

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 RASGOS BÁSICOS

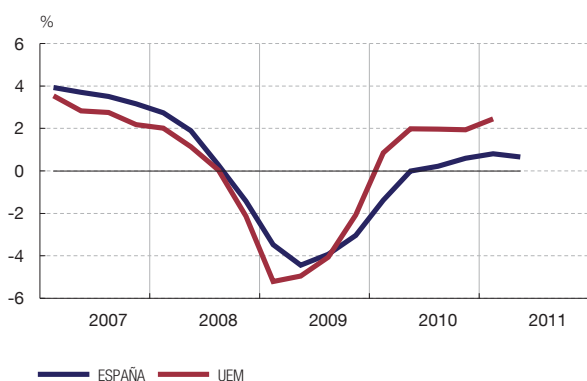
La economía española continuó en el primer trimestre del año la senda de moderada recuperación iniciada un año antes, con una tasa de crecimiento intertrimestral del PIB del 0,3 %, que situó su tasa interanual en el 0,8 %. Esta trayectoria se apoyó, de nuevo, en la fortaleza de la demanda exterior neta, que tuvo una aportación de 1,4 puntos porcentuales (pp) al PIB en términos de su tasa interanual, mientras que la demanda interna siguió mostrando una considerable atonía, solo interrumpida por el repunte del consumo público.

La información disponible sobre el segundo trimestre sugiere un debilitamiento de la actividad, en un entorno marcado por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible señalan que el PIB habría registrado una tasa de variación intertrimestral del 0,2 %, situando su tasa interanual en el 0,7 %. Por el lado del gasto, la desaceleración de la actividad se habría producido como consecuencia del retroceso de la demanda nacional (-1,9 % en tasa interanual), más pronunciado que en el trimestre anterior, mientras que la demanda exterior neta elevó su aportación positiva, hasta 2,6 pp. Debe tenerse en cuenta que en este trimestre las tasas interanuales están afectadas por la concentración de un volumen excepcional de gasto en igual período del año anterior, en anticipación a la subida del IVA el 1 de julio y a la inminente finalización de distintos programas públicos de apoyo al gasto (entre ellos, del plan 2000E de ayuda directa a la adquisición de automóviles).

Por el lado de la oferta, cabe destacar el debilitamiento de la actividad industrial, en parte debido a la discontinuidad en los procesos productivos que provocó el desabastecimiento de determinados *inputs* tras el terremoto de Japón en marzo, y a la alteración de la producción agrícola motivada por la crisis alimentaria en la UE. Los servicios de mercado, por su parte, mantuvieron un tono de moderada recuperación, mientras que el valor añadido de la construcción volvió a retroceder, aunque a un ritmo inferior al de los meses precedentes. En estas circunstancias, el empleo disminuyó en términos de su tasa interanual (-0,9 %, según la EPA), si bien se estabilizó en términos intertrimestrales, debido al comportamiento más favorable de la ocupación en el sector servicios, y la tasa de paro registró un pequeño descenso (hasta el 20,9 % de la población activa). La inflación inició una senda descendente a lo largo del segundo trimestre, confirmando el carácter transitorio de algunas de las subidas de precios de los meses centrales de 2010. El IPSEBENE se desaceleró en junio, tras haber repuntado en abril y mayo, hasta situarse en el 1,7 %, trayectoria que se prolongará con gran probabilidad en los próximos meses, una vez que se absorba el impacto que tuvo en los precios el aumento del IVA en julio del año pasado. En este sentido, el indicador adelantado del IPC mostró una reducción adicional en julio, hasta el 3 %.

En el panorama económico internacional, la evolución económica y financiera en los últimos meses estuvo dominada por el agravamiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y por una cierta pérdida de vigor en el ritmo de recuperación económica de algunas de las principales economías desarrolladas, lo que supuso un elemento de incertidumbre adicional, que contribuyó a aumentar las dudas sobre el carácter transitorio de la desaceleración. Esta evolución contrasta con el mantenimiento del dinamismo en las economías emergentes. Los precios del petróleo y del resto de materias primas flexionaron a la baja respecto a los niveles máximos alcanzados en abril, aunque permanecieron en cotas elevadas, y la inflación continuó evolucionando de forma diferenciada por áreas geográficas, observándose mayores presiones inflacionistas en los

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



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

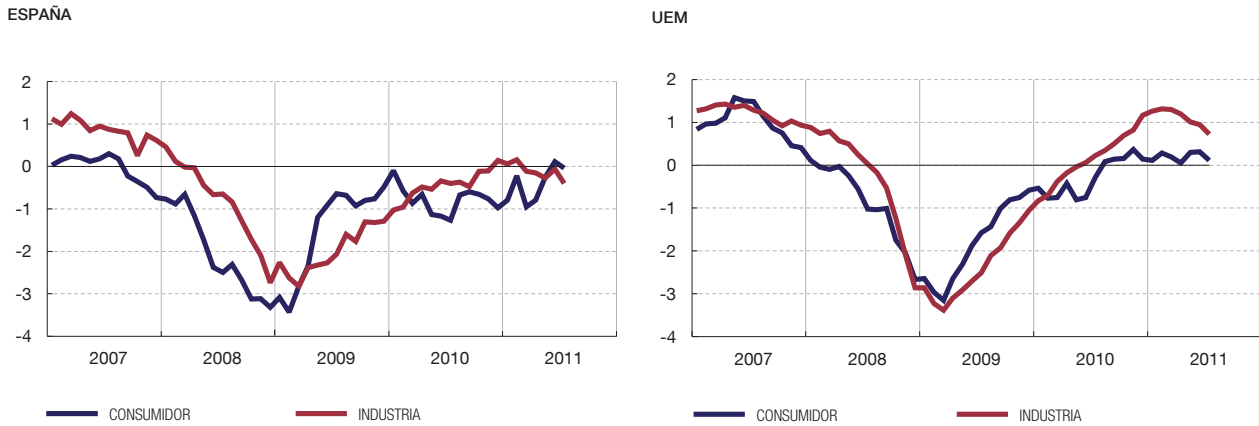
a Series ajustadas de estacionalidad.

países emergentes, que se encuentran más adelantados en el ciclo económico. Finalmente, los riesgos en el terreno fiscal se extendieron más allá de la zona del euro, destacando las tensas negociaciones en Estados Unidos sobre el aumento del techo de deuda.

En Europa, la incertidumbre suscitada en torno a la posibilidad de alguna forma de reestructuración de la deuda griega y la demora en la aprobación del segundo paquete de ayuda financiera a ese país determinaron que las turbulencias en los mercados financieros (que en el tramo inicial del trimestre afectaron a los países sujetos a programa) se extendieran a partir de julio a los mercados de deuda pública de otros países de la zona del euro, y con particular intensidad a Italia y España. Además, las tensiones se propagaron a otros mercados financieros, como el mercado bursátil, los mercados cambiarios (donde el tipo de cambio del euro registró oscilaciones significativas) y el mercado interbancario. Esta fuerte inestabilidad enturbió la publicación el 15 de julio de los resultados positivos de las pruebas de resistencia de la banca europea por parte de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, según sus siglas en inglés).

Ante la gravedad de la situación, el 21 de julio se convocó una reunión extraordinaria de los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro en la que se acordó poner en marcha un nuevo programa para el Estado heleno, así como un conjunto más amplio de medidas para mejorar la sostenibilidad de la deuda pública de ese país, detener el riesgo de contagio a otras economías y reforzar los mecanismos disponibles para la gestión de la crisis en Europa (véase recuadro 2). Los resultados de la cumbre se tradujeron en una cierta relajación inicial de las tensiones, que, sin embargo, se revirtió en los días posteriores, aunque aún es pronto para valorar el alcance final de la reacción de los inversores.

Tras un primer trimestre en el que el PIB del área del euro creció por encima de lo esperado, la información coyuntural disponible apunta a una cierta ralentización de la actividad en el segundo —en línea con lo esperado—, como consecuencia de la reversión de algunos de los factores temporales que estimularon el crecimiento del producto en los meses iniciales del ejercicio. Tras esta pausa, las estimaciones disponibles apuntan hacia una continuación de la recuperación de la actividad en lo que resta de ejercicio, aunque con un comportamiento divergente entre países. En el ámbito de los precios, la inflación permaneció en cotas elevadas, del 2,7 % en junio (2,5 % en julio, según el indicador adelantado del IAPC),



FUENTE: Comisión Europea.

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

debido al todavía elevado incremento de los precios de la energía y de las materias primas. Los riesgos en el medio plazo siguen siendo al alza y están relacionados con posibles incrementos, más elevados de lo esperado, en los precios de la energía y los impuestos indirectos. Así lo consideró el BCE en su reunión de julio, en la que decidió aumentar los tipos oficiales en 25 puntos básicos (pb), hasta situarlos en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación. En agosto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener constantes los tipos oficiales y reafirmó su compromiso con la estabilidad financiera prolongando por el tiempo que fuera necesario y al menos hasta enero de 2012 el procedimiento de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las diversas operaciones de provisión de liquidez, que incluirán una nueva operación a seis meses garantizando así que esta es suministrada en un volumen adecuado a todas las entidades. Estas decisiones se sumaron a la ya adoptada previamente de suspender el umbral mínimo de calificación crediticia en el caso de los instrumentos negociables de renta fija emitidos o garantizados por el Gobierno portugués, tras la rebaja de Moody's de la calificación de su deuda soberana. Finalmente el Consejo recordó la vigencia de su Programa para el Mercado de Valores.

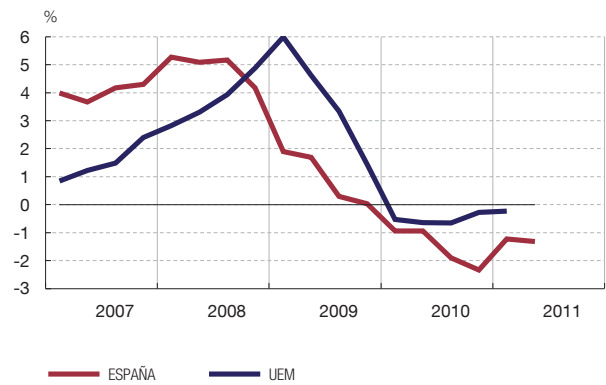
El agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro afectó con singular intensidad a los mercados financieros españoles, en los que se produjo un repunte de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por las AAPP como por el sector privado, y caídas en los índices bursátiles. Estas tendencias se acentuaron a lo largo de julio, mes en el que el diferencial entre la rentabilidad de la deuda pública a diez años y la de la referencia alemana al mismo plazo llegó a situarse en torno a 370 pb. A la fecha de cierre de este informe, la prima de riesgo de los bonos españoles se colocaba próxima a los 400 pb. En los mercados de valores, las cotizaciones bursátiles experimentaron vaivenes igualmente notables, que han situado el IBEX 35 un 8,3 % por debajo de su valor a comienzos de año.

En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda siguió reduciéndose, a un ritmo interanual del 5,2 % en el período de abril-junio, de forma más acusada que en el trimestre anterior, con lo que acumula una caída próxima al 17 % desde finales de 2007, que representa un 22 % en términos reales.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



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

a Tasas de variación interanual.

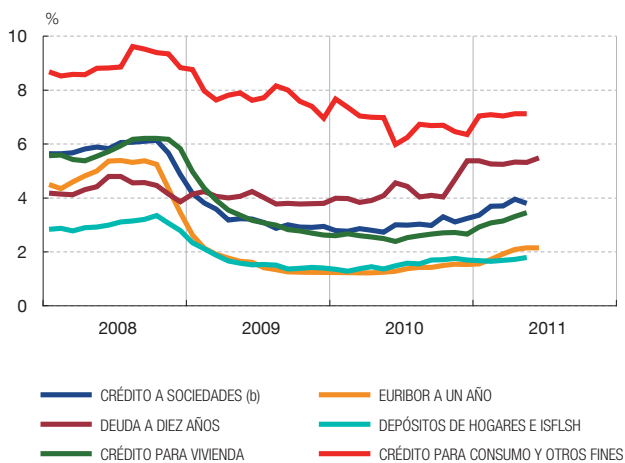
b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

En estas circunstancias, las condiciones de acceso a la financiación del sector privado residente experimentaron un endurecimiento adicional, pues las tensiones en los mercados financieros se tradujeron en un aumento en los costes de financiación de las entidades bancarias, que se trasladó, al menos parcialmente, a los tipos de interés de los préstamos concedidos a empresas y hogares, prolongando la trayectoria ascendente que se había iniciado a principios de 2011. En cambio, los criterios de concesión de créditos, distintos de los tipos de interés, no experimentaron cambios significativos tras el ligero endurecimiento de los primeros meses de 2011.

