tercer trimestre, tres décimas más que el trimestre anterior, tras siete trimestres consecutivos de bajadas.

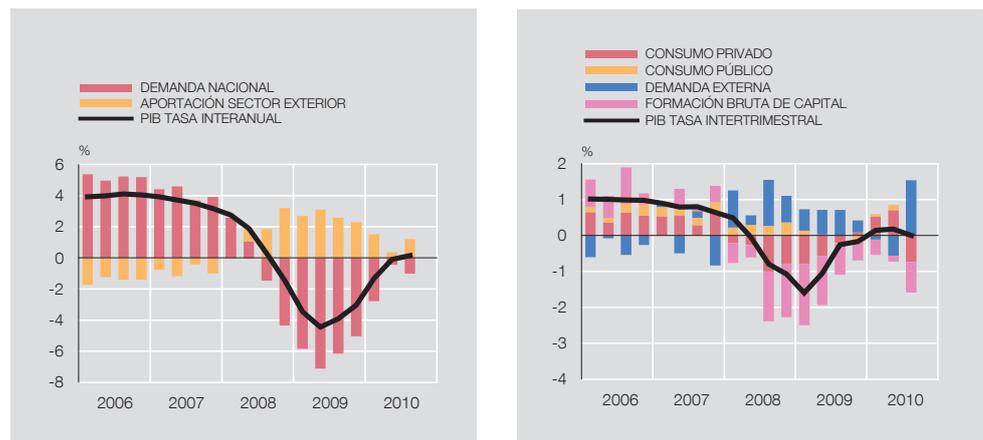
Por el lado de la oferta, los indicadores más recientes también apuntan al estancamiento de la actividad en el tercer trimestre, con un retroceso intertrimestral del empleo ligeramente mayor que en el segundo trimestre. En términos interanuales, el descenso del empleo se moderó más que el PIB, hasta una tasa del -1,7%, lo que se reflejó en una desaceleración de la productividad aparente del trabajo, que se situó en un nivel algo inferior al 2%. Por su parte, la remuneración por asalariado volvió a ralentizarse, debido, sobre todo, al efecto del recorte en los salarios públicos, lo que, dada la evolución de la productividad, permitió que los costes laborales unitarios siguieran reduciéndose. Finalmente, la tasa de variación interanual del IPC repuntó en el tercer trimestre, hasta el 2,1% en septiembre, como consecuencia principalmente del aumento en julio de los tipos del IVA, aunque el grado de traslación estimado de ese impuesto sobre los precios no superó el 50%.

### 4.1 Demanda

En el tercer trimestre de 2010, el consumo privado experimentó un retroceso intertrimestral bastante intenso, después de tres trimestres de crecimientos positivos, con una moderación de 1 pp en su ritmo de crecimiento interanual (véase gráfico 15). Como se comentó anteriormente, esta evolución del consumo habría que ponerla en relación con el dinamismo observado en la primera mitad del año, de modo que, si se considerara conjuntamente el período transcurrido de 2010, el consumo de las familias mostraría un aumento gradual desde finales del pasado ejercicio. Las adquisiciones de automóviles y del resto de bienes duraderos, que representan la categoría más afectada por la finalización de las ayudas a la compra de vehículos y por el posible adelanto de gasto ante la subida del IVA, presentaron tasas interanuales negativas en el tercer trimestre, con caídas en torno al 25% en el caso de los automóviles. También las ventas al por menor y las de grandes empresas que proporciona la Agencia Tri-

**PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA. APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB (a)**

GRÁFICO 14

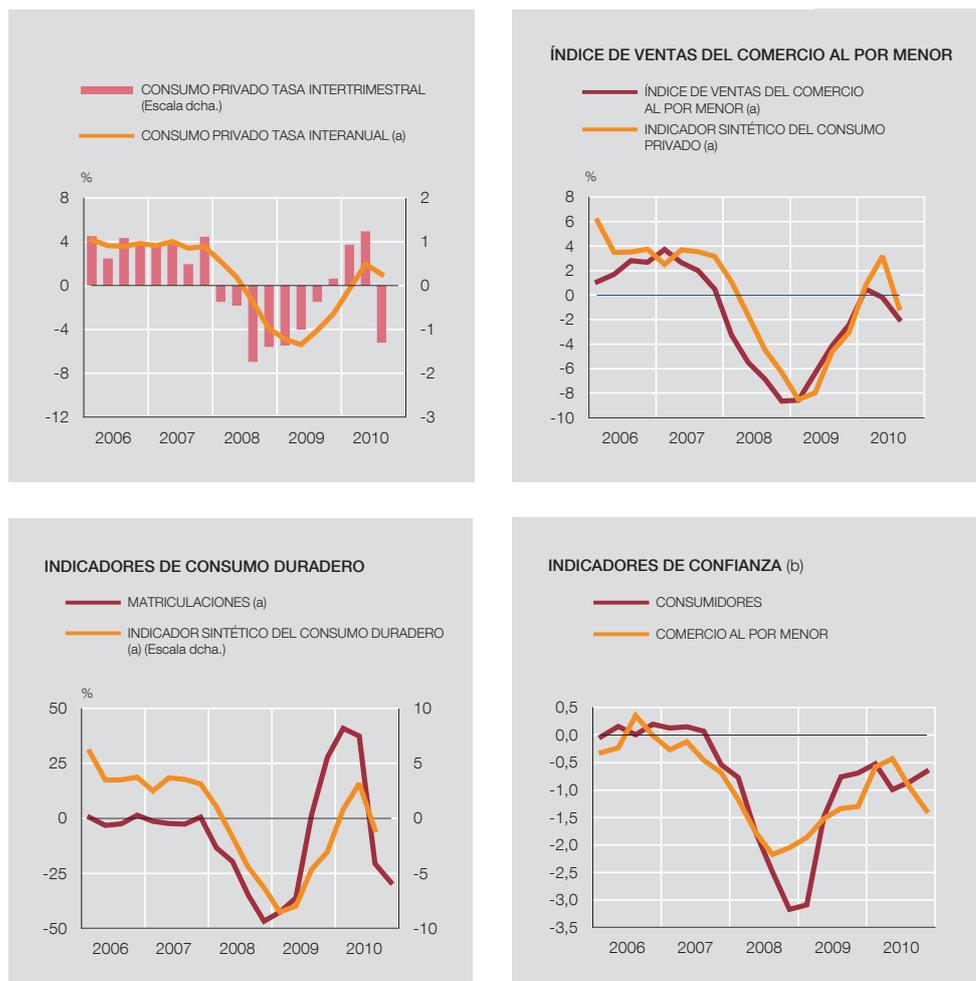


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

**CONSUMO PRIVADO**

GRÁFICO 15



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

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

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

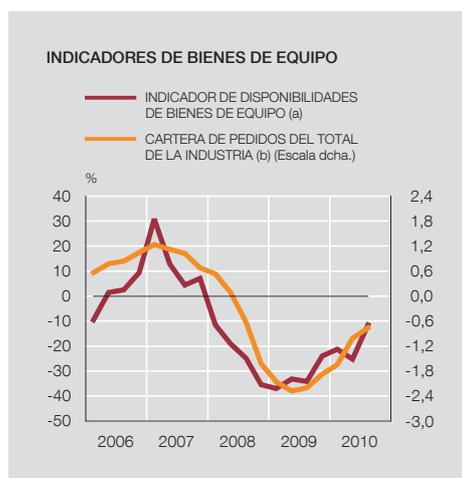
butaria mostraron descensos interanuales significativos. En línea con estos indicadores, la confianza del comercio minorista retrocedió en media del trimestre, mientras que la confianza de los consumidores, que no debería verse afectada por estos cambios transitorios en el patrón del gasto, mejoró ligeramente.

De acuerdo con la información disponible de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la renta disponible en términos nominales de las familias mostró una contracción del 0,4% en el período de cuatro trimestres que acaba en el segundo de 2010, como resultado de una caída de las rentas del trabajo y de la menor aportación que representaron las prestaciones de las AAPP netas de impuestos. El descenso de la renta disponible y el dinamismo del consumo en el segundo trimestre condujeron a una disminución de la tasa de ahorro hasta el 16,2%, 1,5 pp inferior a la del trimestre precedente. Más allá de los desplazamientos de las decisiones de consumo que han podido tener lugar entre la primera mitad del año y el tercer trimestre, se estima que, en el futuro más inmediato, continuará la suave recuperación del gasto de las familias, apoyada en el margen que proporciona la todavía elevada tasa de ahorro, pero afectada aún por la evolución incierta del mercado laboral y de las rentas, la tendencia descendente del precio de la vivienda, el mantenimiento de unas condiciones relativamente restrictivas en la concesión de créditos y los efectos negativos sobre la renta disponible derivados de la mayor restricción presupuestaria.

Por su parte, se estima que el consumo final de las AAPP habría mantenido en el tercer trimestre del año un incremento interanual relativamente reducido y similar al observado en el trimestre pasado, a lo que habría contribuido la evolución tanto de las compras netas como de los gastos de personal, de acuerdo con la información procedente de la ejecución presupuestaria.

De acuerdo con los indicadores disponibles, la inversión en bienes de equipo disminuyó en el tercer trimestre de 2010 en términos de su tasa intertrimestral, tras cuatro trimestres presentando ritmos de avance positivos. En términos interanuales, el crecimiento siguió siendo positivo, aunque inferior al del trimestre anterior (véase gráfico 16). Entre la información coyuntural existente, las matriculaciones de vehículos de carga —que también se habían visto impulsadas por los incentivos públicos a la compra de vehículos— mostraron una fuerte contracción en el tercer trimestre. Asimismo, tanto las ventas de bienes de equipo de las grandes empresas como la producción industrial de estos bienes intensificaron su ritmo de caída interanual en el tercer trimestre del año. Solo las importaciones de bienes de capital mantuvieron un cierto dinamismo en los meses de verano. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los empresarios de las ramas productoras de bienes de equipo aumentó en el tercer trimestre del año, aunque las expectativas de producción se redujeron. La utilización de la capacidad productiva siguió elevándose, pero continúa estando lejos de su media histórica, lo que sugiere que existe margen para hacer frente a procesos de expansión de la actividad sin necesidad de acudir inmediatamente a la ampliación del capital instalado.

El mantenimiento de la incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación, junto con la prolongación de un entorno restrictivo de acceso al crédito bancario, podría estar entorpeciendo la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras. De hecho, según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, las sociedades no financieras mostraron hasta el segundo trimestre (con datos acumulados de cuatro trimestres) una reducción de la inversión y un aumento del ahorro, lo que les permitió recortar su necesidad de financiación. Por tanto, las empresas parecen estar recomponiendo su situación patrimonial, disminuyendo su endeudamiento y tratando de mejorar sus perspectivas de rentabilidad.



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, cuya tasa se calcula sobre la serie original.
- b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

También se estima que la inversión en construcciones se contrajo en el tercer trimestre de 2010, prolongándose así el proceso de ajuste que se viene observando desde comienzos de 2008. Los indicadores del conjunto del sector relativos a los consumos intermedios (como el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción) mostraron una acentuación de las tendencias contractivas interanuales, al tiempo que los relativos al empleo (como los afiliados) presentaron caídas interanuales ligeramente más moderadas que las del trimestre anterior. Adicionalmente, los indicadores de opiniones de los empresarios del sector de la construcción reflejaron un empeoramiento durante los meses de verano en la percepción de estos agentes sobre la evolución y perspectivas del sector.

Respecto a los distintos tipos de obra, la inversión en edificación residencial habría continuado disminuyendo, si bien el descenso en el flujo de viviendas terminadas va acercando esta magnitud al de las iniciaciones, lo que señala que en los próximos trimestres las caídas de la inversión en vivienda irán haciéndose cada vez menos pronunciadas. Por el lado de la demanda de activos residenciales, durante los últimos meses se ha apreciado una notable recuperación en las cifras de compraventas, que podría estar relacionada con la mejora de los indicadores de accesibilidad, así como con el impulso transitorio derivado de algunos factores



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.

relacionados con la fiscalidad, como la subida en julio del IVA y del impuesto de transmisiones patrimoniales en algunas Comunidades Autónomas, y la eliminación parcial de las deducciones fiscales por adquisición de vivienda en enero del año que viene. Por su parte, los visados de edificación no residencial mostraron en el tercer trimestre una significativa moderación en su ritmo de contracción. Finalmente, se prevé una evolución desfavorable de la inversión en obra pública como consecuencia de los compromisos de consolidación presupuestaria que van a afectar tanto a la Administración Central como a las Administraciones Territoriales.