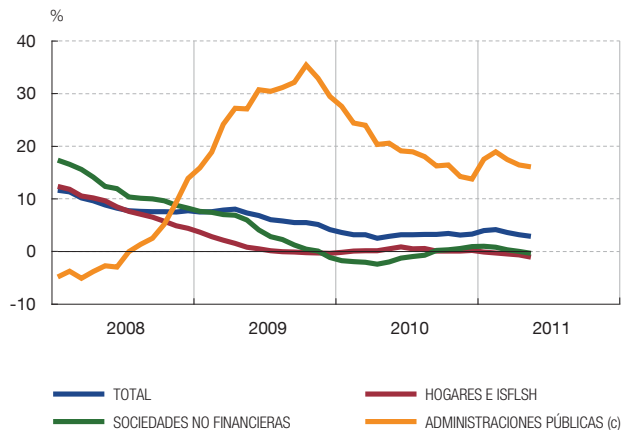
El entorno de inestabilidad descrito, la escasa mejoría en la situación económica de los hogares y el tensionamiento en las condiciones para el acceso a la financiación no ayudaron a impulsar el gasto de las familias, que dio muestras de una débil recuperación en el conjunto del trimestre. Se estima que el consumo de los hogares repuntó solo levemente en el período de abril-junio, en un contexto en que el valor del patrimonio de las familias volvió a descender, al igual que lo hizo su renta disponible, si bien la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, relativas al primer trimestre, indica una pequeña ralentización en el ritmo de descenso de esta variable en términos nominales (por primera vez desde el inicio de la crisis). La tasa de ahorro siguió ejerciendo un papel estabilizador del gasto y disminuyó de nuevo en el primer trimestre, hasta situarse en el 12,2% de la renta disponible en términos acumulados de cuatro trimestres, nivel cercano a los valores previos a la crisis.

Por su parte, la inversión residencial se contrajo en el segundo trimestre, en línea con la senda prevista, que comporta, para lo que resta de año, caídas de este componente de la demanda interna de magnitud decreciente. Por el lado de la demanda de activos residenciales, las compraventas registradas acusaron un significativo descenso en los meses de abril y mayo en comparación con igual período del año anterior. Este retroceso interanual puede estar relacionado con los cambios en el tratamiento de la adquisición de vivienda en el IRPF a partir del 1 de enero de este año, que incentivaron el adelanto de las compras programadas a 2010 y alteraron el perfil de evolución de esta variable. No obstante, las dudas que han surgido en torno a posibles modificaciones en el tratamiento fiscal de la vivienda en propiedad y las perspectivas de aumento del esfuerzo financiero que comporta el endurecimiento de las condiciones de financiación podrían prolongar esta trayectoria descendente.

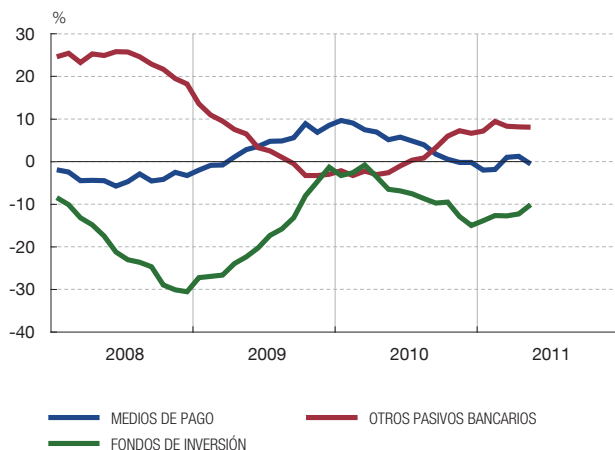
TIPOS DE INTERÉS (a)



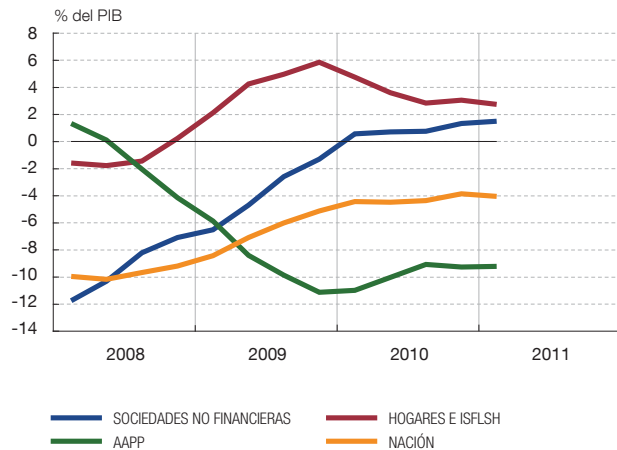
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

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

En conjunto, el ajuste del consumo y de la inversión de los hogares está permitiendo que la capacidad de financiación del sector se mantenga en niveles relativamente elevados, del 3,4% del PIB en el primer trimestre, en términos acumulados de cuatro trimestres. También se observa una contracción de la deuda de las familias, cuyo nivel se redujo un 1,1% en términos interanuales, como resultado de un descenso superior al de meses anteriores de los fondos para consumo y otros fines y del leve descenso de los destinados a la adquisición de vivienda.

La inversión empresarial acusó el clima de incertidumbre y de inestabilidad financiera que prevaleció en el período analizado y mantuvo un tono de debilidad que se pudo ver inten-

sificado por el menor empuje que se detectó en el comercio mundial. Por productos, el componente más contractivo de la inversión fue el de otras construcciones, que se ha visto afectado por el ajuste en los proyectos de obra civil que conllevan los planes de austeridad presupuestaria en marcha. Las empresas también incrementaron su capacidad de financiación en los meses iniciales del ejercicio —hasta alcanzar un importe equivalente al 0,9 % del PIB, en tasa acumulada de cuatro trimestres—, lo que podría obedecer a los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación, y su endeudamiento pasó a experimentar variaciones moderadamente negativas (del -0,3 %, en términos de la tasa interanual en mayo). Con la información disponible hasta marzo, el descenso de la financiación por ramas productivas fue relativamente generalizado —solo el componente de servicios no financieros y no inmobiliarios registró un pequeño avance—, aunque más intenso en el sector de la construcción, como viene siendo habitual.

La actuación de las AAPP siguió marcada por el desarrollo de los planes de consolidación fiscal. Por el lado del gasto público, en lo que va de año se han producido descensos significativos en la remuneración de los empleados públicos y la inversión, así como una desaceleración en el gasto en prestaciones sociales. Se observó, en cambio, una cierta desviación al alza en los gastos de consumo final no salariales y un aumento en los pagos por intereses. Por el lado de los ingresos, el IVA y el IRPF evolucionaron conforme a lo que cabía esperar dadas las medidas adoptadas en 2010, mientras que el resto de figuras impositivas mostró una mayor debilidad. En conjunto, la consolidación fiscal progresa hacia los objetivos establecidos, aunque a ritmos distintos según los distintos agentes. Mientras que la ejecución del Estado y la de la Seguridad Social evolucionaron hasta junio, en líneas generales, según lo presupuestado, la de las CCAA mostró un déficit más alto del previsto en el primer trimestre (del 0,5 % del PIB), lo que exige un ajuste más intenso en lo que resta del ejercicio para alcanzar el objetivo de reducción del déficit programado en 2011 (de 1,5 pp del PIB hasta un déficit del 1,3 % del PIB). En este contexto, el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) validó en su reunión del 27 de julio los planes de reequilibrio de cuatro de las seis CCAA en las que dicha aprobación seguía pendiente, situación en la que permanecerán las dos restantes hasta que se produzca la próxima reunión del CPFF. Una aplicación rigurosa de la condicionalidad de las autorizaciones al endeudamiento al cumplimiento estricto de dichos planes constituye un instrumento fundamental para evitar que se produzcan desviaciones presupuestarias al final del ejercicio.

En el mes de julio se aprobaron sendas medidas para reforzar el marco presupuestario de las AAPP y para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, en línea con los objetivos planteados en el Pacto por el Euro Plus. En este sentido, el Congreso convalidó el 14 de julio el decreto ley que fija una regla de crecimiento del gasto público, según la cual el ritmo de aumento de esta variable no podrá superar anualmente la tasa de crecimiento nominal de medio plazo de la economía, y será de aplicación directa a la Administración General del Estado y a las entidades locales que participan en la cesión de impuestos estatales. Una regla de estas características, que se plantea como un complemento a la Ley de Estabilidad Presupuestaria, puede ser un instrumento muy útil para reforzar la disciplina fiscal, aunque su plena efectividad requiere su aplicación también a los presupuestos de las CCAA (a propuesta del Gobierno, el CPFF aprobó, en la citada reunión, la adopción de reglas de similares características por las CCAA). Por otra parte, el 21 de julio quedó definitivamente aprobada la Ley de Reforma de la Seguridad Social, que confirma los elementos fundamentales del anteproyecto de ley: la elevación de la edad de jubilación, la ampliación del número de años que se tienen en cuenta para el cálculo de la pensión, y la inclusión de un factor de sostenibilidad que permitirá ir adaptando los pará-

metros del sistema a los desarrollos demográficos futuros. En conjunto, la reforma constituye un paso de gran alcance para asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones (véase, para un valoración más detallada de la reforma, el recuadro 2.3 del *Informe Anual, 2010*, del Banco de España).

En cuanto a los intercambios comerciales con el exterior, tanto el ritmo de avance de las exportaciones como, en mayor medida, el de las importaciones se desaceleraron en el segundo trimestre del año. No obstante, el comportamiento de las ventas al exterior siguió siendo muy dinámico, lo que permitió un leve aumento en la cuota de las exportaciones españolas en términos reales en la primera mitad de año. Por su parte, las exportaciones de turismo intensificaron su senda de fuerte recuperación en el período de abril-junio, como consecuencia de la favorable situación económica de nuestros principales mercados emisores de turistas y de los efectos de la inestabilidad geopolítica en el Norte de África y Oriente Próximo. Esta evolución estuvo acompañada en la vertiente importadora por una nueva pérdida de vigor de las compras de bienes al resto del mundo, que apenas aumentaron, y por un descenso de las importaciones de servicios, ligados ambos desarrollos a la atonía de la demanda interna.

La corrección de las necesidades de financiación de la nación se ralentizó en los primeros meses del año. Según las cuentas no financieras de los sectores institucionales, las necesidades de financiación de la nación se situaron en el primer trimestre en el 4 % del PIB en acumulado de cuatro trimestres (3,9 % en 2010). La información más actualizada de la balanza de pagos indica que, detrás de este comportamiento, se encuentra el deterioro del saldo comercial de bienes energéticos, que refleja el impacto de los elevados precios del petróleo sobre la factura energética, y el aumento en el déficit de rentas, factores ambos para los que las perspectivas no son favorables para lo que resta de año.

Por el lado de la oferta, el rasgo más destacado fue la interrupción de la trayectoria de recuperación de la producción industrial que se había iniciado a finales de 2010 y principios de este año. Dado que ello se ha debido, al menos en parte, a los factores de naturaleza transitoria ya comentados, los ajustes realizados en el sector y las ganancias de productividad generadas deberían permitir la restauración de la senda de recuperación de la producción industrial en los próximos trimestres, máxime si retornara el tono exportador de la parte inicial del año. Por su parte, las ramas de servicios de mercado mostraron de nuevo crecimientos moderados; evolución que se encuentra condicionada por la atonía del consumo. Por último, el valor añadido de la construcción volvió a descender, lastrado por el retroceso en el segmento de construcción no residencial. Según los datos de la EPA correspondientes al segundo trimestre, la ocupación mostró una recuperación en los servicios, tanto de mercado como de no mercado, mientras que el ritmo de destrucción del empleo se atenuó en el resto de ramas, a excepción de la construcción, que intensificó su ritmo de caída. Esta evolución del empleo estuvo acompañada de un incremento de la ratio de temporalidad (hasta el 25,5 %).

Pese a la debilidad del mercado de trabajo, los costes laborales en la economía de mercado repuntaron en el primer trimestre, en buena medida por el estrecho vínculo que todavía existe entre negociación colectiva e inflación. Para el período de abril-junio se estima un crecimiento de la remuneración por asalariado para este agregado en el entorno del 2%, que sería compatible con la pequeña moderación que se empieza a observar en las tarifas medias negociadas en los convenios colectivos (2,7 % en junio, frente a 3,1 % acumulado hasta marzo). Cabe prever que esta desaceleración continúe, en lo que resta de año, a medida que vaya avanzando la negociación colectiva y, con ella, el número

de convenios de nueva firma, cuyas tarifas están menos referenciadas a la inflación pasada, que fue singularmente elevada en diciembre de 2010. A ello habría que sumar el efecto potencial que sobre los incrementos salariales podría generar una utilización intensiva por parte de empresarios y trabajadores de las posibilidades de negociación colectiva que ofrece el Real Decreto Ley 7/2011, aprobado el pasado 10 de junio, de medidas urgentes para la reforma de la negociación colectiva. Dicha reforma incentiva la firma de convenios de empresa, cuya evolución está más ligada a la situación cíclica de la empresa, y facilita las opciones de descuelgue salarial (véase recuadro 4). Para el conjunto de la economía, se estima que la remuneración por asalariado ralentizó algo más su ritmo de crecimiento, influida por el recorte de los salarios públicos, y, como resultado, los costes laborales unitarios siguieron descendiendo.