Por lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la última información disponible apunta a que en el tercer trimestre de 2010 la aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB aumentó sensiblemente, hasta situarse en torno a 1,5 pp, frente a los -0,6 pp registrados el trimestre anterior, como resultado del repunte de las exportaciones y del descenso de las importaciones (véase gráfico 17). La moderación de las compras exteriores, tras los aumentos observados en los trimestres anteriores, está en consonancia con la pérdida de vigor de la demanda nacional antes descrita. En cambio, las exportaciones

conservaron una notable fortaleza en este trimestre, en un contexto internacional caracterizado por el avance sostenido de las economías emergentes y la consolidación de la recuperación en el área del euro. En la media del trimestre, los indicadores de competitividad-precio frente a los países desarrollados mejoraron, aunque en el mes de septiembre y los primeros días de octubre el euro ha venido describiendo una senda de apreciación frente a las principales divisas.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 13,5% en el promedio de julio y agosto, en tasa interanual, ligeramente por debajo del avance del 14,9% del segundo trimestre. Los productos que más contribuyeron al dinamismo de las exportaciones en el tercer trimestre fueron los bienes intermedios y el equipo. Las exportaciones de bienes de consumo duradero disminuyeron un 5,3% interanual en la media de julio y agosto, frente a las tasas positivas observadas en la primera mitad del año, lo que en parte es debido a la finalización de los planes de ayudas directas a la compra de vehículos que se implementaron en algunos de los principales países europeos. Las exportaciones destinadas fuera de la zona del euro se mostraron algo más dinámicas, en especial las dirigidas a China y otras economías emergentes.

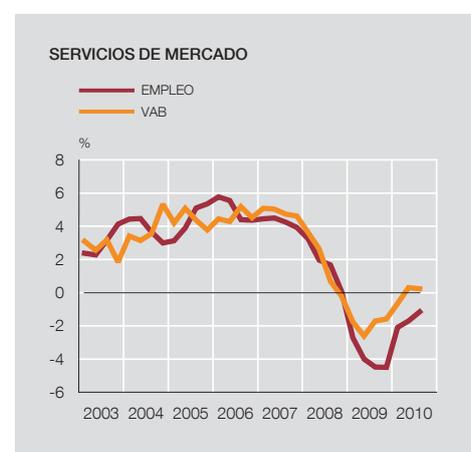
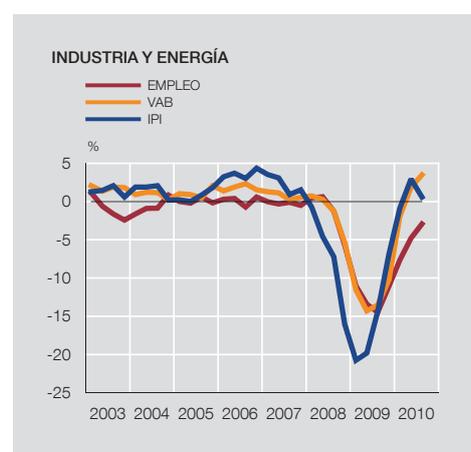
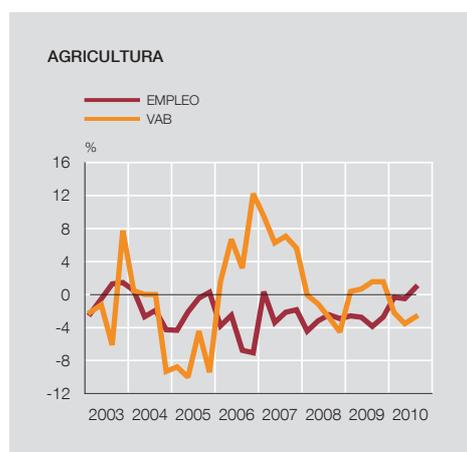
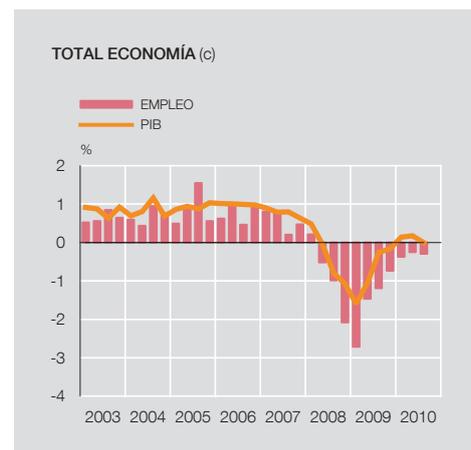
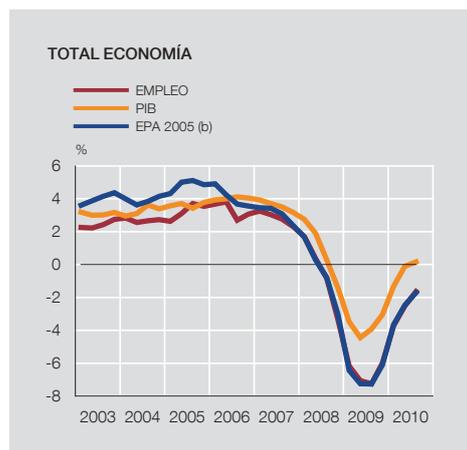
En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información de los meses de verano apunta a una evolución favorable de esta rúbrica en el tercer trimestre, tras el tono ligeramente negativo del segundo —influido por la crisis de las cenizas volcánicas—. En particular, en el tercer trimestre, las pernoctaciones hoteleras efectuadas por viajeros extranjeros aumentaron un 13,6% interanual (4,3% en el segundo trimestre), al tiempo que las entradas de turistas extranjeros se incrementaron un 4,2%, en contraste con el descenso del 3,1% del segundo trimestre, destacando la recuperación hasta tasas ligeramente positivas que experimentaron nuestros principales mercados emisores (Reino Unido y Alemania). Asimismo, el gasto nominal de los visitantes extranjeros, de acuerdo con EGATUR, alcanzó un crecimiento interanual del 4,3% en el tercer trimestre, frente a la caída del 1,2% del trimestre previo.

En la vertiente importadora, la información de julio y agosto sugiere que las compras reales de bienes al exterior se frenaron en el tercer trimestre de 2010. De acuerdo con Aduanas, las importaciones reales de bienes crecieron un 8,7% en el promedio de julio y agosto, por debajo del 16,6% del segundo trimestre. Por grupos de productos, en este período destacó el vigor de las importaciones de bienes intermedios y de equipo, como ocurría en el caso de las exportaciones. Las compras de bienes de consumo duradero, tras aumentar un 37% interanual en el segundo trimestre, descendieron un 15% en la media de julio y agosto, señal de la fuerte caída en la demanda de estos bienes por parte de los hogares. Por último, las importaciones reales de servicios apuntan a una ralentización en el tercer trimestre de 2010, como consecuencia de los menores pagos por turismo y del debilitamiento de las compras de servicios no turísticos.

#### **4.2 Producción y empleo**

Durante el tercer trimestre del año, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado se contrajo ligeramente en términos intertrimestrales, debido al descenso de la actividad de construcción y a la ralentización estimada en los servicios de mercado, mientras que la rama de industria y energía podría haber experimentado un dinamismo similar al del segundo trimestre (véase gráfico 18).

Por lo que respecta a la industria, el índice de producción industrial (IPI) prolongó durante los meses de julio y agosto la senda de lenta recuperación iniciada en el segundo trimestre. Los indicadores de empleo mostraron una caída similar a la del segundo trimestre en términos



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. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.
- c. Tasas intertrimestrales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

intertrimestrales, mientras que los indicadores de opinión del sector mejoraron muy ligeramente en la media del tercer trimestre en el caso de la encuesta de la Comisión Europea, pero retrocedieron, especialmente en septiembre, en el de los PMI. En la construcción se estima que el valor añadido se contrajo con más intensidad en el tercer trimestre, como consecuencia de la debilidad de la inversión residencial y del impacto de los planes de austeridad presupuestaria sobre las infraestructuras. Finalmente, los servicios de mercado apenas habrían aumentado su valor añadido en el tercer trimestre en términos intertrimestrales, lo que se debe, en parte, al menor dinamismo de las actividades de comercio, que pesan sustancialmente en esta rama y que se vieron negativamente afectadas por la atonía del consumo privado antes comentada. Entre los indicadores disponibles para este sector, las cifras de afiliados medios del sector mostraron una pérdida de dinamismo en términos intertrimestrales. Por su parte, tanto el índice de actividad del sector de servicios como las ventas de servicios de las grandes empresas presentaron una evolución interanual más desfavorable que en el segundo trimestre. Por otro lado, los indicadores de opinión para el conjunto del trimestre pusieron de manifiesto la debilidad del sector: el PMI de servicios volvió a situarse por debajo del nivel 50 de referencia, tras el repunte registrado el trimestre previo, mientras que la encuesta de opinión de la Comisión Europea continuó mostrando un deterioro de la confianza en la media del tercer trimestre.

En el mercado de trabajo, los distintos indicadores coyunturales disponibles apuntan a una moderación en el ritmo interanual de caída del empleo en el tercer trimestre del año. Así, el número medio de afiliados a la Seguridad Social se redujo un 1,6% en tasa interanual, lo que representa una ralentización de 0,3 pp con respecto al descenso observado un trimestre antes. No obstante, en términos intertrimestrales, la disminución del número de afiliados se intensificó, hasta el 0,4%. Por su parte, la contratación registrada en el INEM se moderó en términos interanuales en el tercer trimestre (2,6%, frente al 4,2% del período anterior), siendo esta desaceleración similar entre contratos indefinidos y temporales.

Por su parte, la EPA del tercer trimestre muestra una caída interanual del empleo del 1,7%, inferior en 0,8 pp a la del trimestre anterior. El menor descenso interanual del empleo afectó a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a la agricultura, donde la tasa interanual incluso pasó a ser positiva. La ralentización en el ritmo de caída del empleo afectó exclusivamente al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 1,2%, frente al 2,4% del trimestre pasado, mientras que los no asalariados aceleraron su descenso, que pasó a ser del 4%, frente al 3% precedente. Por su nacionalidad, la intensidad de destrucción de puestos de trabajo se ralentizó en mayor medida entre los trabajadores extranjeros, con una caída del empleo del 2,1%, si bien este descenso continúa siendo mayor que los observados entre los trabajadores españoles (-1,7%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales volvieron a moderar su ritmo de caída interanual (-2,4%), aunque mantienen un ajuste superior al observado entre el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 0,8%. Como resultado, la ratio de temporalidad se incrementó ligeramente hasta el 25,6%, 7 décimas superior a la observada el trimestre anterior, pero aún ligeramente inferior a la existente un año antes (25,9%). Por último, la contratación a tiempo parcial continuó la senda de crecimiento iniciada a principios de año, con un aumento del 2,4%, mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 2,3%. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 12,8%, frente al 12,3% de un año antes.

La población activa aceleró su ritmo de avance, con un crecimiento interanual del 0,6%, en un entorno de estabilidad de la población mayor de 16 años (0,1%) y de repunte de la tasa de actividad, que se situó en el 60,1%, frente al 59,8% observado en el mismo trimestre del año anterior. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina aumentó li-

geramente en el segundo trimestre, mientras que el colectivo masculino mantuvo la senda descendente, aunque a un menor ritmo (del -0,9% del segundo trimestre al -0,4% del tercero). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera crecieron un 0,4%, a pesar de la continuación del proceso de reducción de la población extranjera, un -0,4% en términos interanuales. En consecuencia, la tasa de actividad de este colectivo aumentó hasta el 77,2%. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron en 0,6%, y su tasa de actividad se mantuvo en el 57,7%.

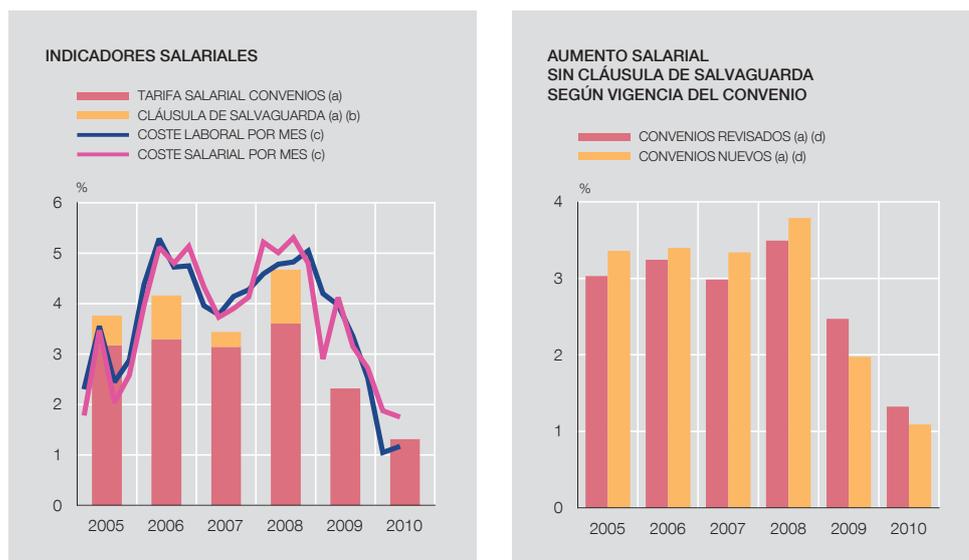
Finalmente, el desempleo disminuyó en torno a 70.000 personas respecto al segundo trimestre, de forma que el número de parados se situó en los 4,57 millones. En términos interanuales, el avance del paro se moderó hasta una tasa de variación interanual del 11%, por debajo del 12,3% del trimestre precedente. Por su parte, la tasa de paro se redujo en 3 décimas en el trimestre, hasta alcanzar el 19,8% de la población activa. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentización en el aumento del número de parados en el tercer trimestre de 2010, con un incremento interanual del 9,3%, tras el 12,6% del segundo trimestre.