En resumen, la evolución económica de los últimos meses dibuja una situación cíclica de recuperación débil, apoyada en el dinamismo de la demanda exterior neta. Este patrón de salida de la crisis refleja la corrección de los desequilibrios macroeconómicos acumulados, cuya culminación resulta imprescindible para restaurar una pauta de crecimiento sostenido, aun cuando limite la capacidad de crecimiento a corto plazo. Con todo, el aumento de la incertidumbre en los últimos meses ha acentuado los riesgos a la baja sobre el crecimiento. Las posibles repercusiones de las tensiones en los mercados de deuda soberana sobre la economía real son la fuente principal de riesgos. La superación de este clima adverso depende de que, a nivel europeo, se pongan en marcha con decisión y claridad los compromisos acordados en la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno del pasado 21 de julio, aunque la contención de los procesos de contagio exige también respuestas enérgicas de las políticas económicas nacionales. En España, a lo largo del último año se han adoptado importantes reformas en el ámbito fiscal y de pensiones, en el mercado de trabajo y en el sistema financiero. Una pronta y ambiciosa culminación de las mismas contribuiría a reducir la incertidumbre y a restablecer una situación de crecimiento más sólida.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

A lo largo del segundo trimestre, la intensificación de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro acabó afectando severamente a los mercados financieros globales, a diferencia de lo ocurrido en el trimestre anterior. Además, la pérdida de vigor de la recuperación económica de algunas de las principales economías desarrolladas, en particular de Estados Unidos, supuso un elemento de incertidumbre adicional, que contribuyó a aumentar gradualmente las dudas sobre el carácter transitorio de la desaceleración. Por su parte, aunque las presiones inflacionistas se han moderado en las economías avanzadas, en las emergentes continúan siendo intensas, en un contexto en el que los precios de las materias primas se mantienen en niveles elevados, lo que anticipa un endurecimiento progresivo de las condiciones monetarias en algunas de estas economías en los próximos meses. Esta situación contrasta con el nuevo retraso en el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés en algunas economías desarrolladas y con la reemergencia del debate sobre la conveniencia de nuevas medidas de política monetaria no convencionales en Estados Unidos e, incluso, en el Reino Unido, sin que, no obstante, se hayan dado pasos en esa dirección. Finalmente, en este trimestre se han intensificado los riesgos en el terreno fiscal, que se han extendido más allá de la zona del euro, destacándose las tensas negociaciones en Estados Unidos sobre el aumento del techo de deuda, que en los últimos meses se ha vinculado al logro de un consenso político en torno a la estrategia de consolidación fiscal (véase recuadro 1).

La evolución de los mercados financieros internacionales fue negativa, caracterizándose por una mayor aversión al riesgo y por movimientos de huida hacia la calidad por parte de los inversores, aunque el acuerdo del Eurogrupo en su reunión del 21 de julio favoreció una corrección transitoria de las tendencias del trimestre. Así, se produjeron pérdidas sustanciales en la mayoría de las bolsas, tanto desarrolladas como emergentes. En los mercados cambiarios, algunas monedas como el dólar o el franco suizo actuaron como activo refugio y experimentaron apreciaciones notorias. De este modo, los desarrollos negativos en Europa coincidieron con una apreciación del dólar frente al euro cercana al 3 %, alcanzando los 1,44 dólares por euro. La rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a diez años descendió hasta el entorno del 3 % en el trimestre, pese a la acentuación de los problemas fiscales en Estados Unidos, debido a las peores perspectivas económicas, como resultado de movimientos de huida hacia la calidad. En los mercados emergentes, se mantuvo el dinamismo de las entradas de capitales materializadas en deuda, y se apreció un elevado nivel de emisiones de renta fija, cercano a máximos históricos, pese a lo cual el diferencial soberano para el conjunto de las economías emergentes se amplió ligeramente. Las divisas emergentes registraron movimientos mixtos frente al dólar, aunque destaca la depreciación de la lira turca (superior al 10 %). Por su parte, los precios de las materias primas se han reducido moderadamente, tras las fuertes subidas del trimestre anterior, por las menores expectativas de crecimiento de la demanda mundial, aunque han mostrado una elevada volatilidad y permanecen en niveles altos. En el caso del petróleo tipo Brent, su precio se ha movido en un rango entre 105 y 120 dólares. La decisión de la OPEP de no aumentar sus cuotas de producción y el anuncio de la Agencia Internacional de la Energía de liberar una parte de sus reservas estratégicas dieron lugar a importantes variaciones en su precio.

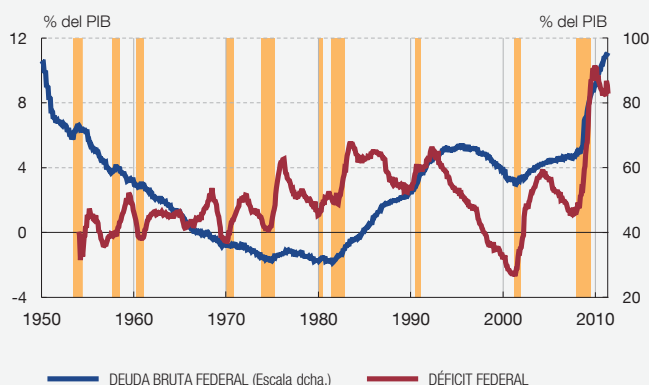
En Estados Unidos, la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PIB se situó en el 1,3 % (0,3 % it, 1,6 % ia) en el segundo trimestre, lo que supone una aceleración respecto

Desde que se iniciaran las turbulencias financieras en agosto de 2007 y, sobre todo, a partir de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la posición fiscal de la economía estadounidense se ha deteriorado profundamente, en buena medida como resultado del funcionamiento de los estabilizadores automáticos y de las medidas discrecionales adoptadas para atenuar el impacto de la crisis. En concreto, el déficit federal ha pasado de representar, en datos acumulados de doce meses, el 1,5 % del PIB en agosto de 2007 a suponer el 8,4 % en junio de 2011, tras superar el 10 % a finales de 2009. Esta evolución se ha debido tanto al descenso de los

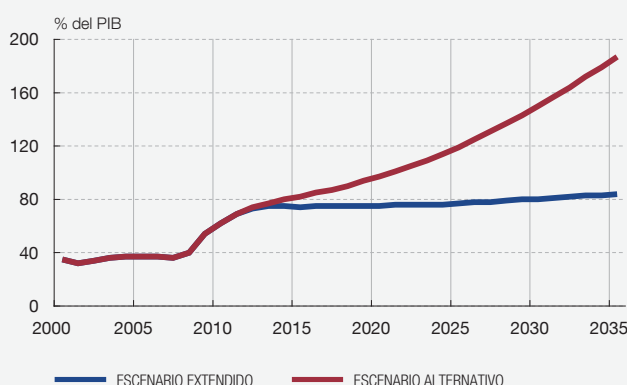
ingresos (del 18,1 % al 14,3 %) como al incremento del gasto (del 19,7 % al 21,6 %), y ha dado lugar, también entre agosto de 2007 y junio de 2011, a sendos aumentos de la deuda neta¹ —desde el

1. En este artículo, como es habitual en las estadísticas sobre finanzas públicas en Estados Unidos, se considera deuda neta la deuda en manos del público, que corresponde a los títulos del Tesoro negociados en el mercado y cuyos principales tenedores son sector exterior, sector privado financiero y no financiero, Reserva Federal, y Gobiernos estatales y locales que adquieran en el mercado estos títulos de deuda.

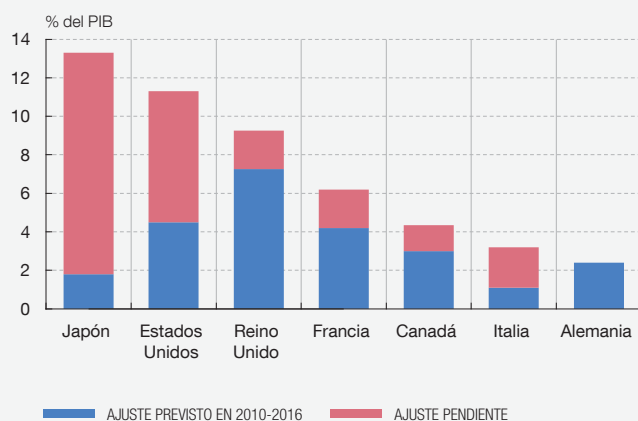
1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL DÉFICIT Y LA DEUDA BRUTA FEDERAL (a)



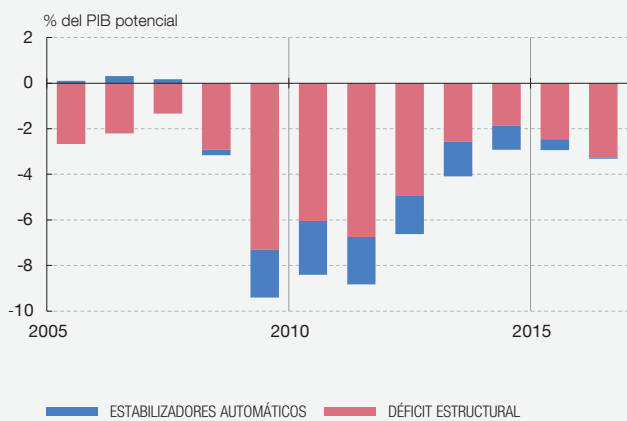
2 PREVISIONES DE DEUDA NETA FEDERAL



3 ESTIMACIÓN DEL AJUSTE FISCAL NECESARIO (FMI) (b)



4 DÉFICIT FEDERAL. DESGLOSE POR COMPONENTES



FUENTES: Congressional Budget Office, US Department of the Treasury, Bureau of Economic Analysis y Fondo Monetario Internacional.

a Las barras en amarillo denotan períodos de recesión.

b Estimación del ajuste fiscal necesario para que la ratio de deuda se reduzca hasta el 60 % del PIB en 2030 o se establezca (si es inferior al 60 % del PIB).

36 % del PIB hasta el 64,9 % — y de la bruta —del 63,6 % del PIB al 95,5 %— (véase gráfico 1).

Al deterioro de la situación fiscal en Estados Unidos a raíz de la crisis, que ha sido de los mayores entre las economías desarrolladas, hay que añadir, como en el resto de los países avanzados, los elevados compromisos fiscales asociados al envejecimiento de la población, que se manifestarán en gastos crecientes en sanidad y pensiones. Como resultado de estos desarrollos, la cuestión de la sostenibilidad de las finanzas públicas ha adquirido una notable relevancia en los debates de política económica.

En su último informe de perspectivas, la Oficina Presupuestaria del Congreso (*Congressional Budget Office* —CBO— es una agencia independiente cuyo mandato es proveer al Congreso de análisis objetivos para la toma de decisiones de carácter económico y presupuestario) plantea dos escenarios alternativos para la evolución de las finanzas públicas a largo plazo². En el primero, en el que se asume que las exenciones fiscales expirarán como está establecido y que las limitaciones del gasto previstas —especialmente en materia de sanidad— acabarán materializándose, el déficit disminuiría hasta el 4,2 % del PIB en 2035 como resultado de los mayores ingresos, que se situarían por encima de la media histórica (23 % en 2035, frente al promedio de 18 % en las últimas cuatro décadas), y de los menores gastos —excluidos Seguridad Social, sanidad y pagos por intereses—, de modo que la deuda neta se situaría en el 84 % del PIB. Sin embargo, bajo el escenario alternativo, en el que las exenciones fiscales se mantienen y el recorte del gasto sanitario no llega a producirse, las perspectivas son preocupantes: los ingresos se mantendrían en niveles históricamente reducidos (en el entorno del 18 % del PIB), mientras que los gastos alcanzarían registros muy elevados (próximos al 34 % del PIB) (véase gráfico 2), propiciando un incremento de la deuda neta hasta el 187 % del PIB.

En este contexto, diversas estimaciones apuntan a que el ajuste fiscal necesario para estabilizar el nivel de deuda a largo plazo en Estados Unidos es muy elevado y está por encima del previsto en la mayoría de las economías desarrolladas. Así, un análisis reciente del Fondo Monetario Interna-

cional³ muestra que el ajuste fiscal necesario para estabilizar la deuda en el 60 % del PIB sería de 11 pp, mientras que el ajuste previsto en junio de 2011, antes del reciente acuerdo fiscal, para el horizonte 2010-2016 apenas superaría los 4 pp (véase gráfico 3). De hecho, a pesar de que en junio de 2010 los países miembros del G 20 acordaron reducir a la mitad sus déficits fiscales en 2013, lo que exigiría una reducción de alrededor de 5 pp en Estados Unidos, y a diferencia de la estrategia adoptada en otros países avanzados —principalmente en el Reino Unido y en diversos países de la UEM—, en los que se han aprobado ambiciosos planes de consolidación fiscal, en Estados Unidos se optó por retrasar el necesario ajuste fiscal, prolongando el papel de los estímulos públicos como soporte del crecimiento. En esta línea, en diciembre de 2010 se aprobó un nuevo programa de estímulo fiscal, cuando la mayoría de las economías habían iniciado ya el ciclo fiscal contractivo. En el momento actual, el diseño de la estrategia de consolidación fiscal acaba de pactarse, tras un complejo y prolongado debate entre los dos partidos principales, fuertemente enfrentados en esta cuestión.