### 4.3 Costes y precios

La evolución de la negociación colectiva en los meses más recientes ha confirmado la trayectoria de un mayor grado de moderación salarial observada desde el comienzo del año. Estos desarrollos se han visto favorecidos por la escasa inflación de 2009 (0,8% en diciembre), que desactivó el efecto de las cláusulas de salvaguarda, y por el acuerdo plurianual firmado por los agentes sociales el pasado febrero. Sin embargo, hasta el momento, no se aprecia un efecto moderador adicional del recorte de las remuneraciones de los asalariados públicos sobre los crecimientos salariales en el sector privado. Los acuerdos firmados hasta el tercer trimestre del año son aún relativamente escasos, pues afectan a 5,1 millones de trabajadores (cifra inferior en un tercio a la registrada en el mismo período de 2009). Casi todos estos acuerdos son convenios revisados de ejercicios anteriores, que incorporan un incremento salarial del 1,3% para 2010, más de 1 pp por debajo de lo pactado el año anterior (véase gráfico 19), mientras que los convenios de nueva firma contienen, por término medio, aumentos salariales algo más bajos, en línea con el límite superior del 1% establecido en el acuerdo salarial firmado en febrero para el período 2010-2012. En el tramo final del año, los incrementos salariales recogidos en los convenios podrían contenerse algo más, tras la aprobación de la Ley 35/2010, de 17 de septiembre de 2010, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, que incluye la posibilidad de que las empresas en situación económica vulnerable recurran a las cláusulas de inaplicación salarial (cláusulas de descuelgue). En resumen, de cara al tercer trimestre cabe esperar un descenso adicional del ritmo de aumento de la remuneración por asalariado, tanto en la economía de mercado como en la de no mercado. Pese a la moderación de las tasas de avance de la productividad, esta trayectoria de los salarios permitiría que los costes laborales unitarios en la economía de mercado siguieran corrigiéndose (véase gráfico 20).

En el tercer trimestre del año, se estima que el deflactor de la demanda final se habría acelerado modestamente, puesto que tanto la tasa de variación del componente interior de la inflación (medida por el deflactor del PIB) como la del deflactor de las importaciones habrían experimentado un ligero incremento en relación con el trimestre anterior. El repunte en los precios de importación estaría motivado, fundamentalmente, por el encarecimiento de las materias primas. Por componentes de la demanda final, el deflactor del conjunto de la formación bruta de capital fijo habría mantenido su ritmo de avance, a diferencia de lo ocurrido con los deflatores del consumo privado y de las exportaciones, que habrían repuntado durante el tercer trimestre.

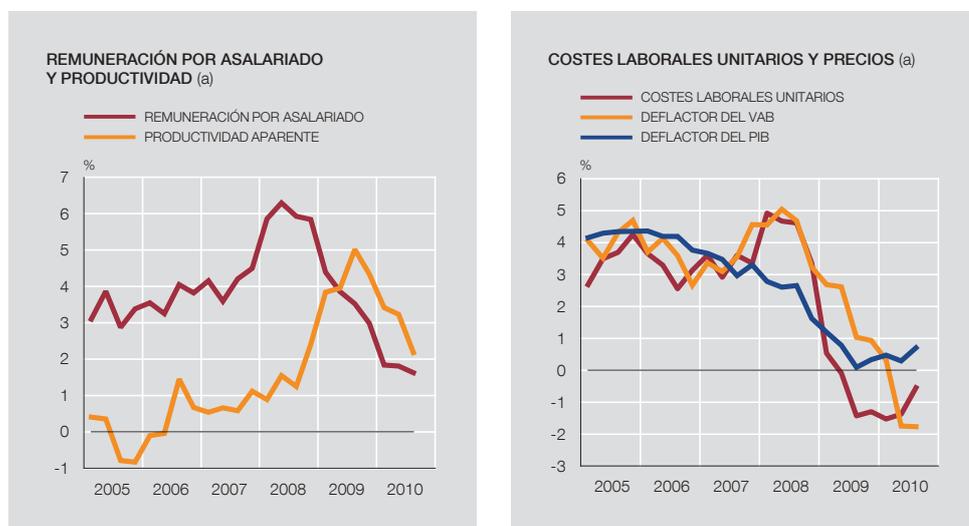
En efecto, los principales indicadores de precios de consumo se aceleraron en el tercer trimestre, debido, en buena parte, al aumento de los tipos del IVA en el mes de julio, tal como



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

- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta septiembre 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.

PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

se explica con detalle en el recuadro 4. En el conjunto del trimestre, el IPC registró un crecimiento del 2%, frente al 1,6% alcanzado en el período de abril-junio (véase gráfico 21). Por componentes, el repunte del índice general fue generalizado, con la salvedad de la energía. En concreto, en estos tres meses, se encarecieron de forma significativa los precios de los alimentos no elaborados, que abandonaron las tasas negativas de trimestres anteriores. Además, los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron hasta el 0,1%, desde el -1,1% del trimestre previo, lo que, en parte, estuvo ligado al incremento en los precios de los auto-

El pasado 1 de julio entró en vigor el incremento de los tipos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) aprobado en los Presupuestos Generales del Estado para 2010. En concreto, el tipo general aumentó 2 pp, hasta el 18%, y el reducido, 1 pp, hasta el 8%, mientras que el superreducido se mantuvo en el 4%. Este recuadro presenta una estimación de los efectos de este aumento de la imposición indirecta sobre los precios de consumo, utilizando un enfoque parcial, basado en el análisis de la evolución de los precios durante los tres meses que han transcurrido desde la fecha de entrada en vigor de esa medida. Obviamente, cualquier aumento de la imposición indirecta afecta de diversas formas a las decisiones de los distintos agentes privados —tanto hogares como empresas— y públicos, lo que podría, a su vez, generar efectos de segunda vuelta sobre los precios que aquí no se han considerado.

Desde un punto de vista teórico, la determinación del grado de traslación de las variaciones de la imposición indirecta sobre los precios de consumo depende de numerosos factores, que inciden de manera diferente en los distintos mercados de productos. Esos factores incluyen el grado de competencia, la elasticidad de la demanda de los consumidores, la estructura de costes de las empresas y el papel de las expectativas en los procesos de formación de precios. La dificultad de esta cuantificación afecta también al período temporal en que la traslación tiene lugar, dado que las empresas pueden decidir modificar sus precios con anterioridad a la entrada en vigor del aumento impositivo, concentrarlos en ese momento o diferirlos en el tiempo. En la práctica, la medición del impacto de las variaciones en la imposición indirecta y de su distribución en el tiempo se ve entorpecida por la dificultad de separar, dado un cambio en el IPC observado, la parte que refleja genuinamente una traslación impositiva de la que es atribuible a variaciones estacionales *normales* o a cambios en los determinantes próximos de los precios de consumo (por ejemplo, los precios industriales o el precio del petróleo).

En todo caso, la hipótesis de traslación completa del cambio impositivo permite obtener una cota superior para ese impacto de la subida

de impuestos en los precios. De acuerdo con el índice de precios de consumo armonizado a impuestos constantes (IPCA-IC) que publica el INE, el efecto máximo de la variación impositiva ascendería a 1,1 pp.

Para estimar el impacto del IVA se han utilizado tres enfoques diferentes. Cada uno de ellos presenta distintas ventajas e inconvenientes, lo que aconseja considerar, como estimación del impacto, el rango de resultados obtenidos. Asimismo, se debe tener en cuenta que es probable que la traslación todavía sea incompleta, por lo que las estimaciones presentadas deben considerarse con las debidas cautelas. Los dos primeros métodos considerados son de naturaleza incondicional, es decir, emplean exclusivamente información sobre precios de consumo, mientras que el tercero tiene un carácter condicional, al utilizar modelos cuantitativos que permiten depurar el efecto de los cambios en los determinantes próximos de los precios de consumo.

Con mayor detalle, el primer método se basa en el siguiente procedimiento: se ha desglosado la variación observada en los precios de consumo de julio, agosto y septiembre de 2010 para cada una de las 126 subclases del IPC (por ejemplo, pescado fresco) en un componente estacional normal (que se corresponde con las tasas intermensuales observadas en los mismos meses de 2009<sup>1</sup>) y en un término residual, que se asocia al aumento del IVA. Adicionalmente, se ha depurado este término residual para evitar que la estimación para alguna subclase concreta diera lugar a un grado de traslación del incremento del IVA inferior a cero o superior a la unidad. Los resultados se han agregado posteriormente de acuerdo con las ponderaciones de cada una de las subclases en el IPC. El segundo método

1. Alternativamente, se han realizado estimaciones definiendo el componente estacional normal como el promedio de las tasas intermensuales de esos mismos meses en el período 2005-2009. En este recuadro se presenta solo la estimación obtenida utilizando como referencia los crecimientos del año 2009, por tratarse de un año de características cíclicas más similares a las de 2010.

### EFECTOS ESTIMADOS DE LA SUBIDA DEL IVA SOBRE EL IPC

	IMPACTO ESTIMADO (pp)			TEÓRICO BAJO TRASLACIÓN COMPLETA	GRADO DE TRASLACIÓN (%)		
	Método 1 (a)	Método 2 (b)	Método 3 (c)		Método 1 (a)	Método 2 (b)	Método 3 (c)
Índice general	0,57	0,41	0,44	1,10	52,0	37,1	39,6
Alimentos no elaborados	0,25	0,07	0,00	0,49	51,6	14,9	0,0
Alimentos elaborados	0,30	0,10	0,00	0,77	38,5	12,4	0,0
B. industriales no enegéticos	0,77	0,76	0,61	1,37	56,5	55,8	44,7
Energía	0,83	0,83	0,83	1,72	48,1	48,1	48,1
Servicios	0,51	0,21	0,44	0,97	53,0	22,0	45,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Estimación incondicional.
- b. Estimación a partir de modelos univariantes desagregados.
- c. Estimación condicionada a partir de los modelos de predicción de los grupos principales.

utiliza para cada una de las subclases del IPC un modelo univariante con análisis de intervención<sup>2</sup>, para tratar de identificar variaciones extraordinarias en estos meses que podrían deberse a la subida del IVA, aplicándose los mismos procedimientos de depuración y agregación que en el caso anterior. El tercer procedimiento es una estimación condicional que permite depurar la parte del cambio del IPC observado que refleja una variación en sus determinantes próximos (por ejemplo, los precios industriales), para lo que se han empleado los modelos econométricos de los cinco componentes principales del IPC que se consideran habitualmente.

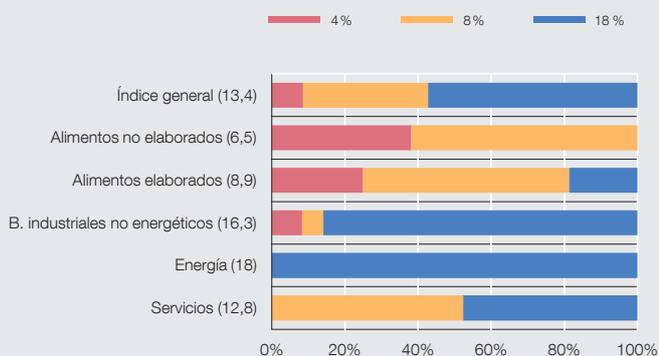
En el cuadro adjunto se presentan las estimaciones para el conjunto del período de julio-septiembre<sup>3</sup>. El examen conjunto de estos proce-

dimientos indicaría que el aumento del IVA puede explicar entre 4 y 6 décimas de la variación del IPC en julio, agosto y septiembre, habiéndose producido el grueso del impacto en julio. Los mayores efectos se registran en los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios, siendo muy limitado el impacto sobre los precios de los alimentos, lo que refleja, en cierta medida, el hecho de que parte de ellos están sometidos al tipo del IVA superreducido, que no se ha modificado, y casi todo el resto al tipo reducido, que solo ha aumentado 1 pp (véase gráfico 1). De hecho, para los alimentos elaborados y sin elaborar no es posible rechazar estadísticamente un efecto nulo del aumento del IVA.

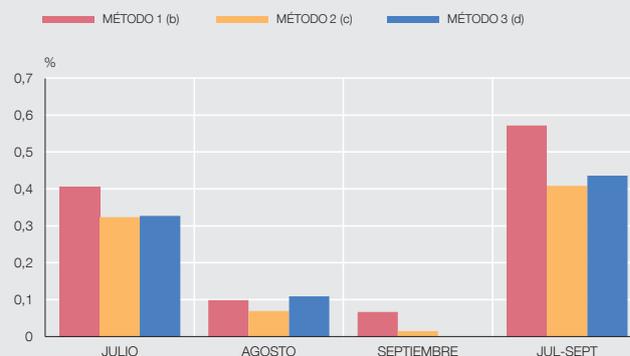
El grado de traslación estimado estaría entre el 40% y el 50% del potencial impacto total. Esta traslación es inferior a la estimada en otros episodios de aumentos del IVA (como en 1992 o 1995), lo que refleja la acusada debilidad del gasto de los hogares, que habría llevado a las empresas a absorber en sus márgenes parte del incremento impositivo. En cualquier caso, no se puede descartar que tengan lugar efectos desfasados adicionales en el mes de octubre —o incluso en los meses posteriores—, aunque cabe esperar que sean de magnitud reducida.