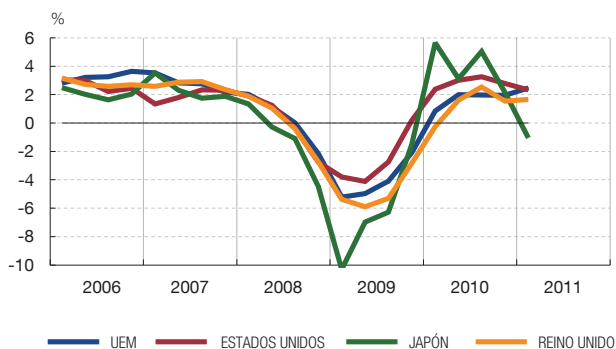
En efecto, el debate político se intensificó e inició una deriva arriesgada cuando en, febrero, el Partido Republicano vinculó la aprobación de un incremento del límite de la deuda con el que el Gobierno puede operar a la aprobación de un programa de consolidación fiscal basado en los recortes de gasto, lo que difiere radicalmente de la propuesta demócrata, que pretende preservar las partidas de beneficios sociales aumentando determinadas figuras impositivas. La negociación así planteada se ha focalizado sobre una variable —el límite de la deuda— que debería quedar fuera del debate y que entraña elevados riesgos. El acuerdo alcanzado el 31 de julio permite un incremento de la deuda en, al menos, 2,1 billones de dólares (aunque se estima que el incremento alcanzaría los 2,5 billones), monto suficiente para financiar la gestión del Gobierno hasta 2013, es decir, hasta después de las próximas elecciones. A cambio, se ha acordado un recorte del gasto de casi 1 billón de dólares en diez años, al que acompañaría otro recorte del déficit de entre 1,2 billones y 1,5 billones, que pactará una comisión bipartidista antes de fin de 2011, y sobre el que se han establecido mecanismos de presión para garantizar dicho acuerdo. En todo caso, aún persisten dudas sobre las implicaciones de este acuerdo en la sostenibilidad de la deuda pública.

2. Véase CBO's 2011 Long-Term Budget Outlook, Congressional Budget Office, junio de 2011.

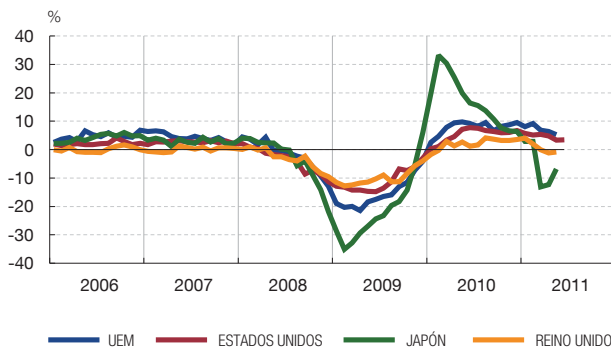
3. Véase *Fiscal Monitor Shifting Gears: Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment*, Fondo Monetario Internacional, abril de 2011. En la misma línea, A. Auerbach (2011) señala que el incremento necesario del saldo primario estructural, sobre el actualmente previsto, para que la deuda vuelva a una ratio del 45 % en 2060 se situaría en unos 8 pp del PIB. Véase «Long Term Fiscal Sustainability in Major Economies», artículo preparado para la Décima Conferencia Anual del Banco Internacional de Pagos: *Fiscal Policy and Its Implications for Monetary and Financial Stability*, en Lucerna, junio de 2011.

al 0,4 del primer trimestre, que se revisó notablemente a la baja. La debilidad persistente del crecimiento se debió a la atonía del consumo privado. Los indicadores más recientes, tanto de oferta como de demanda, reflejan una prolongación de este escaso dinamismo. En junio, la producción industrial aumentó ligeramente y la confianza empresarial mantuvo la señal de crecimiento moderado, al tiempo que las ventas al por menor y la confianza de los consumidores mostraban síntomas de debilitamiento. Asimismo, el mercado inmobiliario residencial continúa muy deprimido y los precios de la vivienda han vuelto a descender. Por otra parte, en mayo y junio, tras un período de elevado dinamismo, el ritmo de creación de empleo se ralentizó y la tasa de paro aumentó de nuevo, hasta alcanzar el

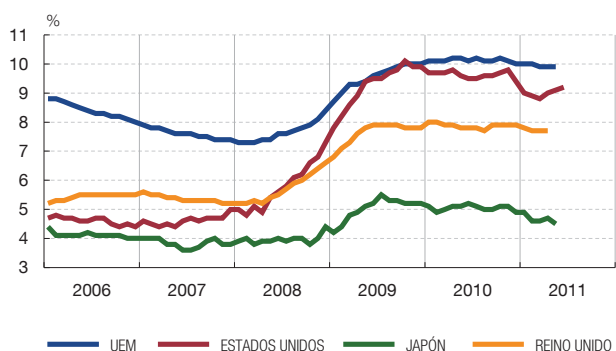
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



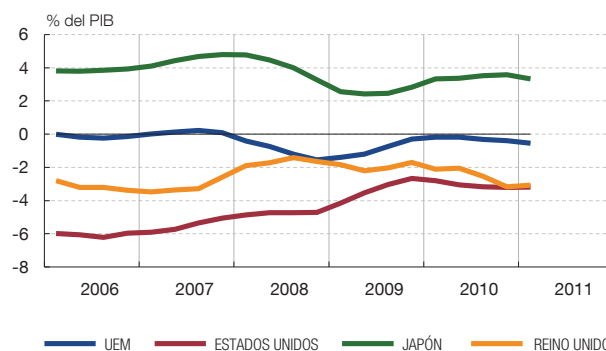
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



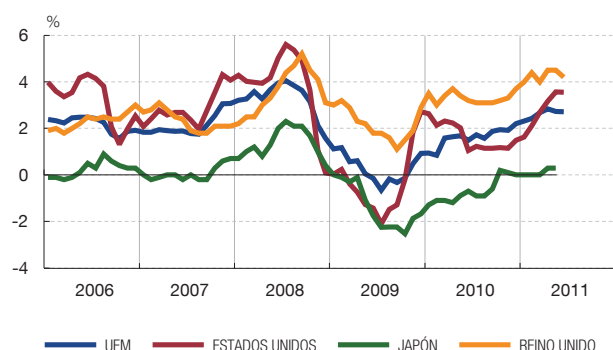
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

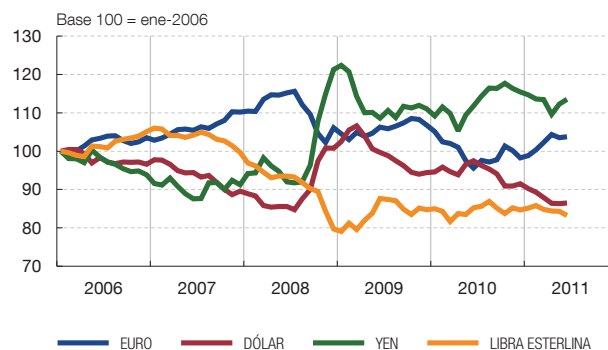
9,2 % de la población activa al cierre del segundo trimestre. La inflación se mantuvo sin cambios en junio, en el 3,6 % interanual, y la subyacente aumentó en una décima, hasta el 1,6 % interanual. En este contexto, la Reserva Federal ha mantenido el tono expansivo de su política, dejando el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,25 %, y ha concluido el programa de compras de activos.

En Japón, el PIB del primer trimestre cayó un 0,9 % trimestral (-1 % interanual), por la contracción de la demanda privada y el repunte de las importaciones, tras el terremoto de marzo. No obstante, los indicadores más recientes apuntan a una rápida recuperación y normalización de la actividad desde mediados del segundo trimestre, gracias a la progresiva normalización de la oferta. Así, la producción industrial se expandió un 5,7 % en mayo, y otros indicadores cualitativos avanzan un mayor crecimiento en los próximos meses. Por el lado de la demanda, la recuperación está siendo más tenue, por la debilidad del sentimiento de los consumidores, si bien ciertos factores temporales están apoyando el consumo. En cuanto al sector exterior, la balanza comercial registró un saldo deficitario en mayo, debido al dinamismo de las importaciones. Por otra parte, la inflación repuntó en mayo hasta el 0,3 %, aunque persisten las presiones deflacionistas —si bien cada vez más reducidas—. En este entorno, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 %, y amplió en 0,5 billones de yenes (0,1 % del PIB) la facilidad temporal para estimular la concesión de crédito bancario. Finalmente, el Gobierno aprobó un segundo presupuesto suplementario por valor de 2 billones de yenes (0,4 % del PIB).

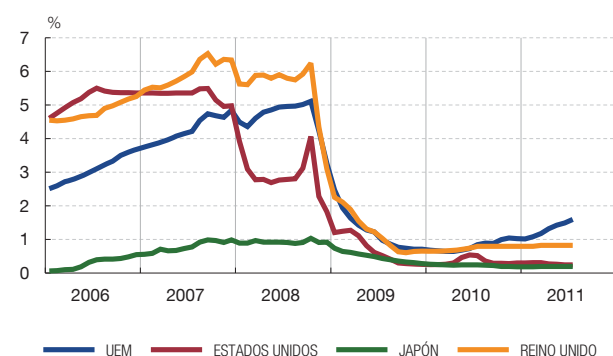
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



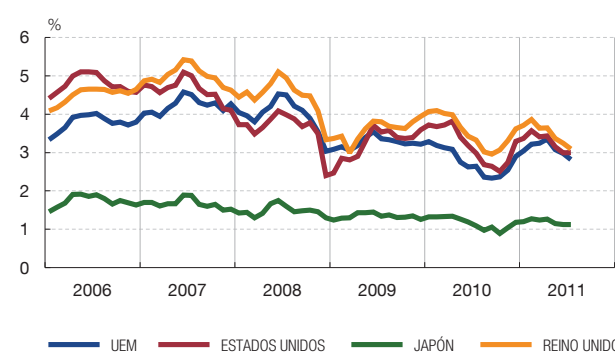
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



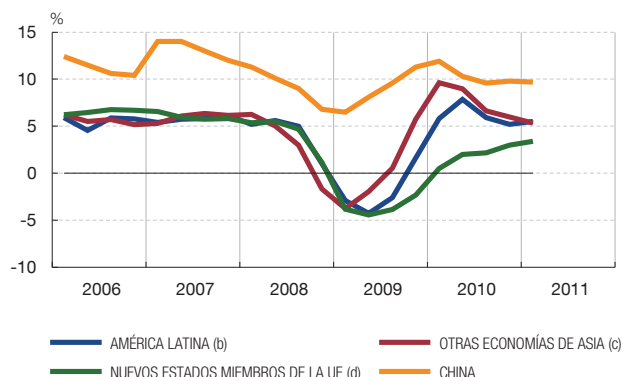
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

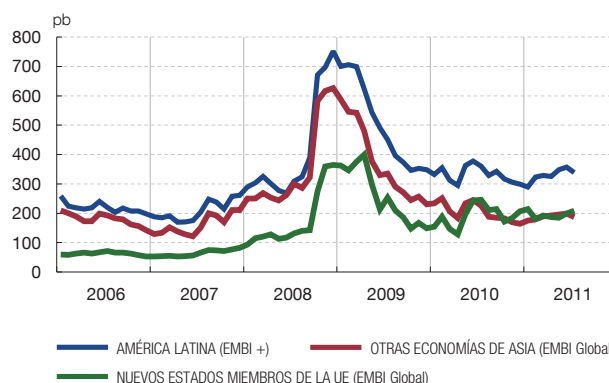
En el Reino Unido, la estimación preliminar del PIB del segundo trimestre muestra un crecimiento del 0,2 % intertrimestral (0,7 % interanual), frente al 0,5 % registrado en el primer trimestre y confirma el mantenimiento de la actividad en el sector servicios y el retroceso de la producción de bienes, ya apuntados por los indicadores de oferta de mayor frecuencia, como la producción industrial y los índices de gestores de compras (PMI). Los indicadores de demanda, como las ventas al por menor y las intenciones de inversión empresarial, mostraban cierta atonía, en línea con la reducida confianza de los consumidores y empresarios y la pérdida de poder adquisitivo de las familias. En el mercado inmobiliario, el número de transacciones registradas se mantiene en mínimos, y los precios de la vivienda conservan un suave perfil descendente. En el mercado laboral, la creación de empleo ha perdido impulso, si bien la tasa de paro está estabilizada en el 7,7 % y los salarios siguen contenidos. Tras una prolongada escalada, en junio, la inflación se redujo en tres décimas, hasta el 4,2 %, y la tasa subyacente en cinco décimas, hasta el 2,8 %, aunque subsisten notables presiones inflacionistas. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5 % en julio, y los mercados parecen descartar un endurecimiento de su política antes de final de año.

En el conjunto de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB creció en el primer trimestre, en promedio, un 3,5 % interanual, superior al 3 % del trimestre anterior, mostrando una mejoría generalizada, en la que destaca la

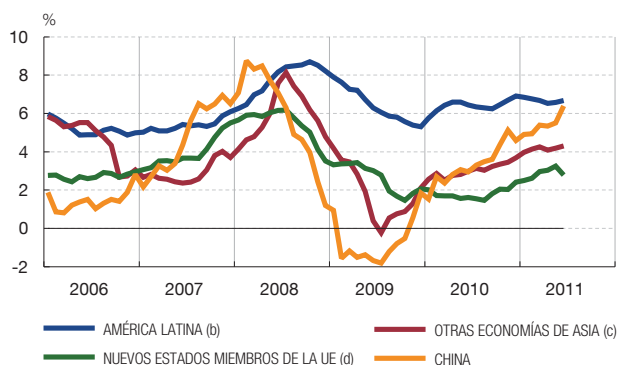
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



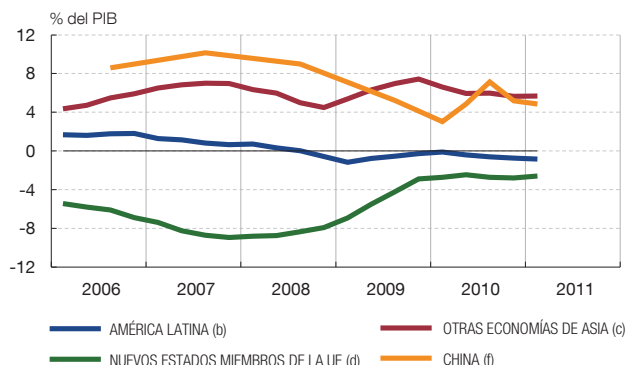
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE
% del PIB



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- 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. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.
f Datos anuales hasta 2009.

salida de la recesión de Rumanía y la sólida recuperación de la economía polaca. El impulso de la actividad continuó ligado a la expansión de las exportaciones y de la producción industrial, gracias al vigor de la economía alemana —principal socio comercial de la región—, al tiempo que en Polonia el consumo privado sigue mostrando una notable fortaleza. Para el segundo trimestre, se espera una continuidad del crecimiento, en la medida en que se prevé que la demanda externa mantenga su vigor, si bien no cabe descartar una cierta ralentización si la demanda interna no adquiere un mayor pulso. A lo largo del trimestre, la inflación tuvo un comportamiento heterogéneo, marcando una tendencia alcista hasta mayo y, posteriormente, registrando descensos generalizados en junio, debido a los menores precios de los alimentos, que han contribuido a situar la tasa agregada en el 4,2 % interanual. No obstante, las mayores presiones inflacionistas en Polonia propiciaron nuevos aumentos del tipo oficial —en 50 pb, hasta el 4,5 %—, mientras que en el resto de los países se mantuvieron inalterados.

En China, el PIB registró un crecimiento del 2,2 % intertrimestral (9,5 % interanual) en el segundo trimestre. El ritmo de expansión se mantiene robusto, moderándose solo levemente, pese al tensionamiento de la política monetaria y la relativa debilidad de la demanda externa. La inflación mantuvo una senda alcista, alcanzando el 6,4 % interanual en junio (muy por encima del objetivo del 4 %). En este contexto, las autoridades volvieron a incrementar los tipos de interés de referencia en julio (en 25 pb), quedando el tipo de los préstamos a un año en el 6,56 %, y el de los depósitos al mismo plazo, en el 3,50 %. Además, han elevado la tasa de reserva obligatoria seis veces durante 2011, hasta el 21,5 % para los principales bancos y hasta el 19,5 % para los de menor tamaño. En el resto de Asia, el crecimiento mantuvo una notable fortaleza durante el primer trimestre de 2011, aunque, en tasas interanuales, el PIB de la región se desaceleró ligeramente (6,3 %, frente al 7 % del trimestre anterior). Los indicadores del segundo trimestre apuntan a una cierta moderación adicional de la actividad. Por su parte, persistieron las presiones inflacionistas, por el efecto de los precios de alimentos y energía, que favorecieron las elevaciones de tipos de interés oficiales y de los coeficientes de reservas en varias de las economías de la región.

En América Latina, el crecimiento del PIB se aceleró ligeramente en el primer trimestre de 2011, hasta el 1,4 % intertrimestral, frente al 1,2 % del trimestre anterior (desde el 5,2 % hasta el 5,5 %, en términos interanuales), en gran medida por la menor aportación negativa de la demanda externa —dado que la demanda interna redujo su contribución positiva—. Los indicadores de actividad apuntan a un mantenimiento del dinamismo en el segundo trimestre. Por su parte, la inflación del conjunto de la región fue del 6,6 % en junio, registro similar a los de los meses precedentes y al de la tasa subyacente. En este contexto, los bancos centrales de Brasil, Colombia, Chile y Perú llevaron a cabo nuevos aumentos en los tipos de interés oficiales —si bien en los dos últimos países no se alteraron en las últimas reuniones del trimestre—. En el ámbito de la política fiscal, a lo largo del trimestre se registró cierta mejora del saldo primario. Además, continuaron las entradas de flujos financieros hacia la región, lo que sostuvo la apreciación de los tipos de cambio. En Brasil, se endurecieron los gravámenes sobre las posiciones cortas no cubiertas en moneda extranjera. Por otra parte, las agencias de calificación elevaron el *rating* de la deuda soberana de Colombia, Brasil y Uruguay. Finalmente, Brasil y Colombia realizaron emisiones en dólares en el mercado externo, de 550 millones de dólares y 2.000 millones de dólares, respectivamente.

3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

A lo largo del segundo trimestre y especialmente en julio, las tensiones financieras en el área del euro se agudizaron, y los diferenciales de la deuda pública de los países bajo programa de asistencia financiera alcanzaron niveles extraordinariamente elevados. Las turbulencias se extendieron a la deuda de otros países, como Italia y España, y a otros mercados financieros, como el bursátil, el cambiario y el interbancario. El desencadenante fue, en esta ocasión, la dificultad para diseñar un nuevo programa de ayuda para Grecia, necesario una vez que se evidenció que no podría volver a financiarse en el mercado de capitales a mediados de 2012, como estaba previsto. En particular, la falta de acuerdo sobre la conveniencia y, en su caso, la forma de incorporar la participación del sector privado en el programa se evidenció como un obstáculo de primera magnitud. El día 21 de julio, se reunieron, finalmente, los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro, y acordaron no solo poner en marcha un nuevo programa para el Estado heleno, sino un conjunto más amplio de medidas para mejorar la sostenibilidad de la deuda de ese país, para detener el riesgo de contagio a otras economías y para reforzar los mecanismos disponibles para la gestión de la crisis en Europa (véase recuadro 2). Si bien los resultados de la cumbre se tradujeron en una cierta relajación inicial, las tensiones resurgieron pronto y hacia finales de julio y primeros de agosto los diferenciales de la deuda italiana y la española volvieron a alcanzar máximos en el período de unión monetaria.

Este contexto de inestabilidad financiera, sin embargo, no parece haber afectado de manera significativa a la evolución macroeconómica de la UEM en el segundo trimestre, ya que la desaceleración del PIB que se anticipa para dicho período obedece en gran parte al aumento de los precios de las materias primas, a la ralentización del comercio internacional y al desvanecimiento de factores temporales que impulsaron el PIB al alza en el primer trimestre. Más a medio plazo, las estimaciones disponibles siguen apuntando hacia un escenario en el que la recuperación de la actividad prosigue, tras la pausa del segundo trimestre, hasta alcanzar crecimientos próximos al potencial a principios de 2012, y se sustenta cada vez más en la demanda interna. En este escenario, persisten las divergencias entre países, con un grupo de economías del núcleo de la zona del euro cada vez más alejado de las que están bajo programas de asistencia financiera, que permanecen en una situación delicada durante 2011 y 2012.

La inflación se situó en junio en el 2,7 %, debido, en gran medida, al notable incremento de los precios de la energía y de las materias primas. Dada la evolución del precio del petróleo que anticipan los mercados de futuros, está previsto que la inflación se mantenga por encima del 2 % en los próximos meses, y retorne a tasas inferiores a dicha referencia a principios de 2012. No obstante, los riesgos en el medio plazo siguen siendo al alza, y están relacionados con posibles incrementos, más elevados de lo esperado, en los precios de la energía y los impuestos indirectos. Así lo consideró el BCE en sus reuniones de abril y julio, en las que decidió aumentar los tipos oficiales en 25 pb en cada ocasión, hasta situarlos en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación, contribuyendo, de esta manera, a que las expectativas de inflación de la zona del euro continúen firmemente ancladas. También decidió suspender el umbral mínimo de calificación crediticia en el caso de los instrumentos negociables de renta fija emitidos o garantizados por el Gobierno portugués, tras la rebaja de Moody's de la calificación de su deuda soberana en cuatro escalones, hasta el grado de bono especulativo (Ba2). En agosto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales y realizar una

Desde que comenzó la crisis de la deuda soberana, se han ido adoptando medidas para fortalecer la competitividad, la gobernanza y la estabilidad financiera de la zona del euro. Pero la magnitud de los retos planteados tras la constatación de la imposibilidad de Grecia para volver a financiarse en los mercados a mediados de 2012 como estaba previsto, y la escalada del riesgo de contagio de las tensiones hacia otros países, han hecho necesarias actuaciones de mucho mayor alcance. El pasado 21 de julio, los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro alcanzaron un acuerdo que supone una notable mejora en las condiciones de los préstamos concedidos a los países bajo programas de asistencia financiera y una reforma de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y del futuro Mecanismo de Estabilidad Europea (MEDE), dotándoles de una mayor flexibilidad y capacidad operativa. El acuerdo incluye también un nuevo programa de apoyo financiero a Grecia, que, por las singulares condiciones de esta economía, incluye de manera excepcional la participación, voluntaria, del sector privado.

En particular, un primer bloque de medidas se dirige a ofrecer una solución al problema griego, ampliando la asistencia para cubrir las necesidades de financiación de esta economía, al tiempo que mejora la sostenibilidad de su deuda pública. Para ello, se introduce un nuevo programa de ayuda financiera a Grecia, en colaboración con el FMI y con la contribución del sector privado. La financiación total oficial ascenderá a 109 mm de euros. Un elemento esencial del nuevo programa es que se reducen los tipos de interés cobrados, que se hacen equivalentes a los del mecanismo de asistencia de balanza de pagos —actualmente en torno al 3,5 %—, y se consideran plazos de vencimiento más amplios, con un mínimo de 15 años y un máximo de 30, con un período de carencia de 10 años. Estas mejoras se hacen extensibles también a los programas vigentes para Irlanda y Portugal. Respecto a la participación privada, el sector financiero ha manifestado su disposición a apoyar a Grecia con carácter voluntario mediante un abanico de opciones, con garantías crediticias. La contribución neta del sector privado alcanzada por esta vía se estima en 37 mm de euros, a los que hay que añadir 13 mm de euros, que se conseguirán mediante un programa de recompras en los mercados secundarios, de modo que la participación total ascenderá a 50 mm de euros. Existe el compromiso firme por parte de todos los Estados miembros de que la participación del sector privado se limitará exclusivamente a Grecia, mientras que el resto de los países harán frente con determinación a su deuda soberana, al ser un elemento decisivo para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

Para impulsar el crecimiento y la inversión en Grecia, los jefes de Estado apoyaron la decisión de la Comisión de crear un grupo especial de trabajo, que colaborará con las autoridades griegas con el fin de movilizar inmediatamente fondos estructurales de la UE y del Banco Europeo de Inversión (BEI), para destinarlos a

mejorar la competitividad y el crecimiento, la creación de empleo y la formación, proporcionando asistencia técnica excepcional con objeto de ayudar a Grecia a aplicar sus reformas. Además, la Comisión y el BEI intensificarán las sinergias entre los programas de préstamos y los fondos de la UE en todos los países con asistencia del FMI y la UE, con el objetivo de acrecentar la capacidad de dichos países de absorber los fondos de la UE con el fin de estimular el crecimiento y el empleo, también mediante un aumento temporal de las tasas de cofinanciación. Se seguirá apoyando a los países sometidos a programas hasta que hayan recuperado el acceso al mercado, condicionado a que apliquen con éxito sus programas.

Para frenar la posibilidad de contagio se incrementa también la flexibilidad de la FEEF y del MEDE, permitiendo que puedan actuar con carácter preventivo, dotándoles de capacidad para financiar la recapitalización de los bancos mediante préstamos a los Gobiernos, incluso a países que no estén sometidos a programa, y permitiendo intervenciones en los mercados secundarios sobre la base de un análisis del BCE que reconozca la existencia de circunstancias excepcionales, con riesgo para la estabilidad financiera.

Además, los jefes de Estado y de Gobierno apremiaron la conclusión del proceso de aprobación de las propuestas de reforma de la gobernanza europea, que incorpora una revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la introducción de un mecanismo de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos. Para ello, será necesario llegar a un acuerdo respecto a las reglas de votación en la vertiente preventiva del Pacto. También se acordó reducir la dependencia de las agencias de calificación crediticia externa en el ámbito de la regulación financiera, para lo que la Comisión presentará propuestas.

Todos los Estados miembros de la zona del euro se comprometieron en la reunión a alcanzar completamente los objetivos presupuestarios acordados, mejorar la competitividad y corregir los desequilibrios macroeconómicos. En este sentido, se mostró la satisfacción sobre las medidas emprendidas por el Gobierno griego con el fin de estabilizar el déficit público y reformar la economía, así como el nuevo conjunto de medidas, incluidas las privatizaciones, recientemente adoptadas por el Parlamento heleno. Se consideraron también muy positivos el conjunto de medidas presupuestarias recientemente presentado por el Gobierno italiano y las reformas emprendidas por España en el ámbito presupuestario, financiero y estructural. También se valoró favorablemente la voluntad de Irlanda de participar constructivamente en los debates sobre el proyecto de directiva relativa a la base tributaria común del impuesto de sociedades y en los debates sobre política tributaria en el marco del Pacto por el Euro Plus.

operación suplementaria de provisión de liquidez a seis meses, a tipo fijo y adjudicación plena. El BCE decidió también prolongar durante el tiempo necesario y como mínimo hasta el 17 de enero de 2012 el procedimiento de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación, y mantener este procedimiento también para las operaciones con vencimiento a un mes y a tres meses hasta finales de 2011. Por último, el Consejo de Gobierno recordó la vigencia de su Programa para el Mercado de Valores.