2. Por simplicidad, estos modelos univariantes con análisis de intervención han sido especificados de forma automática. 3. El componente energético requiere un tratamiento diferenciado, dado que los precios de la electricidad y el gas están regulados, y que los precios de los combustibles se ven muy afectados por las fluctuaciones en el precio del petróleo. En concreto, se ha supuesto una traslación completa en los precios de la electricidad y el gas, y una traslación parcial en los combustibles.

1 DISTRIBUCIÓN DE TIPOS DE IVA SEGÚN LOS DISTINTOS COMPONENTES DEL IPC (a)



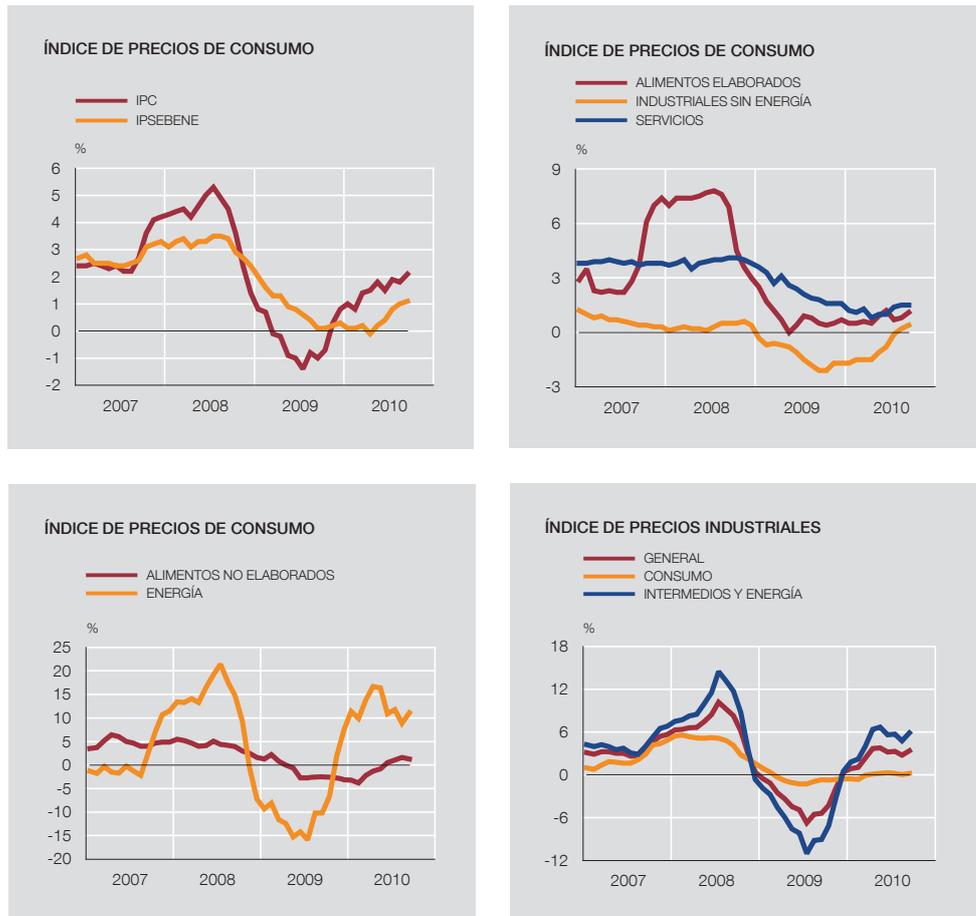
2 EFECTOS ESTIMADOS DE LA SUBIDA DEL IVA SOBRE EL IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Entre paréntesis, tipo medio del IVA (%).
- b. Estimación incondicional
- c. Estimación a partir de modelos univariantes desagregados
- d. Estimación condicionada a partir de los modelos de predicción de los grupos principales.

móviles. Asimismo, los precios de los servicios repuntaron de nuevo, tras la desaceleración de los trimestres previos, hasta una tasa media del 1,5%. Por el contrario, los precios energéticos experimentaron un recorte de 4 pp en su tasa de crecimiento, hasta el 10,6%, debido a los abultados incrementos de los precios registrados hace un año. Como resultado, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— prolongó la senda ascendente de los últimos trimestres y repuntó siete décimas, hasta una tasa interanual media del 0,9% en el tercer trimestre.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

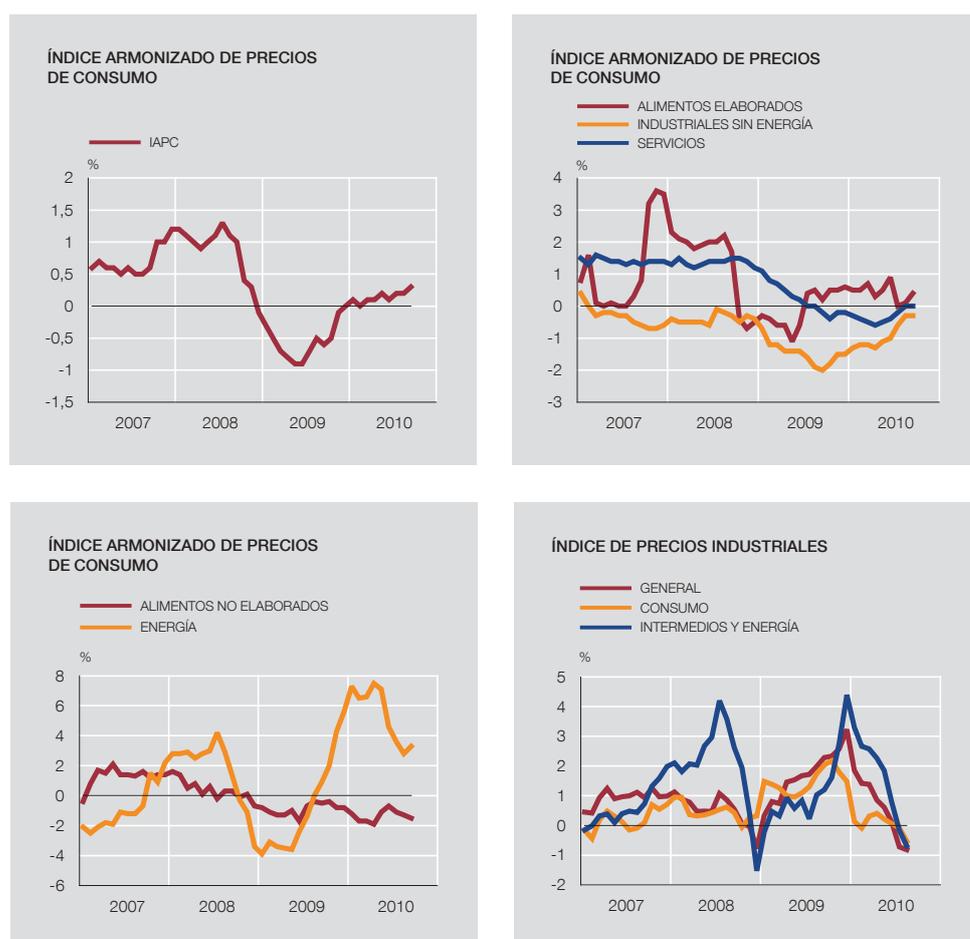
a. Tasas interanuales sobre las series originales.

El aumento de la inflación en el tercer trimestre, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue de tres décimas en España y de dos en la zona del euro, con lo que el diferencial se elevó una décima, hasta 0,2 pp (véase gráfico 22). Las tasas de crecimiento de los precios resultaron inferiores en España respecto a la UEM en los servicios, los bienes industriales no energéticos y los alimentos no elaborados. Como resultado, el diferencial en la inflación subyacente continuó resultando favorable a España, si bien se redujo en cinco décimas respecto al trimestre previo, hasta -0,1 pp. El indicador adelantado del IAPC para el mes de octubre muestra un repunte de una décima de su tasa interanual, hasta el 2,2%, similar al que se estima para el área del euro, cuyo IAPC se elevaría hasta el 1,9%.

El índice de precios industriales aminoró su ritmo de crecimiento hasta el 3,1% en el tercer trimestre, cuatro décimas inferior a la tasa del trimestre anterior. Esta disminución fue debida al descenso del ritmo de crecimiento interanual de los precios energéticos y a la caída en los precios de los bienes de consumo no duradero. Por el contrario, se aceleraron los precios de los bienes de consumo duradero, intermedios y de equipo. Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales atenuaron de nuevo sus ritmos de avance, alcanzando en el mes de agosto tasas del 8,5% y 5,3%, respectivamente.

#### 4.4 La actuación del Estado

El pasado 24 de septiembre, el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2011, en el que se fija como objetivo un déficit para el



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

conjunto de las AAPP del 6% del PIB en ese año, confirmando los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria aprobados en junio. Por subsectores, se espera que la Administración Central presente un déficit del 2,3% del PIB, 3,6 puntos menos que en 2010, mientras que la Seguridad Social vería mejorar su superávit en dos décimas de PIB, hasta el 0,4%, y las Administraciones Territoriales (AATT) presentarían un deterioro del déficit de 0,4 puntos, hasta el 4,1% del PIB.

Por el lado de los ingresos, los PGE para 2011 recogen la subida de un punto en el tramo estatal del IRPF para las bases imponibles regulares superiores a 120.000 euros (hasta el 22,5%) y de dos puntos para las superiores a 175.000 euros (hasta el 23,5%), así como la eliminación de la deducción por adquisición de vivienda habitual para contribuyentes con base imponible superior a 24.170,20 euros y de la ayuda fiscal por nacimiento o adopción de niños.

Por el lado del gasto, las medidas anunciadas en mayo de este año (como la reducción media del 5% del salario anual de los empleados públicos o el significativo descenso de la inversión pública), junto con recortes en otras partidas presupuestarias, permiten situar el límite del gasto no financiero del Estado en 150.056 millones de euros en 2011, lo que supone una reducción de en torno al 6% frente a lo presupuestado en 2010 (o del 5% cuando se compara con el Avance de Liquidación para ese mismo año), una vez que se elimina la distorsión causada por el nuevo sistema de financiación autonómica. En términos de su composición,

Millones de euros y %

	Liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Avance de liquidación	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación			
					Liquidación ene-jun. Variación porcentual 2010/2009	2009 ene-sep	2010 ene-sep	Variación porcentual
					5	6	7	8 = 7 / 6
	1	2	3	4 = 3 / 1				
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	102.038	-21,1	121.551	19,1	19,5	70.701	92.676	31,1
Impuestos directos	54.096	-27,0	58.270	7,7	11,1	37.833	42.320	11,9
<i>IRPF</i>	30.432	-29,9	39.950	31,3	21,4	20.739	28.090	35,4
<i>Sociedades</i>	20.188	-26,1	14.648	-27,4	-14,5	14.404	11.334	-21,3
<i>Otros (a)</i>	3.476	2,8	3.672	5,7	6,1	2.690	2.896	7,6
Impuestos indirectos	28.664	-26,9	48.769	70,1	60,6	20.159	40.131	99,1
<i>IVA</i>	15.784	-36,7	35.032	121,9	94,8	10.742	30.090	180,1
<i>Especiales</i>	10.141	-9,6	10.884	7,3	8,9	7.349	7.818	6,4
<i>Otros (b)</i>	2.739	-11,2	2.853	4,1	5,8	2.068	2.223	7,5
Otros ingresos	19.277	20,4	14.511	-24,7	-28,5	12.709	10.225	-19,5
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	189.319	27,8	183.654	-3,0	3,6	133.501	130.616	-2,2
Personal	26.570	5,3	26.973	1,5	2,4	18.918	19.420	2,7
Compras	4.860	7,2	4.409	-9,3	3,3	2.893	2.827	-2,3
Intereses	17.650	10,8	22.237	26,0	23,0	15.317	16.712	9,1
Transferencias corrientes	112.412	35,8	105.297	-6,3	7,3	77.090	74.875	-2,9
Inversiones reales	10.468	-1,6	8.458	-19,2	-6,2	6.916	6.157	-11,0
Transferencias de capital	17.360	94,1	16.280	-6,2	-22,7	12.367	10.624	-14,1
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-87.281	—	-62.103	—	—	-62.800	-37.939	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
TOTAL	116.779	-15,9	133.578	14,4	13,3	84.971	101.785	19,8
IRPF	63.857	-10,5	67.601	5,9	3,6	46.839	49.453	5,6
IVA	33.573	-30,1	45.625	35,9	31,4	23.816	37.410	57,1
Especiales	19.349	-1,1	20.352	5,2	7,2	14.316	14.923	4,2

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 presupuesta una caída del 3,2% del gasto corriente primario del Estado (excluyendo las transferencias a las Comunidades Autónomas) con respecto al Avance de Liquidación, un aumento de la carga financiera de casi un 25% y una reducción de la inversión pública de en torno al 31%.

Asimismo, los PGE avanzan un cierre para el año corriente con un déficit para el sector AAPP del 9,3% del PIB. Por subsectores, se prevé que la Administración Central registre este año un déficit del 5,9% del PIB (-9,4% en 2009), mientras que el saldo de las Administraciones de la Seguridad Social se reduciría en casi seis décimas, hasta un superávit del 0,2% del PIB, y el saldo de las AATT empeoraría en 1,2 puntos, hasta el -3,7% del PIB.