En conjunto, en el segundo trimestre han aumentado los riesgos a la baja sobre un escenario central de recuperación moderada sin presiones inflacionistas en el medio plazo, en un entorno de, todavía, elevada incertidumbre. Aparte de los provenientes del contexto internacional, que a partir de la última información coyuntural referida a julio parecen haberse intensificado, el riesgo más importante se deriva de las repercusiones que puede tener sobre la economía real la evolución de las tensiones en los mercados de deuda soberana.

El 12 de julio, el ECOFIN concluyó el Semestre Europeo, el nuevo ciclo de coordinación y de supervisión de las políticas fiscal, macroeconómica y estructural que se ha introducido en la UE como parte de una reforma más amplia de la gobernanza económica. Asimismo, se realizó una valoración de los compromisos de reforma adquiridos por los Gobiernos en el marco del Pacto por el Euro Plus. En conjunto, las conclusiones de este proceso revelan que las políticas de reforma van en la dirección adecuada, pero que es necesario dotar de mayor concreción tanto a las medidas propuestas como a las recomendaciones realizadas.

3.1 Evolución económica

La recuperación económica sorprendió al alza en el primer trimestre de 2011, ya que el PIB creció un 0,8 % intertrimestral, por encima de lo que se preveía (véase cuadro 1). Las exportaciones, que aumentaron un 1,9 %, siguieron siendo el motor de la recuperación, en línea con la expansión de la economía mundial, de manera que la demanda exterior neta aportó tres décimas al crecimiento del PIB de la UEM. La inversión en bienes de equipo volvió a experimentar un avance elevado, mientras que el consumo privado solo aumentó un 0,2 %, y su debilidad puede estar relacionada con el escaso dinamismo de la renta disponible y con el entorno de elevada incertidumbre que retrae la adquisición de bienes de consumo, especialmente los de carácter duradero. A su vez, el consumo público y la inversión en construcción repuntaron en el primer trimestre, impulsados ambos agregados por factores temporales. Por todo lo anterior, la demanda interna sin existencias aportó seis décimas al crecimiento, al tiempo que los inventarios tuvieron una contribución nula. El valor añadido se aceleró en todas las ramas de actividad, especialmente en la industria, la construcción y el comercio, y mantuvo un tono más débil en la agricultura y los servicios de intermediación y de la Administración.

La pauta de recuperación de los países miembros de la zona del euro se caracteriza por la persistencia de notables diferencias. Así, en algunos países, el PIB está muy próximo al nivel existente antes del inicio de la crisis, mientras que, en otros, permanece todavía alejado de dicho nivel. En el primer grupo, la actividad económica es sólida, apoyada por una progresiva mejora del mercado de trabajo, en una situación financiera de hogares y empresas cada vez más saneada y en un proceso de recomposición de márgenes empresariales. Todo ello se está traduciendo en un repunte sustancial de la formación bruta de capital fijo. En este grupo, destacan Alemania y Francia, que crecieron en el primer trimestre un 1,5 % y un 0,9 %, respectivamente. En Alemania, sobresalió la fuerte expansión de las exportaciones, muy superiores a las francesas, con un consumo privado relativamente débil, a pesar de la fortaleza de su mercado de trabajo. Estas economías se están alejando así de las que se benefician de un programa de asistencia financiera,

	2009	2010				2011		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,3	0,3	0,9	0,4	0,3	0,8		
Consumo privado	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2		
Consumo público	0,4	-0,3	0,3	0,1	-0,1	0,5		
Formación bruta de capital fijo	-0,7	-0,7	2,2	-0,2	-0,2	1,9		
Importaciones	1,2	3,8	4,1	1,3	1,2	1,4		
Exportaciones	2,3	3,4	4,3	1,7	1,6	1,9		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,1	0,0	0,6	0,1	0,1	0,6		
Variación de existencias	-0,2	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,0		
Demanda exterior neta	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	-2,1	0,9	2,0	2,0	2,0	2,5		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,0	2,6	2,5	1,0	1,8	1,1	0,7	
Sentimiento económico	92,0	96,4	99,2	102,3	105,7	107,4	105,7	103,2
PMI compuesto	53,6	54,4	56,6	55,7	54,9	57,6	55,6	50,8
Empleo	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1		
Tasa de paro	10,0	10,1	10,2	10,2	10,1	10,0	9,9	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	0,9	1,6	1,5	1,9	2,2	2,7	2,7	
IPRI	-2,9	0,9	3,1	4,3	5,4	6,8	6,2	
Precio del petróleo (valor en dólares)	74,4	78,8	75,0	78,4	92,3	115,4	114,9	117,3
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,0	4,0	3,7	3,5	4,1	4,6	4,4	4,6
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,17	-0,08	-0,72	-1,01	-0,78	-1,14	-1,30	-1,56
Tipo de cambio dólar/euro	1,441	1,348	1,227	1,365	1,336	1,421	1,445	1,426
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-0,9	-4,5	-10,3	-6,3	-8,2	3,5	3,9	1,7
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	21,0	-1,2	-13,2	-7,4	-5,8	4,2	2,0	-3,6

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

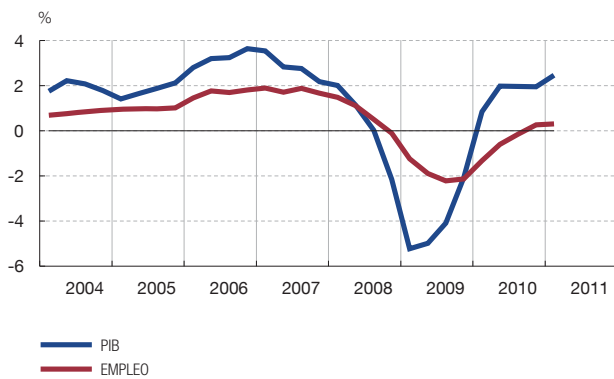
a Información disponible hasta el día 28 de julio de 2011.

b Variación porcentual acumulada en el año.

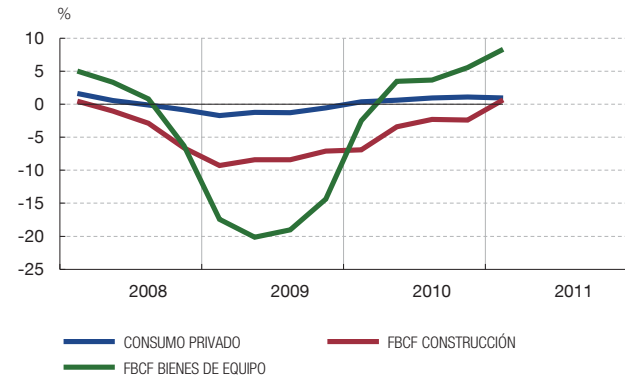
sometidas a un impulso fiscal más contractivo y a unas condiciones financieras más restrictivas, que experimentaron crecimientos en el primer trimestre de 2011 prácticamente nulos o, como en el caso de Portugal, negativos. Por su parte, el PIB solo aumentó un 0,1 % en Italia en el primer trimestre, en línea con los modestos avances crónicos en esta economía.

En el primer trimestre de 2011, el empleo volvió a experimentar una recuperación más modesta que la del PIB, con un tímido incremento del 0,1 % respecto al trimestre anterior, que se tradujo en una tasa interanual positiva del 0,3 %, consolidándose la creación de empleo iniciada a finales del año pasado. Las horas trabajadas por empleado, que todavía no han alcanzado los niveles previos a la crisis, aumentaron en mayor medida, un 0,5 % interanual, lo que reflejaría que persiste la tendencia al restablecimiento de la duración habitual de las jornadas laborales. En consecuencia, el incremento de la productividad del trabajo superó al de la remuneración por asalariado, por lo que los costes laborales unitarios se contrajeron de nuevo y, dado el aumento positivo del deflactor del PIB, los márgenes empresariales volvieron a ampliarse (véase gráfico 8).

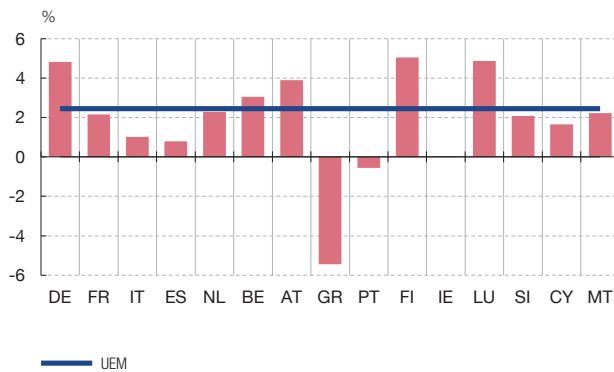
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



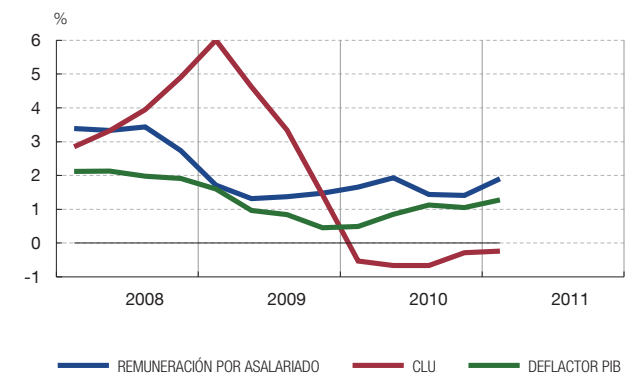
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Primer trimestre de 2011



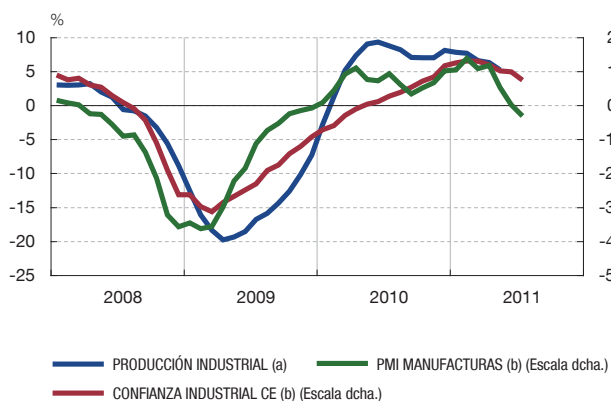
SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

La información coyuntural más reciente apunta a que la expansión de la actividad continuó en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más lento. La ralentización obedece, en parte, al desvanecimiento de algunos factores temporales que incidieron en el primer trimestre y, especialmente, a la pérdida de impulso que registró el ciclo industrial durante estos meses, debido al encarecimiento del precio del petróleo y de las materias primas, a las tensiones políticas del norte de África y a las interrupciones de las cadenas de suministro de los fabricantes, tras el desastre natural ocurrido en Japón el 11 de marzo. Así, la producción industrial perdió tono en abril y mayo, hasta crecer a tasas intermensuales próximas a cero, mientras que los nuevos pedidos industriales también mostraron una desaceleración respecto a los primeros meses del año (véase gráfico 9). Por su parte, la confianza empresarial se situó en niveles compatibles con un aumento de la actividad en el segundo trimestre, tanto en el sector industrial como en el sector de servicios, a pesar del progresivo empeoramiento registrado en los meses de junio y julio. Este deterioro ha sido más intenso en aquellos componentes relacionados con las expectativas para los próximos meses que en los que recogen la situación actual, lo que introduce incertidumbre sobre la evolución económica en los próximos meses. En el ámbito laboral, la tasa de paro se mantuvo en el 9,9% en mayo, y los indicadores de expectativas de creación de empleo, que venían mejorando ininterrumpidamente desde el inicio de la recuperación, registraron un ligero retroceso en los meses de mayo y junio.