Según el Avance de liquidación incluido en los PGE para el próximo año, el Estado registrará un déficit en términos de caja de 62,1 mm de euros en el ejercicio actual, cifra ligeramente menor que la prevista en el documento presupuestario inicial, debido tanto a una pequeña mejora de los ingresos como a un cierto recorte de los gastos. La ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un déficit de 37,9 mm de euros, notablemente menor que el déficit de 62,8 mm de euros registrado en el mismo período del año anterior (por

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.931 millones de euros hasta agosto de 2010, inferior en un 32% al registrado en el mismo período del año precedente. Por su parte, los ingresos no financieros continuaron moderando, aunque muy pausadamente, su ritmo de disminución, con una tasa acumulada del -0,4% hasta agosto, frente a una caída prevista en los presupuestos del 3,4%. Los gastos acumulan un crecimiento del 4,2%, frente al 1,9% presupuestado para el conjunto del año, mostrando una ligera aceleración en el último mes en sintonía con la evolución que muestran las pensiones contributivas, principal rúbrica de gasto.

Por componentes, los ingresos por cotizaciones sociales acumulan una ligera contracción del 0,1% hasta agosto, reflejando la evolución del empleo y de las afiliaciones a la Seguridad Social. El gasto en pensiones contributivas aumentó un 5,1% hasta agosto, manteniendo una evolución relativamente estable, en línea con el crecimiento del número de pensiones. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se redujo a un ritmo del 5%, menos intenso que lo previsto en el presupuesto.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas vienen creciendo ligeramente en los últimos meses. Respecto a los gastos, las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo también se han acelerado recientemente, mientras que el grueso del gasto destinado a prestaciones por desempleo continuó desacelerándose hasta septiembre, en línea con las tendencias que se observan en la evolución del desempleo, de manera que en el conjunto de 2010 sería esperable una moderación sustancial con respecto al año 2009. A pesar de esta evolución del gasto total, el número de beneficiarios de prestaciones por desempleo ha frenado su ritmo de desaceleración y creció en términos interanuales ligeramente por encima del 11% en agosto, en línea con la evolución del paro registrado no agrícola. Como resultado, la tasa de cobertura disminuyó solo ligeramente, y se situó en un 79%, todavía por encima de la registrada hace un año. La última información disponible indica una moderación adicional del aumento del paro registrado en septiembre.

### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

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

Millones de euros y %

	Presupuesto		% variación	Liquidación: acumulado en el año hasta agosto		
	2009	2010		2009	2010	% variación
	1	2	3 = 2 / 1	4	5	6 = 5 / 4
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	123.726	119.481	-3,4	80.150	79.793	-0,4
1.1 Cotizaciones sociales	113.324	108.358	-4,4	71.155	71.115	-0,1
1.2 Transferencias corrientes	7.439	8.357	12,3	6.127	6.120	-0,1
1.3 Otros	2.963	2.765	-6,7	2.868	2.558	-10,8
2 PAGOS NO FINANCIEROS	114.476	116.601	1,9	69.917	72.863	4,2
2.1 Personal	2.453	2.483	1,2	1.571	1.547	-1,5
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.995	2.032	1,9	1.031	1.020	-1,1
2.3 Transferencias corrientes	109.465	111.557	1,9	66.939	70.166	4,8
<i>Pensiones contributivas</i>	93.339	95.320	2,1	57.519	60.466	5,1
<i>Incapacidad temporal</i>	8.144	7.373	-9,5	3.703	3.516	-5,0
<i>Resto</i>	7.982	8.864	11,0	5.717	6.184	8,2
2.4 Otros	563	529	-6,1	376	130	-65,4
3 SALDO NO FINANCIERO	9.250	2.880	-68,9	10.232	6.931	-32,3

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.

		Enero-Agosto		TASA DE VARIACIÓN 2010/2009 (b)
		2009	2010	
Millones de euros				
INGRESOS	Cuenta corriente	198.526	215.505	8,6
	<i>Mercancías</i>	103.120	120.467	16,8
	<i>Servicios</i>	59.279	61.402	3,6
	— Turismo	26.117	26.830	2,7
	— Otros servicios	33.162	34.573	4,3
	<i>Rentas</i>	26.630	24.180	-9,2
	<i>Transferencias corrientes</i>	9.497	9.455	-0,4
	Cuenta de capital	4.267	5.845	37,0
	Cuentas corriente + capital	202.792	221.350	9,2
PAGOS	Cuenta corriente	238.001	250.125	5,1
	<i>Mercancías</i>	131.604	151.467	15,1
	<i>Servicios</i>	41.339	42.351	2,4
	— Turismo	7.763	8.038	3,5
	— Otros servicios	33.576	34.313	2,2
	<i>Rentas</i>	48.933	39.421	-19,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	16.125	16.886	4,7
	Cuenta de capital	1.460	1.103	-24,4
	Cuentas corriente + capital	239.461	251.228	4,9
SALDOS	Cuenta corriente	-39.476	-34.620	4.856
	<i>Mercancías</i>	-28.484	-31.000	-2.515
	<i>Servicios</i>	17.940	19.052	1.111
	— Turismo	18.354	18.792	437
	— Otros servicios	-414	260	674
	<i>Rentas</i>	-22.303	-15.241	7.062
	<i>Transferencias corrientes</i>	-6.629	-7.431	-803
	Cuenta de capital	2.807	4.742	1.935
	Cuentas corriente + capital	-36.669	-29.878	6.791

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

el contrario, la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social muestra una reducción del superávit, como se detalla en el recuadro 5). En el tercer trimestre del año se acentuó la fortaleza de los ingresos, que registraron un aumento del 31,1% en términos acumulados, mientras que los pagos continuaron desacelerándose, pasando a registrar tasas negativas, del -2,2% en términos acumulados hasta septiembre, frente al 3,6% de la primera mitad del año.

En conjunto, la recaudación de impuestos directos se está viendo impulsada por una cierta recuperación de las bases imponibles, pero, sobre todo, por el impacto de algunas medidas discrecionales, entre las que hay que destacar la eliminación de la deducción de hasta 400 euros que afecta ya a las retenciones de este año 2010 en el IRPF y la subida de los tipos impositivos sobre los rendimientos del capital. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó registrando los incrementos más acusados, del 57,1%, en datos totales acumulados hasta septiembre, tras una notable aceleración en el tercer trimestre. Esta evolución obedece principalmente a la fuerte caída de las devoluciones solicitadas por las empresas, que, en gran parte, se debe al nuevo régimen de devoluciones mensuales implantado en el año 2009 y que supuso un volumen de devoluciones extraordinario, y transitorio, en ese año. Asimismo, la

recaudación podría estar afectada por un cierto adelanto del consumo en los meses previos a la subida de tipos del IVA a primeros de julio y por esa misma subida de tipos. Los impuestos especiales, por su parte, registraron un crecimiento del 4,2%.

#### **4.5 La balanza de pagos**

Durante los ocho primeros meses de 2010, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 29,9 mm de euros, un 19% inferior al del mismo período del año anterior. El grueso de esta corrección es atribuible, fundamentalmente, a la reducción del déficit de rentas y, en menor medida, al aumento del superávit de la balanza de servicios, que compensaron la ampliación del déficit de la balanza de transferencias corrientes y, particularmente, de la balanza comercial. Por su parte, el superávit por operaciones de capital aumentó significativamente.

El déficit de la balanza comercial se incrementó casi un 9% en términos interanuales en el período de enero-agosto, hasta alcanzar la cifra de 31 mm de euros. Entre enero y agosto de 2010, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes crecieron de forma sensible, un 17% y un 15%, respectivamente. El aumento del déficit se produjo por el notable incremento del componente energético, afectado por el encarecimiento del petróleo, que se amplió un 31% en dicho período, mientras que el déficit no energético descendió un 17%. La balanza de servicios, por su parte, arrojó un superávit de 19 mm de euros, un 6% más que en el mismo período de 2009, como consecuencia de la notable mejoría del saldo de los servicios no turísticos y del incremento del superávit de turismo. El saldo negativo de la balanza de rentas disminuyó un 32% en términos interanuales en el período de enero-agosto de 2010, con una caída mucho más intensa de los pagos que de los ingresos (del 19% y 9%, respectivamente). Por su parte, el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 12% en términos interanuales en los ocho primeros meses del año, en un contexto de ligero retroceso de los ingresos y de avance de los pagos (del 0,4% y 5%, respectivamente).

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

Durante el tercer trimestre de 2010, se produjo una recuperación de la confianza de los inversores internacionales en la economía española en respuesta a los avances realizados en el terreno de la consolidación fiscal; en el ámbito de las reformas estructurales, singularmente en el mercado de trabajo, y en la reestructuración del sistema financiero. Adicionalmente, el ejercicio de transparencia que supuso la publicación en julio, a iniciativa del Banco de España, de los resultados de las pruebas de resistencia efectuadas a las entidades de crédito de la UEM potenció los efectos de las reformas, mejorando la percepción de solvencia del sistema financiero español (véase recuadro 6). En este contexto, aumentaron las cotizaciones bursátiles y disminuyó su volatilidad, y descendieron las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado (véase gráfico 23). Así, a finales de octubre, el IBEX 35 registraba una revalorización del 16,7% con respecto a los niveles de finales de junio, frente al ascenso del 10,6% del EUROSTOXX 50 y del 14,8% del S&P 500. De este modo, se redujeron las pérdidas acumuladas en la parte transcurrida del año hasta el 9,4% para el índice español y el 4,1% para el europeo, mientras que el estadounidense presentaba un incremento de un 6,1%.

Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años disminuyó, respecto a finales de junio, más que la referencia alemana a idéntico plazo (39 pb, frente a 2 pb), lo que se ha traducido en una reducción de 36 pb del diferencial de tipos de interés entre ambos bonos, que se situaba, al cierre de octubre, en torno a los 165 pb, habiendo repuntado algo durante los primeros días de noviembre. A finales de septiembre se produjo, en línea con lo que anticipaba el mercado y, por tanto, sin que tuviese un impacto significativo en los precios, una rebaja de un escalón (desde AAA) en la calificación crediticia de la deuda del Reino de España a largo plazo por parte de Moody's, con lo que se alineó con la de otras agencias que ya habían realizado previamente una revisión similar. Por otra parte, en el tercer trimestre mejoró el acceso de las entidades de crédito a la financiación mayorista, como lo ilustra el aumento de la actividad de los mercados que se habían visto más afectados por las tensiones que se registraron durante los meses precedentes (en especial, los de renta fija y los de *repos*), aunque los diferenciales de rentabilidad se mantienen en niveles elevados. En el caso de los préstamos interbancarios, los tipos de interés se elevaron nuevamente, aunque de forma moderada, situándose el EURIBOR a doce meses a finales del período en el 1,54%, 23 pb por encima del dato de junio.

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el tercer trimestre de 2010 continuó el descenso del precio de la vivienda libre. Durante este período, la tasa de disminución intertrimestral se mantuvo ligeramente por debajo del 1%, lo que se tradujo en un retroceso algo menor en términos interanuales al observado tres meses antes (3,4%, 0,3 pp menos que en junio).

Entre junio y septiembre de 2010, los costes de financiación bancaria de los hogares y las sociedades registraron movimientos al alza, en línea con los tipos de mercado de referencia, de forma que los diferenciales entre ambos no mostraron, en general, variaciones significativas (véase gráfico 23). También se elevó el coste de las emisiones de valores de renta fija de las empresas a corto plazo, mientras que el de los de vencimiento a largo descendió y el de los recursos propios se mantuvo en niveles similares a los de mediados de año. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de octubre, los criterios de concesión de créditos se habrían mantenido estables en el tercer trimestre de 2010, contrastando así con el ligero endurecimiento que las entidades preveían aplicar du-

Durante el segundo trimestre de 2010, los mercados españoles se encontraron entre los más afectados por la crisis de la deuda soberana europea, lo que se reflejó en un aumento del coste y en mayores dificultades de financiación para los emisores públicos y privados (véase recuadro 7 del artículo «Informe trimestral de la economía española» del *Boletín Económico* del Banco de España de julio-agosto). Pero desde finales de junio se observaron algunas señales de recuperación de la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía, situación que se ha prolongado en los meses posteriores, a pesar de que se volvieron a producir algunos episodios de tensión, que en esta ocasión no afectaron a nuestro país. Con carácter general, la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera contribuyó a atenuar las tensiones. Sin embargo, el comportamiento diferencial del riesgo soberano español en este período evidencia los efectos positivos de las medidas adoptadas a nivel nacional en tres ámbitos complementarios: la consolidación fiscal, las reformas estructurales (en particular, en el mercado de trabajo) y los avances en la reestructuración del sistema financiero, singularmente centrados en las cajas de ahorros. En este contexto, la publicación a finales de julio, por iniciativa del Banco de España, de las pruebas de resistencia efectuadas a las entidades de crédito supuso un ejercicio de transparencia que se demostró muy útil para mejorar la percepción de solvencia del sistema financiero español.

En el mercado de deuda pública española se ha apreciado, a lo largo de los cuatro últimos meses, una pauta descendente de las rentabilidades: desde el 4,9% a mediados de junio, en el caso de la referencia a diez años, hasta niveles alrededor del 4,2% a finales de octubre (véase gráfico 1)<sup>1</sup>. El diferencial de rentabilidad frente a los valores alemanes al mismo plazo se ha reducido durante el mismo lapso de tiempo desde los 220 pb hasta los 165 pb, habiendo aumentado algo durante los primeros días de noviembre. Esta mejoría es especialmente significativa si se tiene en cuenta que se ha producido en

1. A finales de septiembre Moody's redujo en un escalón la calificación crediticia de la deuda pública española a largo plazo, alineándose así con lo que ya habían hecho las otras dos agencias importantes. Este movimiento ya había sido anticipado por el mercado, por lo que apenas tuvo efecto en los precios negociados.

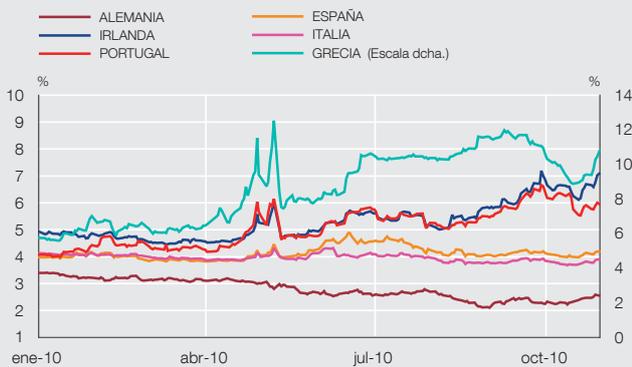
un período en el que se han vuelto a observar nuevos rebotes de tensión financiera que han llevado a un repunte de los tipos de interés de los títulos de países como Irlanda, Portugal y Grecia. La recuperación de la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía se aprecia también claramente en los flujos de inversión de los no residentes en deuda pública, que han vuelto a ser positivos a partir de junio, tras las desinversiones de los dos meses precedentes (véase gráfico 2).

La mejoría en la percepción del riesgo soberano y en la solvencia del sistema financiero han facilitado la financiación de las entidades con no residentes mediante operaciones de préstamo con garantía (*repo*), mercado que en el segundo trimestre se vio muy afectado porque la elevada correlación entre los riesgos de esos dos sectores reducía el valor de las garantías aportadas (títulos de deuda pública). Además, el acceso de algunas entidades españolas a las cámaras de compensación internacionales (LCH en Londres y Eurex Repo en Frankfurt), como miembros o a través de intermediarios, y la aceptación de los valores españoles en la primera han ampliado las posibilidades que estas tienen de captar fondos mediante estas operaciones.

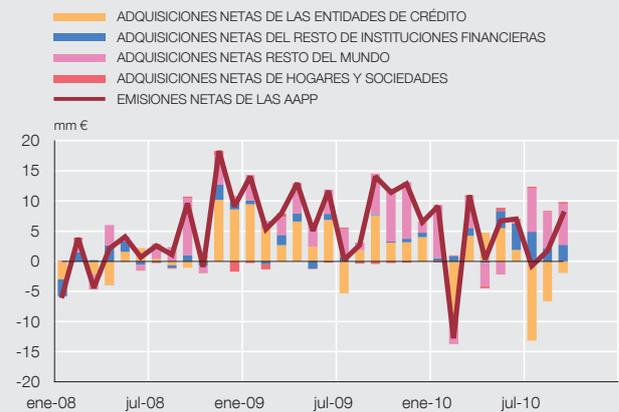
En los mercados primarios de deuda de las entidades también se ha observado una recuperación de la actividad, tras los registros reducidos de mayo, de modo que estos intermediarios han vuelto a captar fondos en términos netos desde el pasado mes de julio (véanse gráficos 3 y 4). Las mayores posibilidades de financiación en los mercados se han reflejado en un descenso del préstamo neto del Eurosistema a las entidades residentes durante los últimos meses, que en octubre se situaba por debajo de los registros anteriores a la crisis de la deuda soberana (véase gráfico 5).

La apertura de los flujos de financiación con los no residentes ha atenuado el riesgo de contracción del crédito en nuestro país. No obstante, las primas de riesgo que el mercado exige a los valores españoles continúan siendo elevadas, en comparación con los niveles anteriores a la crisis de la deuda soberana (véase gráfico 6), lo que introduce un elemento de presión en el coste de la captación del pasivo. Si esta situación persiste, podría acabar trasladándose a los tipos de interés del crédito.

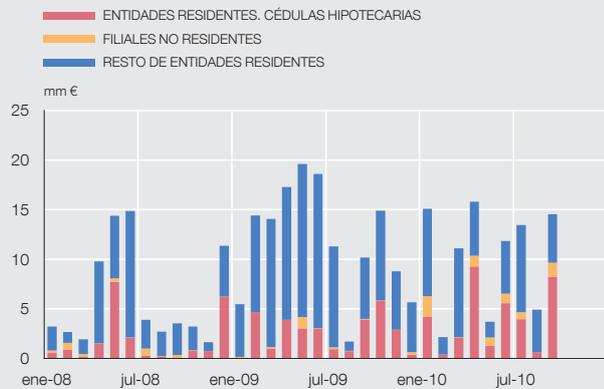
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



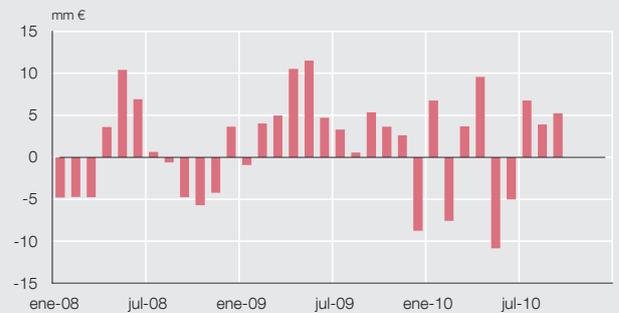
2 EMISIONES Y ADQUISICIONES DE VALORES DEL ESTADO



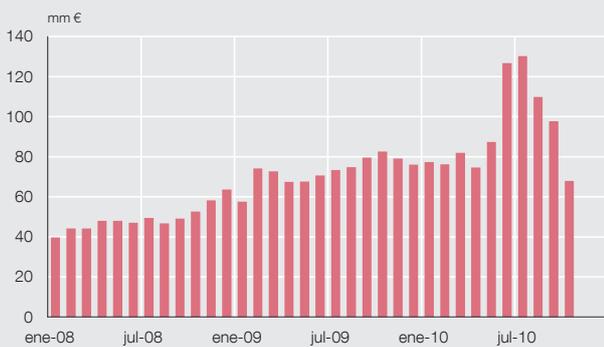
3 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA A MEDIO Y LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS FILIALES (a)



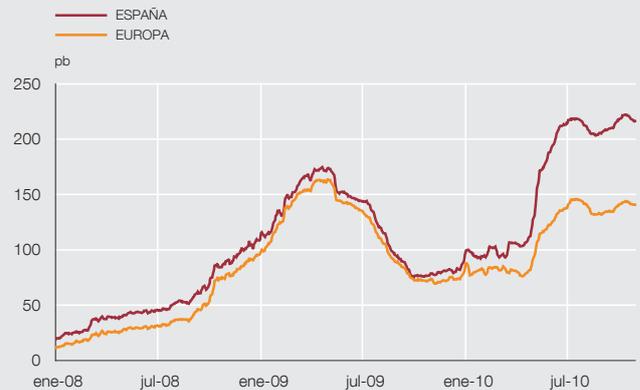
4 EMISIONES NETAS DE RENTA FIJA A MEDIO Y LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS FILIALES (a)



5 PRÉSTAMO NETO DEL EUROSISTEMA A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO RESIDENTES  
Media mensual de datos diarios

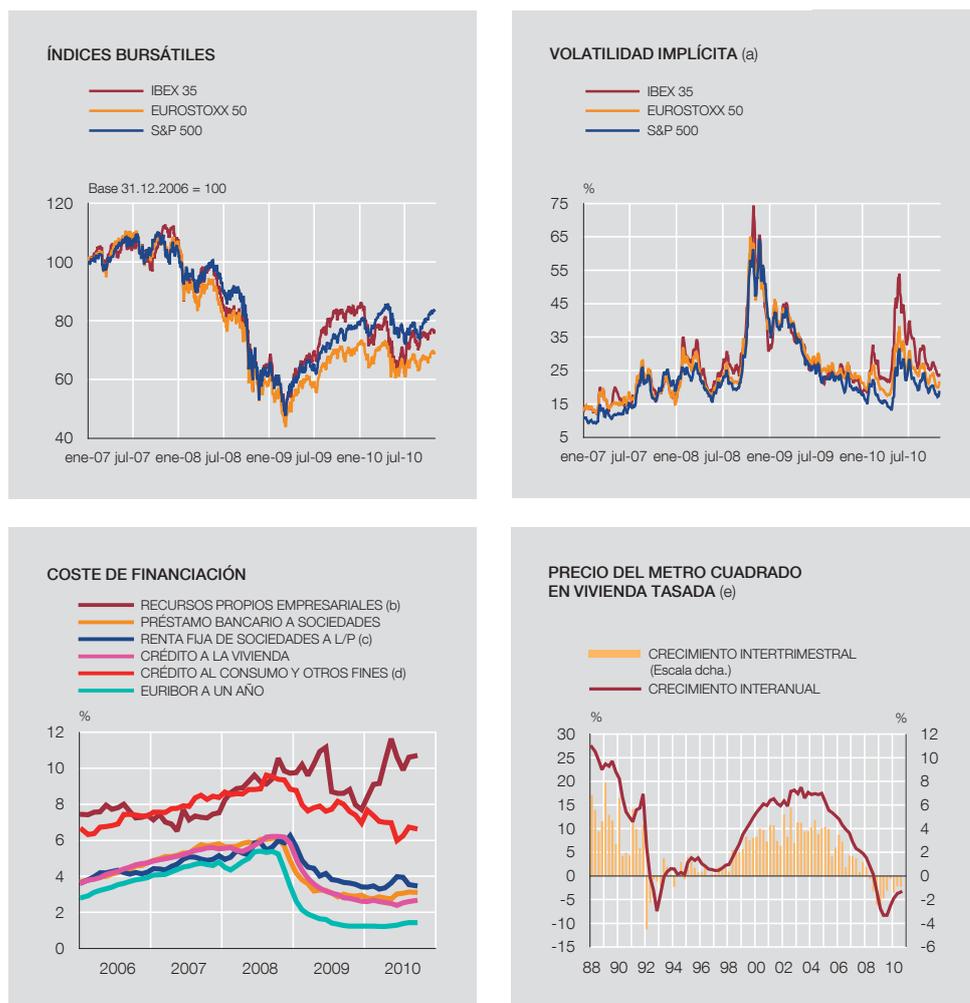


6 CÉDULAS HIPOTECARIAS ENTRE CINCO Y SIETE AÑOS.  
ASSET SWAP SPREAD (b)



FUENTES: Reuters, Bloomberg, Datastream y Banco de España.

a. El dato de septiembre es provisional.  
b. Medias móviles de 5 días.



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. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
- e. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

rante este período<sup>1</sup>. A esta evolución habría contribuido principalmente la importante mejora en el acceso a fuentes de financiación mayorista. Según esta encuesta, la demanda de fondos de sociedades y hogares —sobre todo la destinada a adquirir vivienda— habría descendido. De cara a los últimos meses de 2010, las entidades prevén ligeros endurecimientos en la oferta en los préstamos a empresas y un mantenimiento en los solicitados por las familias.

La última información disponible sobre la financiación del sector privado, correspondiente a agosto, muestra pocos cambios en el dinamismo de la deuda de familias y empresas. Así, el

1. Para un mayor detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2010», de Maristela Mulino, en este mismo *Boletín Económico*.

ritmo de expansión del crédito destinado a las primeras sigue situándose en valores reducidos, inferiores al 1%, mientras que, en el caso de las sociedades, la contracción de los recursos ajenos se mantuvo próxima al 2%. Los datos provisionales más recientes apuntan a que durante septiembre disminuyó ligeramente la tasa de avance de los pasivos de los hogares, al tiempo que se suavizó, nuevamente, la caída de la financiación bancaria de las empresas.

El modesto ascenso de los pasivos de las familias entre marzo y junio de 2010, unido a la estabilidad de los ingresos, se tradujo en un ligero incremento de la ratio de deuda sobre la renta bruta disponible (RBD). Por su parte, la carga financiera siguió reduciéndose, debido a los menores costes medios de la deuda viva. Sin embargo, se observó también, al igual que en los primeros meses del año, un 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. La información provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a una continuidad de las tendencias anteriores, excepto para la ratio de endeudamiento, que se habría mantenido estable.

En el caso de las sociedades, la ratio de endeudamiento apenas varió entre marzo y junio, mientras que la 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 segundo trimestre de 2010 evidencian una recuperación de los niveles de rentabilidad.

El volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando, aunque con menor intensidad que en meses precedentes. Como consecuencia de ello y de la estabilidad 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 a los intermediarios distintos de las entidades de crédito), dicho indicador se situó en agosto en el 5,6%, 0,3 pp por encima del dato de junio.

En el caso de las AAPP, ha continuado la desaceleración de la deuda, aunque la tasa de expansión sigue siendo muy elevada (17,9% en agosto, frente al 20,5% de mayo). Este dinamismo en la captación de recursos, unido al débil avance del PIB, se ha reflejado en nuevos aumentos de la ratio de endeudamiento del sector, que se situó próxima al 57% del PIB en junio de 2010, y ha supuesto también un incremento, aunque más moderado, de la carga financiera asociada.