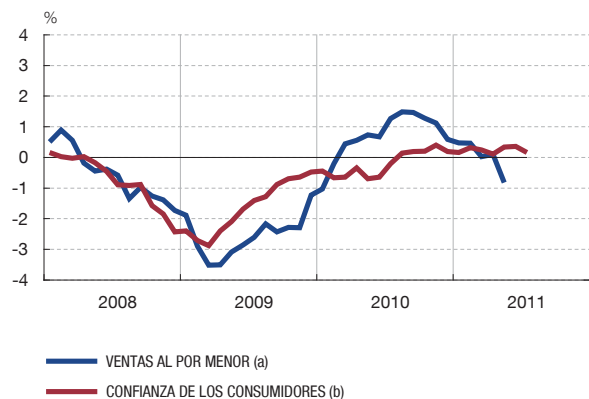
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



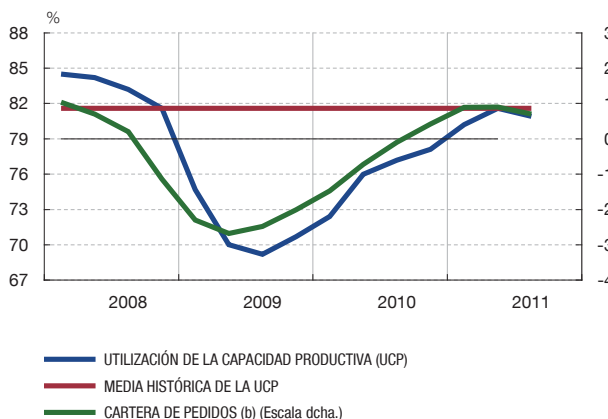
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



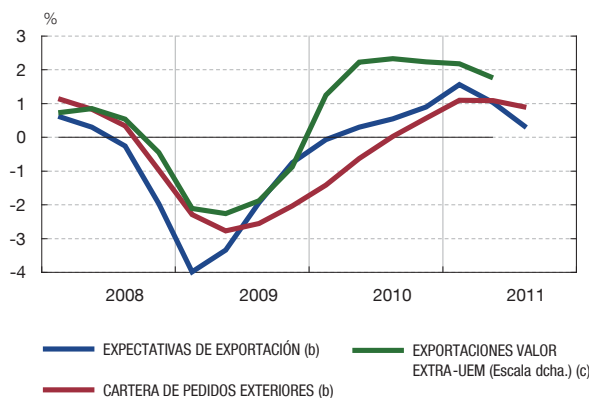
INDICADORES DE CONSUMO



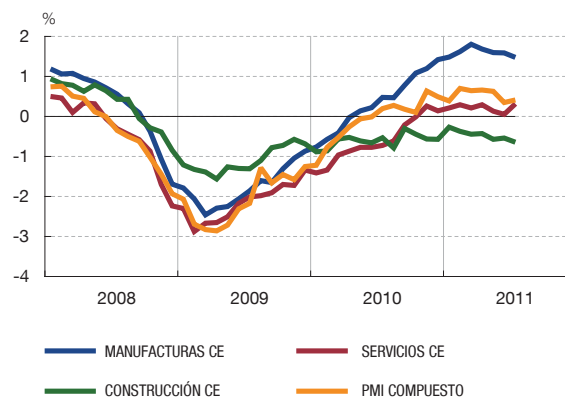
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

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

	2011		2012	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (junio de 2011)	1,5-2,3	2,5-2,7	0,6-2,8	1,1-2,3
Comisión Europea (mayo de 2011)	1,6	2,6	1,8	1,8
Actualización interi (septiembre de 2008)				
FMI (junio de 2011)	2,0	2,3	1,7	1,7
Actualización interin (julio de 2008)				
OCDE (mayo de 2011)	2,0	2,6	2,0	1,6
Actualización interin (septiembre de 2008)				
Consensus Forecast (julio de 2011)	2,0	2,6	1,6	1,9
Eurobarómetro (julio de 2011)	2,0	2,6	1,7	1,9

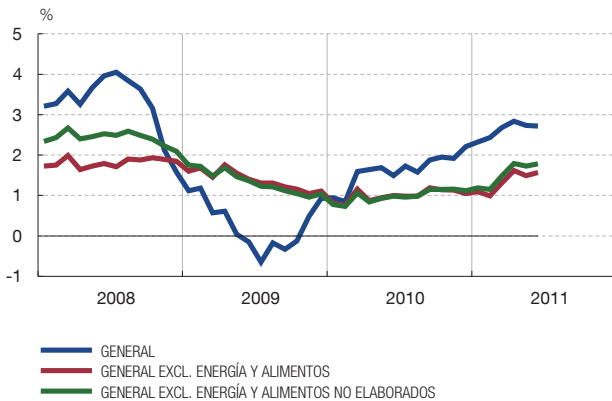
FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a Tasas de variación anual.

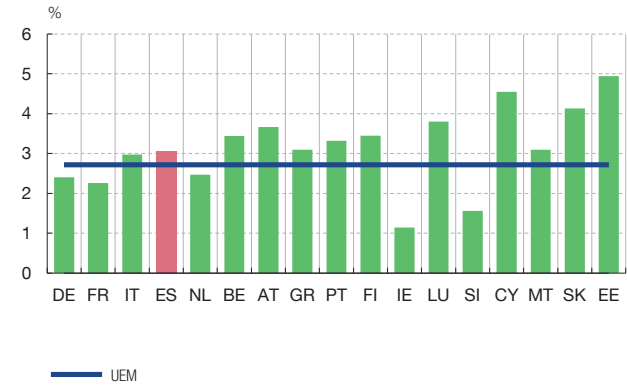
Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo mantuvieron un tono algo más débil que en meses anteriores, como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo derivada del alza de los precios y, posiblemente también, por la incertidumbre generada por la agudización de la crisis de la deuda soberana, que ha podido incidir en el retroceso de la confianza de los consumidores en junio y julio. Las ventas minoristas, tras crecer con fuerza en abril, cayeron en mayo, y la matriculación de automóviles se desaceleró, especialmente en abril. Además, la disposición para la compra de duraderos, muy influenciada por el clima de incertidumbre, mantuvo un tono muy deprimido, en línea con la trayectoria del último año. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores recientes mostraron una evolución más favorable, aunque se aprecian síntomas de agotamiento en el tercer trimestre: el grado de utilización de la capacidad productiva aumentó hasta el segundo trimestre, momento a partir del cual las mejoras se interrumpieron, y la valoración de la cartera de pedidos de la industria de la Comisión Europea se mantiene en niveles elevados, aunque experimentó ligeros retrocesos en mayo, junio y julio. Por su parte, las exportaciones de bienes siguieron creciendo a buen ritmo en abril y mayo, aunque las expectativas de exportación perdieron fuerza en el segundo trimestre, en línea con la menor fortaleza del comercio mundial, y la cartera de pedidos exteriores empeoró en mayo, junio y julio.

Más a medio plazo, las previsiones de los organismos internacionales coinciden en anticipar, para la segunda parte de 2011 y 2012, un escenario en el que la recuperación se prolonga a medida que la demanda interna se fortalece, sustentada en una política monetaria que continúa siendo acomodaticia, en las medidas para restaurar el funcionamiento del sistema financiero, y en el impacto de la demanda mundial sobre la renta interior (véase cuadro 2). Sin embargo, los riesgos a la baja sobre este escenario han aumentado, en un entorno de elevada incertidumbre. Aparte de los asociados a una prolongación de la desaceleración del comercio internacional, el más importante proviene de las tensiones en los mercados de deuda soberana, en la medida en que sus efectos negativos sobre las condiciones de financiación del sector privado y sobre la confianza de los agentes económicos repercute en sus decisiones de gasto. Por ello, es necesario afrontar con mayor ambición la introducción de medidas para fortalecer el crecimiento, en los diversos ámbitos identificados en el marco del Semestre Europeo. Entre ellos, destacan las recomendaciones emitidas el 6 de julio por el Consejo para que se avance en reformar los mecanismos de negociación salarial y de las estructuras impositivas, reduciendo el peso de las figuras que tienen mayor incidencia sobre el empleo, se concluya la aplicación plena de la Directiva de Servicios en todos los Estados miembros

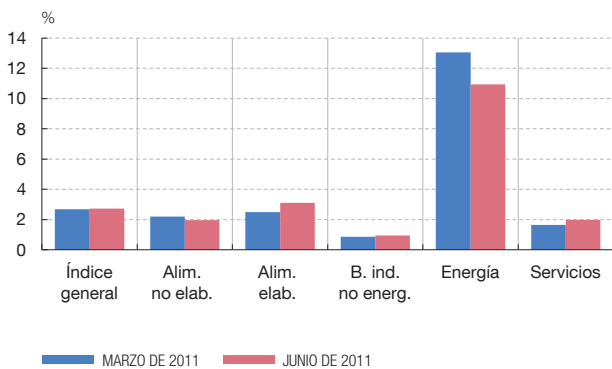
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



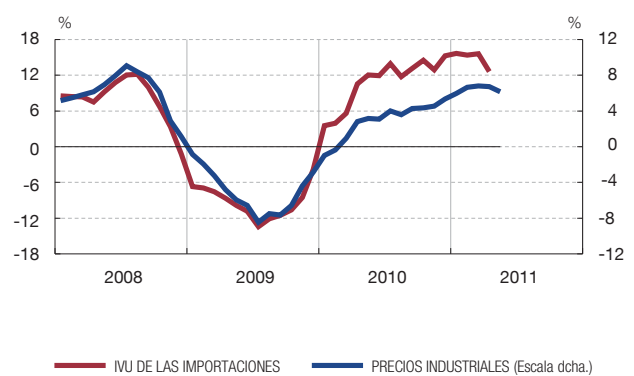
IAPC GENERAL
Junio de 2011



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



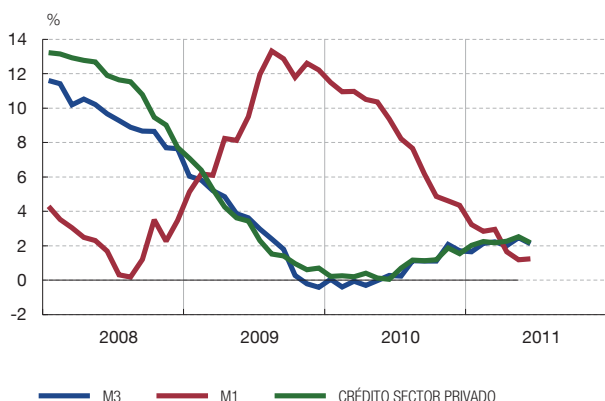
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

de la UE, se logre una mayor adecuación de los sistemas de pensiones a las perspectivas demográficas, y, en definitiva, se implementen con decisión los compromisos adquiridos con el Pacto del Euro Plus para mejorar el crecimiento, la competitividad y el empleo.

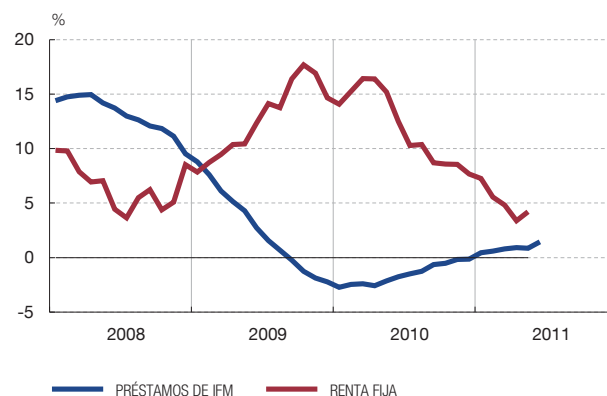
La inflación del área del euro se estabilizó a lo largo del segundo trimestre en el 2,7 %, como consecuencia del comportamiento de los precios del petróleo y de las materias primas. Sin embargo, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, aumentó tres décimas, hasta el 1,8 %, impulsada sobre todo por el repunte en los servicios —en particular, en las partidas vinculadas al turismo—, así como en los alimentos elaborados (véase gráfico 10). Aunque las expectativas de inflación están ancladas, los riesgos de medio plazo continúan situados al alza y están relacionados con aumentos adicionales del los precio del petróleo, o nuevos incrementos de los impuestos indirectos y los precios administrados sobre los anticipados, con el objetivo de cumplir los programas de estabilidad presupuestaria.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y mayo de 2011 un déficit de 56 mm de euros (un 1,4 % del PIB), mayor en 38 mm de euros que el observado en el mismo período del año anterior (1 % del PIB). Este empeoramiento obedeció en gran medida al comportamiento de la balanza de bienes, cuyo saldo se tornó en déficit, ya que la balanza de servicios mejoró. En relación

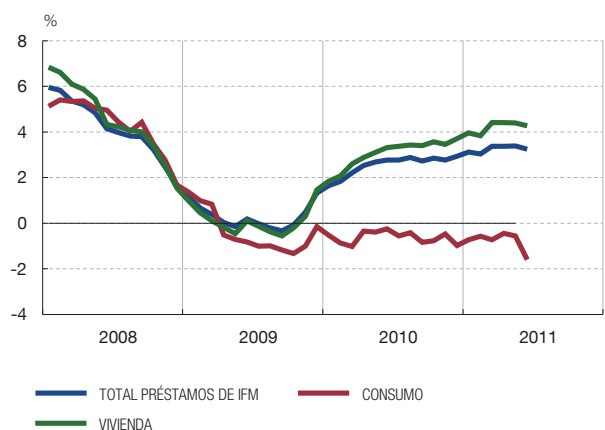
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanual



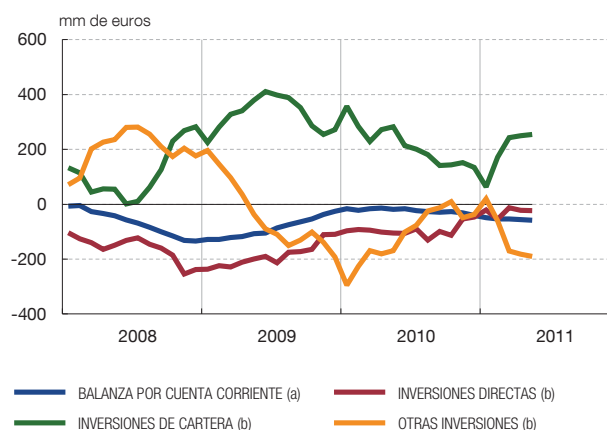
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE HOGARES
Tasas de variación interanual



BALANZA DE PAGOS
Acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

con la cuenta financiera, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 53 mm de euros entre enero y mayo, frente a los 68 mm de euros del mismo período del año anterior, mientras que la inversión de cartera registró una entrada neta de 254 mm de euros, mayor que los 118 mm de euros del período de enero-mayo de 2010. Con todo, la balanza básica, que incorpora la balanza por cuenta corriente a estos dos tipos de inversiones, registró un superávit de 145 mm de euros entre enero y mayo de 2011, frente al de 13 mm de euros observado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