La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al segundo trimestre de 2010, muestra que la senda descendente que se observaba desde mediados de 2008 en las necesidades de financiación de la nación se interrumpió en este período, en el que se mantuvieron estables en el 4,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 6).

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente a los no residentes refleja las dificultades que existieron para captar fondos en el exterior durante este período. Así, entre marzo y junio únicamente las AAPP consiguieron captar, en términos netos, recursos del resto del mundo, y por un importe inferior al del semestre previo. De este modo, como los fondos captados por este sector fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos, los activos netos del Banco de España frente a los no residentes registraron una importante reducción. La información incompleta para el tercer trimestre de la

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

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.

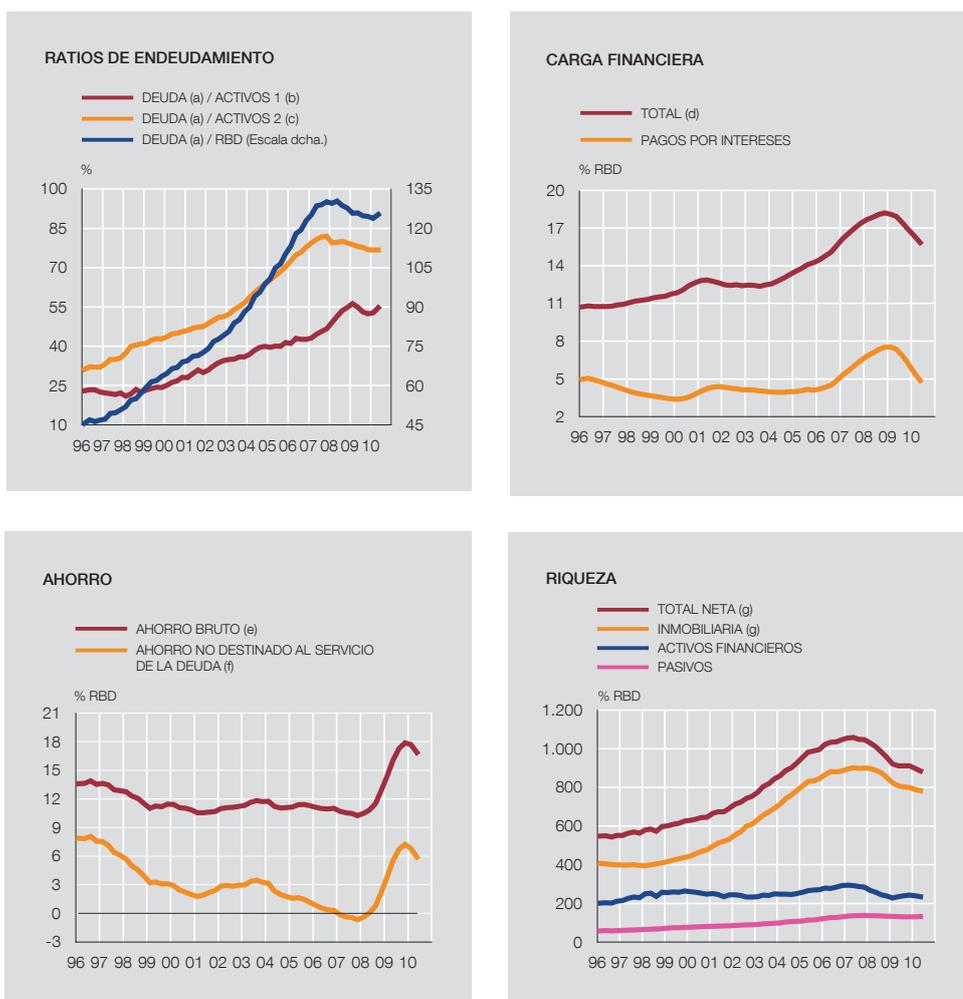
Balanza de Pagos indica que esta pauta habría revertido en los meses de verano, en consonancia con la mejoría en el acceso a la financiación procedente del resto del mundo.

En resumen, durante el tercer trimestre de 2010 se produjo una recuperación de la confianza de los inversores internacionales en la economía española, lo que permitió una cierta relajación de las condiciones de financiación en los mercados de los agentes públicos y privados, reduciéndose así el riesgo de que estas perturbaciones se acaben traduciendo en una contracción significativa del crédito concedido a empresas y familias. No obstante, las primas de riesgo que tienen que pagar las entidades para obtener fondos continúan siendo superiores a las del período anterior a la crisis de la deuda soberana, por lo que, si esta situación se prolonga, podría acabar traduciéndose en un ascenso del coste de financiación bancaria. 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, principalmente, del escaso dinamismo de los recursos ajenos y de la mejoría macroeconómica. No obstante, la debilidad de los ingresos está impidiendo la reducción de los ratios de deuda sobre rentas, permaneciendo estas en niveles elevados. En el caso de las AAPP, sus pasivos han seguido aumentando a un ritmo elevado, aunque más moderado que en los meses precedentes.

## 5.2 El sector hogares

Entre junio y septiembre de 2010 los costes de financiación bancaria de los hogares aumentaron (26 pb en los préstamos para adquisición de vivienda y 67 pb en los destinados a consumo y otros fines, segmento este último en el que los tipos de interés presentan mayor variabilidad, ligada, en parte, a factores estacionales). Sin embargo, de acuerdo con la EPB de octubre, los criterios de concesión de créditos se habrían mantenido estables en el tercer trimestre de 2010, contrastando así con el ligero endurecimiento que preveían aplicar las entidades. Esta evolución, a la que habría contribuido sobre todo la mejoría en el acceso a fuentes de financiación mayorista, se prolongaría, según los intermediarios encuestados, durante los últimos meses del año. Por su parte, la demanda de financiación de las familias, sobre todo la destinada a adquirir vivienda, habría descendido, en línea con lo que las instituciones financieras esperaban en julio.

En este contexto, la deuda de las familias mostró ligeros avances entre junio y agosto, de modo que la tasa de crecimiento interanual se mantuvo ligeramente por debajo del 1%, como resultado del mantenimiento de la de los fondos para adquisición de vivienda en valores próxi-



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.

mos al 1%, y el ligero descenso de la de los otorgados para consumo y otros fines, que pasó a ser nula, frente a los registros ligeramente positivos (0,3%) de finales del primer semestre.

El ligero avance de los pasivos del sector, unido a la estabilidad de sus rentas, se tradujo en un leve ascenso de la ratio de endeudamiento entre marzo y junio, que alcanzó el 127% de la RBD (véase gráfico 24). Por el contrario, la ratio de carga financiera continuó descendiendo (en esta ocasión, 0,5 pp) hasta situarse ligeramente por debajo del 16% de la RBD, debido al retroceso del coste medio de los préstamos vivos. El ahorro del sector una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos y la capacidad de financiación volvieron a caer, por segundo trimestre consecutivo (véase cuadro 6). Por su parte, durante este período la riqueza neta de las familias experimentó un ligero retroceso como consecuencia de la reducción del componente inmobiliario (asociado al descenso del precio de la vivienda) y de la pérdida de valor de los activos financieros, en un contexto de caída de las cotizaciones bursátiles.

Por lo que se refiere a las decisiones de cartera, según la información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al segundo trimestre del año en curso, la inversión de los hogares en activos financieros, medida en términos acumulados anuales y en porcentaje del PIB, aumentó ligeramente respecto a marzo (0,3 pp, hasta el 4,2% del PIB; véase cuadro 7). Por instrumentos, destacó el retroceso del flujo materializado en medios de pago, que, en términos del PIB, se redujo 1,5 pp, en beneficio del resto de depósitos, en un contexto de mayor retribución de estos, y de las acciones.

Los datos más recientes de la ratio de morosidad de los hogares, correspondientes al segundo trimestre de 2010, muestran un ligero descenso, al 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 tanto en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda (0,14 pp, hasta situarse en el 2,6%) como en el de los destinados a consumo y otros fines (0,32 pp, hasta alcanzar el 6,89%).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre junio y septiembre de 2010, los costes de financiación bancaria de las sociedades asociados a los créditos de menos de un millón de euros ascendieron 14 pb, mientras que los de cuantía superior a este importe se mantuvieron estables. También se elevó el coste de las emisiones de valores de renta fija de las empresas a corto plazo (54 pb), mientras que el de los de vencimiento a largo descendió 50 pb, tras el importante ascenso de los meses anteriores. En cambio, el de la renta variable se mantuvo en niveles similares a los de finales del segundo trimestre. Por otra parte, de acuerdo con la EPB de octubre, los criterios de concesión de créditos a empresas se habrían mantenido estables durante el verano, mientras que la demanda de fondos de estas habría descendido, rompiendo así con la estabilidad que había presentado en los tres trimestres anteriores y con las expectativas de expansión que tenían las entidades. De cara a los últimos meses de 2010, estas prevén ligeros endurecimientos en la oferta crediticia a este sector.

La deuda de las sociedades ha continuado contrayéndose, manteniéndose su crecimiento interanual en el -1,8% en agosto, el mismo registro que en junio. No obstante, la evolución por instrumentos fue heterogénea. Así, se prolongó la senda de moderación del ritmo de descenso del crédito concedido por las entidades residentes iniciada en mayo, que se situó en el 2,2% (frente al 2,9% de junio), mientras que los recursos captados mediante valores de renta fija, alternativa utilizada fundamentalmente por empresas de gran tamaño y con un peso reducido en el total de los fondos ajenos, mostraron una importante desaceleración, de forma que su tasa de expansión fue del 26,6%, frente al 43,9% de mediados de año.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre de 2010, refleja una moderación en el retroceso de la financiación bancaria concedida a la mayoría de las ramas de actividad (la de servicios inmobiliarios fue la única excepción, al mantener un ritmo de descenso interanual próximo al 0,5%, similar al de tres meses antes). La mayor contracción se observó, nuevamente, en la construcción, cuya tasa de avance interanual se situó en el -8% (3,9 pp por encima de la de marzo), mientras que los servicios no inmobiliarios fueron el único sector que presentó un crecimiento positivo en comparación con el mismo período del año anterior (1,8%, frente al -1,1% de marzo).

En línea con esta evolución, la información de Cuentas Financieras del segundo trimestre de 2010 muestra que el saldo de las operaciones financieras netas del sector de sociedades volvió a ser positivo, alcanzando, en términos acumulados de doce meses, un valor equivalente al 1,7% del PIB, 0,7 pp más que en marzo. Análogamente, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto

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

FUENTE: Banco de España.

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

de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, presentó, nuevamente, un importe negativo, y algo mayor, en valor absoluto, al observado en junio (2%, frente al 1,3% de marzo).

Las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional sobre los excedentes empresariales, correspondientes al segundo trimestre de 2010, muestran que estos se mantuvieron, en términos acumulados de doce meses, en niveles similares a los de marzo. Como resultado de esta evolución de los ingresos, y la estabilidad que, en términos intertrimestrales, se observó para los pasivos del sector, la ratio de endeudamiento de las sociedades apenas varió (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.

Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, los datos correspondientes al segundo trimestre de 2010 evidencian una continuidad en la pauta de recuperación de las rentas iniciada a finales de 2009. Así, en el primer semestre de 2010 el resultado ordinario neto de estas empresas creció un 9,3% con respecto al mismo período del año anterior, contrastando, así, con la contracción superior al 25% observada en los seis primeros meses del pasado ejercicio. En línea con estos desarrollos, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios aumentó (y lo hizo de forma especialmente notable en la industria) y alcanzó el 7%, 0,6 pp por encima del registro de junio de 2009, y el porcentaje de sociedades para las que esta ratio se sitúa en valores negativos se redujo más de 5 pp. Esta evolución estuvo acompañada de un ascenso moderado en los niveles de deuda, de forma que la ratio de endeudamiento se elevó ligeramente, a pesar de lo cual la carga financiera disminuyó. Como resultado conjunto de estos cambios, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo descendieron (en el caso del primero, por tercer trimestre consecutivo), de forma especialmente acusada en la industria. De acuerdo con las perspectivas de los analistas, esta evolución positiva de las rentas se prolongaría en los próximos meses, ya que han revisado al alza sus expectativas con respecto a la senda de los beneficios de las empresas cotizadas a corto y, sobre todo, a largo plazo (véase gráfico 26).

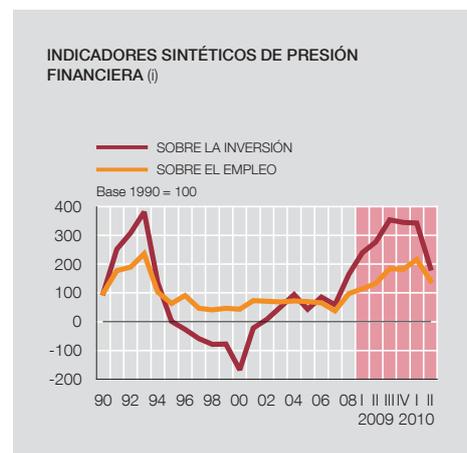
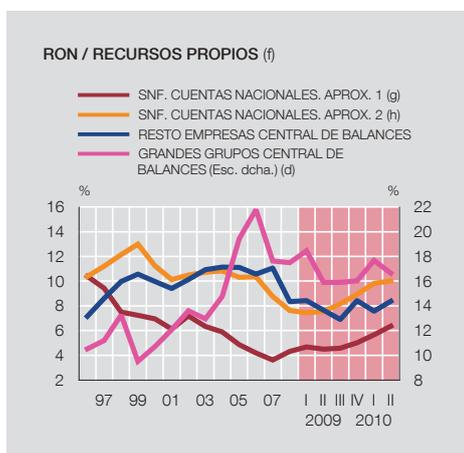
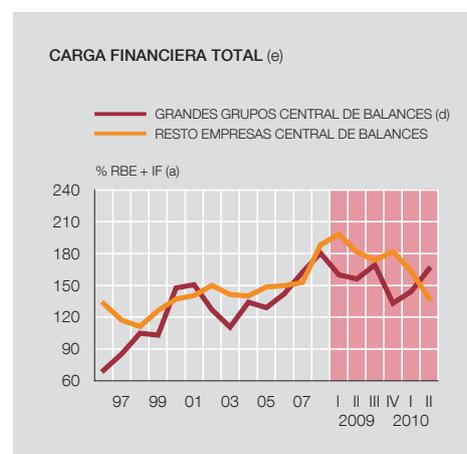
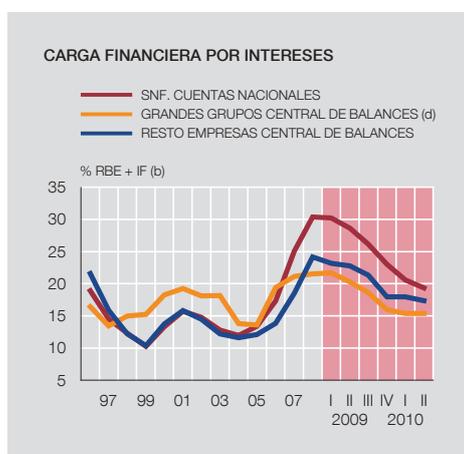
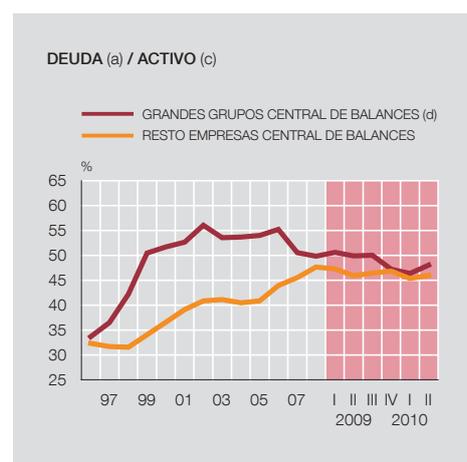
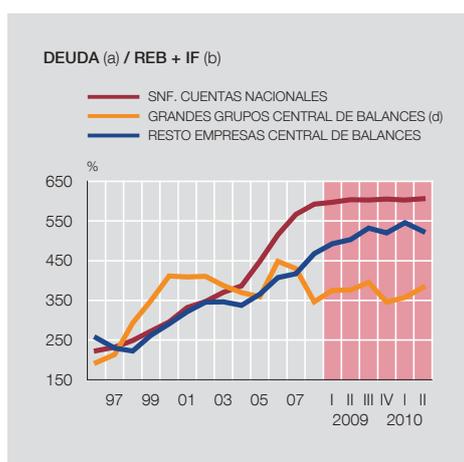
La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó elevándose durante el segundo trimestre de 2010. Este ascenso se explica por el comportamiento del crédito tanto a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio se incrementó 27 pb y alcanzó el 10,8%, como a las del resto de ramas, para las que este indicador aumentó 12 pb, hasta el 3,8%.

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

En el segundo trimestre de 2010, las necesidades de financiación de las AAPP se redujeron ligeramente, en términos acumulados anuales, hasta situarse en el 11% del PIB, 0,5 pp menos que en marzo (véase cuadro 6).

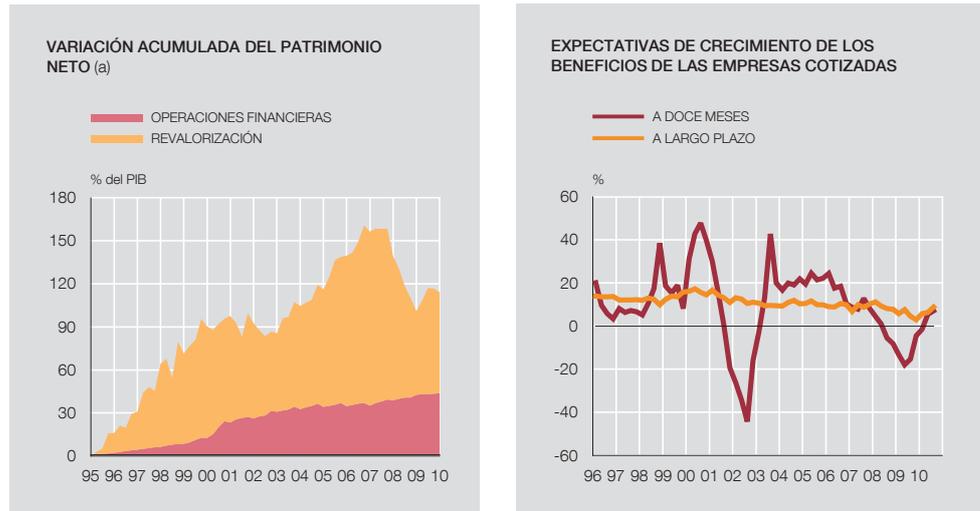
La principal vía de financiación del déficit de las AAPP continuó siendo la emisión de títulos de renta fija, mediante la cual se captó en el segundo trimestre de 2010, en términos acumulados anuales, un volumen neto de fondos equivalente al 9% del PIB (véase gráfico 27). De nuevo, el grueso de estas 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, ligeramente superior al del trimestre previo (algo por encima del 0,7% del PIB). Por la parte del activo, el saldo de los depósitos volvió a reducirse en términos interanuales.

A pesar de la moderación en el ritmo de avance del endeudamiento de las AAPP, este sigue siendo elevado (17,9%, en agosto), lo que, unido al escaso dinamismo del producto, se ha



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.

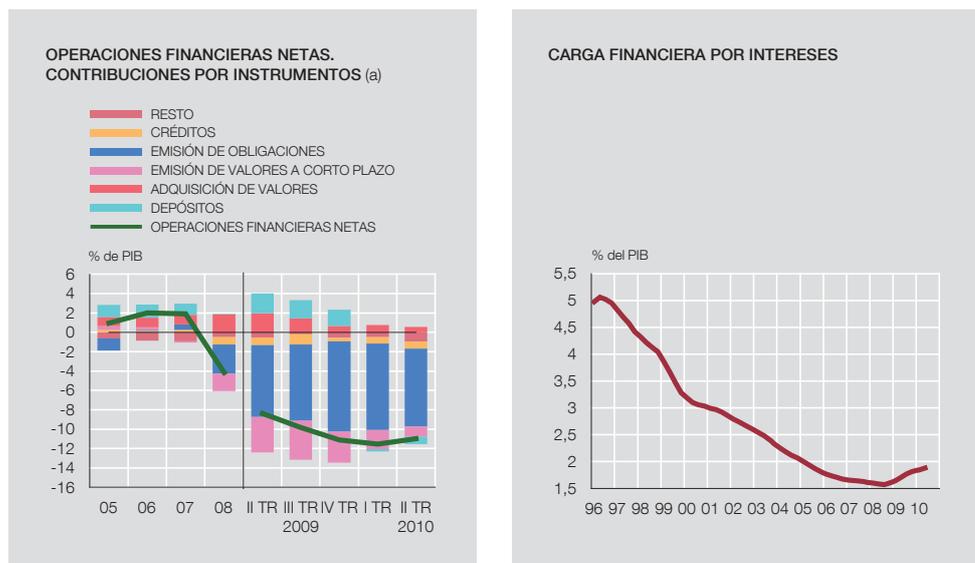


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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**



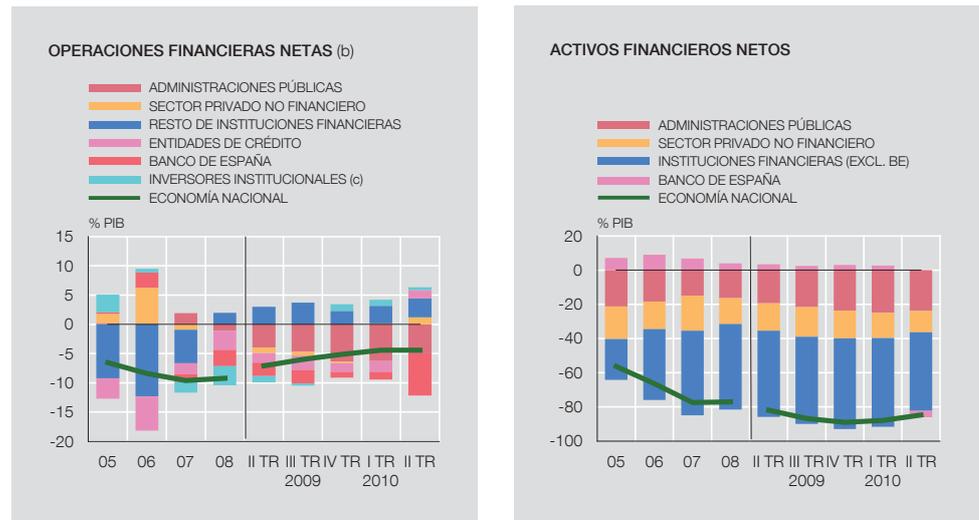
FUENTE: Banco de España.

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

traducido en un nuevo incremento de la ratio de deuda sobre PIB, que se situaba en junio algo por debajo del 57%, 2 pp más que en marzo. No obstante, el reducido nivel de los costes de financiación ha permitido atenuar el aumento de la carga financiera asociada a estos pasivos, que se situaba a mediados de año en torno al 1,9% del PIB.

**5.5 La posición financiera frente al exterior**

En el segundo trimestre de 2010 se detuvo la senda descendente que se había observado desde mediados de 2008 en las necesidades de financiación de la nación, que se mantuvieron en el 4,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Esta evolución resultó



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.

de un ascenso del saldo acreedor de las sociedades no financieras y una disminución de la posición deudora de las AAPP, que fueron compensados por la reducción de la capacidad de financiación de los hogares, mientras que la de las instituciones financieras apenas varió.

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que durante el segundo trimestre de 2010 únicamente las AAPP consiguieron captar, en términos netos acumulados de doce meses, capital foráneo, y por un importe inferior al del semestre previo (véase gráfico 28). En cambio, las entidades de crédito, que tradicionalmente han canalizado recursos del resto del mundo hacia nuestra economía, tuvieron muchas dificultades para financiarse en los mercados internacionales como consecuencia de las tensiones derivadas de la crisis de la deuda soberana, y sus operaciones financieras netas frente a los no residentes pasaron a presentar un saldo acreedor equivalente al 1,5% del PIB. De este modo, como los fondos captados por las AAPP fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos, los activos netos del Banco de España frente al exterior registraron una importante reducción, equivalente al 7,2% del PIB (en términos acumulados de doce meses), el volumen más elevado registrado desde que está disponible la serie histórica (mediados de los noventa). De acuerdo con la información incompleta del tercer trimestre procedente de la Balanza de Pagos (que cubre hasta agosto), esta tendencia habría revertido en los meses posteriores, en un contexto de recuperación de la confianza de los inversores internacionales en la economía española.

La información sobre los flujos financieros frente al exterior del segundo trimestre de 2010 muestra las dificultades que tuvo la economía española de captar fondos en el resto del mundo durante este período en el que se produjeron tensiones importantes en los mercados. Así, las entradas de capital apenas alcanzaron un 2,3% del PIB (en términos acumu-

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

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.

lados de doce meses), 2 pp menos que tres meses antes (véase cuadro 8). Por instrumentos, el grueso de estos fondos se canalizó a través de depósitos, y, en concreto, mediante el recurso al Eurosistema por parte de las entidades de crédito, cuyo flujo anual ascendió al 6,7% del PIB, compensando, de este modo, el descenso del saldo de la financiación procedente del mercado interbancario. En esta misma línea, la inversión directa del exterior en España pasó a ser ligeramente negativa, por un importe equivalente al 0,3% del PIB, lo que supone un retroceso de 1 pp con respecto a marzo.

Por su parte, las salidas de capital volvieron a presentar un signo negativo, en términos acumulados de doce meses, por un valor del -2,1% del PIB (frente al -0,1% de marzo). Por

instrumentos, cabe destacar la desinversión neta en valores de renta fija, por importe equivalente al 3,9% del PIB. Los flujos de inversión directa de España en el exterior también fueron negativos, al igual que en el trimestre anterior, por una cuantía similar a la observada entonces (-0,7% del PIB).

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 85% del PIB en junio de 2010, 3 pp por debajo del registro de marzo (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), del sector privado no financiero y de las AAPP, que solo fue compensado en parte por la reducción de 6,4 pp de la posición acreedora, que pasó a ser deudora, del Banco de España.

29.10.2010.