Las previsiones de la CE y los Programas de Estabilidad para los años 2011-2014 que presentaron los Estados miembros de la UEM la pasada primavera revelan el carácter fuertemente contractivo que mantendrá la política fiscal a lo largo de 2011 y, en menor medida, en 2012 (véase recuadro 3). De acuerdo con estas estimaciones, en el primero de esos años el déficit de las Administraciones Públicas del conjunto del área se reducirá en casi 2 pp, desde el 6 % de partida, y en el siguiente se situaría en torno al 3,5 % (véase cuadro 3). La corrección se debe, principalmente, a la contención de los gastos, asociada a la moderación de la remuneración de los empleados públicos, que apenas se incrementará (0,2 %), tras mantener

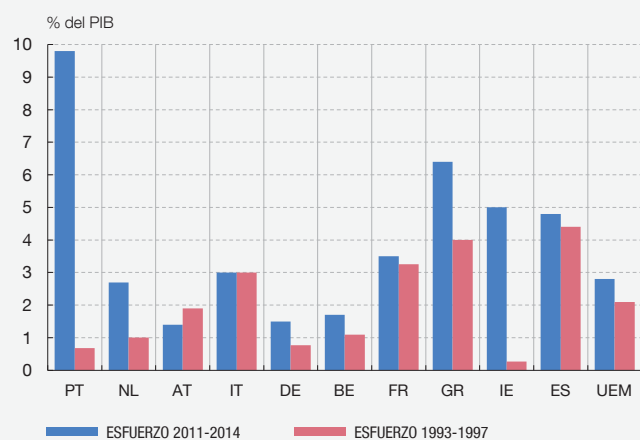
Durante el pasado mes de mayo, los países de la zona del euro presentaron los Programas de Estabilidad, donde se recogen las principales medidas de política fiscal y los planes presupuestarios para los próximos años (2011-2014). La Comisión Europea ha realizado un análisis de estos programas dentro del denominado Semestre Europeo, y ha establecido recomendaciones específicas para cada país, que fueron aprobadas por el Consejo Europeo de 24 de junio y por el ECOFIN del 12 de julio.

En general, la evaluación que ha realizado la Comisión Europea del conjunto de los programas es relativamente favorable, ya que la mayoría de los países plantean una consolidación fiscal asentada en un escenario macroeconómico realista, que, de llevarse a cabo, permitirá satisfacer los objetivos de déficit y de ajuste estructural en los plazos exigidos en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) (véase cuadro adjunto). Incluso algunos Estados anticipan el cumplimiento de los objetivos de déficit respecto a los plazos establecidos en el PDE (Alemania, por ejemplo).

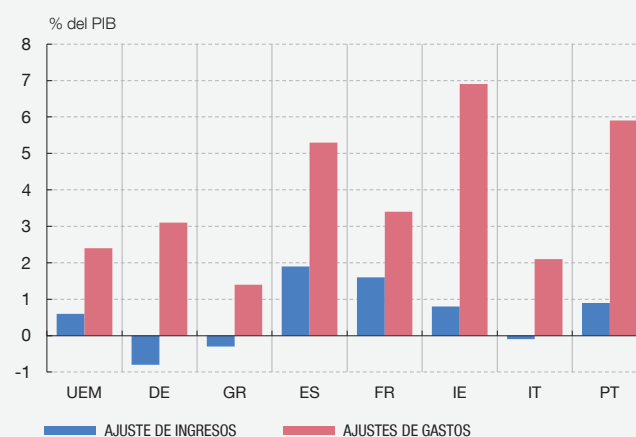
RESUMEN DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD

	PROGRAMAS DE ESTABILIDAD (a)										PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO	
	Saldo presupuestario					Deuda pública		Cambio en el déficit ajustado de ciclo			Ajuste estructural exigido (a)	Plazo para la corrección
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2014	2011-2010	Promedio 2014-2010			
BE	-4,1	-3,6	-2,8	-1,8	-0,8	96,8	92,2	0,1	0,4	0,75 en 2010-2012	2012	
DE	-3,3	-2,5	-1,5	-1,0	-0,5	83,2	77½	0,3	0,4	Al menos 0,5 en 2011-2013	2013	
EE	0,1	-0,4	-2,1	0,1	0,5	6,6	5,6	0,0	0,2	No está en PDE		
IE	-32,4	-10,0	-8,6	-7,2	-4,7	96,0	116,0	1,8	1,3	Programa de asistencia	2015	
GR	-9,6	-7,6	-6,5	-4,8	-2,6	142,5	156,2	3,1	1,6	Programa de asistencia	2014	
ES	-9,2	-6,0	-4,4	-3,0	-2,1	60,1	68,9	2,8	1,2	1,5 en 2010-2013	2013	
FR	-7,0	-5,7	-4,6	-3,0	-2,0	81,7	84,1	1,2	0,9	Más de 1 en 2010-2013	2013	
IT	-4,6	-3,9	-2,7	-1,5	-0,2	119,0	112,8	0,5	0,8	Al menos 0,5 en 2011-2012	2012	
CY	-5,3	-4,0	-2,6	-2,0	-1,6	60,9	60,1	1,7	0,8	1,5 en 2011-2012	2012	
LU	-1,7	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	18,4	22,7	0,2	-0,2	No está en PDE		
MT	-3,6	-2,8	-2,1	-1,6	-1,0	68,0	63,7	1,6	0,8	0,75 en 2011	2011	
NL	-5,4	-3,7	-2,2	-1,8	-1,4	62,7	64,1	1,1	0,7	0,75 en 2011-2013	2013	
AT	-4,6	-3,9	-3,3	-2,9	-2,4	72,3	75,1	0,4	0,4	0,75 en 2011-2013	2013	
PT (b)	-9,1	-5,9	-4,5	-3,0	-2,3	93,0	107,6	0,5	2,4	Programa de asistencia	2013	
SI	-5,5	-5,5	-3,9	-2,9	-2,0	38,0	46,0	0,4	0,5	0,75 en 2010-2013	2013	
SK	-7,9	-4,9	-4,1	-3,7	-3,0	41,0	45,2	2,7	1,0	1 en 2010-2013	2013	
FI	-2,5	-0,9	-0,7	-0,9	-0,9	48,4	54,6	0,3	-0,3	No está en PDE		
Área del euro	-6,0	-4,3	-3,1	-2,1	-1,3	85,4	85,1	0,9	0,7	--	--	

ESFUERZO CONSOLIDACIÓN FISCAL: 2011-2014 Y 1993-1997 (REDUCCIÓN DEL SALDO AJUSTADO DE CICLO)



PROGRAMAS DE ESTABILIDAD: 2011-2014. COMPOSICIÓN DE LA CORRECCIÓN DEL DÉFICIT



FUENTES: Programas de Estabilidad y Comisión Europea.

a Programas de Estabilidad de abril de 2011. Porcentajes del PIB.

b Portugal no ha presentado su programa de estabilidad. Los datos se extraen del programa de asistencia.

La mayoría de los países prevén un ajuste estructural notable, que imprime un carácter fuertemente contractivo a la política fiscal a lo largo del presente año y, en menor medida, en los años posteriores (véase cuadro adjunto). De hecho, como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico adjunto, donde se compara la corrección del saldo estructural prevista para el conjunto de la zona del euro en el período de 2011-2014 con la registrada en el período de consolidación que precedió a la creación de la UEM (1993-1997), el ajuste es muy superior en la mayoría de las economías, especialmente en Irlanda, Grecia y Portugal. En el conjunto de la UEM, el ajuste realizado a lo largo del período se aproxima a un 3 % del PIB, cifra que resulta superior al 2 % registrado entre 1993 y 1997 y al ajuste estructural medio observado en los episodios de consolidación que han tenido lugar a lo largo de las últimas décadas en diversos países, que se sitúa también en torno al 2 % del PIB, según estudios de la OCDE y la CE¹.

Además, estos trabajos encuentran que las consolidaciones fiscales basadas en un recorte del gasto tienen un menor impacto sobre la actividad económica a corto plazo [véase FMI (2010)]² y suelen ser más efectivas, al tener un efecto más permanente sobre la reducción del déficit. En este sentido, el diseño de los planes

parece haber tenido en consideración estos resultados, ya que, con carácter generalizado, el ajuste se produce mediante una contención del gasto público en términos del PIB (véase gráfico adjunto), y, dentro de este, ocupa una proporción elevada el recorte de la remuneración de asalariados y de los consumos intermedios, además de la reducción de los gastos sociales ligada a la recuperación del empleo y de la actividad económica.

También cabe destacar que, en la mayoría de las economías de la UEM, y especialmente en los países sujetos a programas de asistencia financiera, gran parte del ajuste tiene o ha tenido lugar en los primeros años del período de consolidación, frente a la adopción de otras estrategias de carácter más gradual, que normalmente entrañan más riesgos en términos de potenciales efectos fatiga.

No obstante, siguen existiendo otros elementos de riesgo, ya que, en algunos países, todavía quedan pendientes de concretar muchas de las medidas necesarias para alcanzar los objetivos propuestos, y, en otros, la corrección se asienta principalmente en la mejora del ciclo económico. Y, lo que es más importante, según los planes presentados, la deuda pública del conjunto del área registraría una ligera corrección a partir de 2012, pero permanecería próxima al 85 % del PIB en 2014. Este hecho confirma la necesidad de realizar una consolidación presupuestaria aún mayor en los próximos años, para reconducir los niveles de deuda hacia niveles más favorecedores del crecimiento y hacer frente a los desafíos que plantea el envejecimiento de la población.

1. OCDE, *Economic Outlook 2007, Fiscal consolidation: lessons from past experience*, y Comisión Europea, *European Economy 2007 (3), Public Finances in EMU, Lessons from successful fiscal consolidations*.
2. FMI, *World Economic Outlook, 2010, Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation*.

tasas medias de crecimiento superiores al 3 % desde el comienzo de la UEM. También se aprecia un retroceso de la inversión pública y de los gastos por transferencias, en porcentaje del PIB, mientras que los pagos por intereses ascenderían al 3 % del PIB de la UEM. Por su parte, los ingresos públicos también aumentan, aunque en menor medida, como consecuencia del avance de la imposición indirecta y de los impuestos sobre la renta y el patrimonio, mientras que las cotizaciones sociales se mantienen prácticamente estabilizadas.

Por países, a comienzos del trimestre, el Gobierno portugués se vio inmerso en una profunda crisis institucional, que, añadida a los problemas fiscales y estructurales que arrastraba esta economía, derivó en la petición de asistencia financiera a las instituciones europeas y al FMI. El programa de ayuda acordado en mayo alcanza un importe de 78 mm de euros, que serán proporcionados a partes iguales por el FMI, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) y la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) durante el período de 2011-2014. La concesión de ayuda financiera está condicionada a la aplicación de un amplio conjunto de medidas de ajuste estructural, con énfasis en la mejora del mercado de trabajo, además de la consolidación fiscal y el saneamiento del sector bancario. En Grecia, la consecución de los objetivos fiscales acordados en el programa de asistencia financiera firmado en mayo de 2010 sigue planteando grandes retos, ante las dificultades para que la recaudación impositiva alcance los niveles esperados, en un clima de deterioro paulatino de las perspectivas macroeconómicas. Por ello,

Porcentaje del PIB	2009	2010		2011		2012	
			CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)
Bélgica	-5,9	-4,1	-3,7	-3,9	-3,6	-4,1	-2,8
Alemania	-3,0	-3,3	-2,0	-2,3	-2,5	-3,3	-1,5
Estonia	-1,7	0,1	-0,6	-1,0	-0,4	0,1	-2,1
Irlanda	-14,3	-32,4	-10,5	-10,8	-10,0	-8,8	-8,6
Grecia	-15,4	-10,5	-9,5	-7,4	-7,6	-9,3	-6,5
España	-11,1	-9,2	-6,3	-6,2	-6,0	-5,3	-4,4
Francia	-7,5	-7,0	-5,8	-6,0	-5,7	-5,3	-4,6
Italia	-5,4	-4,6	-4,0	-4,3	-3,9	-3,2	-2,7
Chipre	-6,0	-5,3	-5,1	-4,5	-4,0	-4,9	-2,6
Luxemburgo	-0,9	-1,7	-1,0	-1,1	-1,0	-1,1	-1,5
Malta	-3,7	-3,6	-3,0	-2,9	-2,8	-3,0	-2,1
Holanda	-5,5	-5,4	-3,7	-3,8	-3,7	-2,3	-2,2
Austria	-4,1	-4,6	-3,7	-3,1	-3,9	-3,3	-3,3
Portugal	-10,1	-9,1	-5,9	-5,6	-5,9	-4,5	-4,5
Eslovenia	-6,0	-5,6	-5,8	-4,8	-5,5	-5,0	-3,9
Eslovaquia	-8,0	-7,9	-5,1	-5,2	-4,9	-4,6	-4,1
Finlandia	-2,6	-2,5	-1,0	-1,2	-0,9	-0,7	-0,7
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,5	-3,2	-1,3	-1,7		-0,4	
Saldo total	-6,3	-6,0	-4,3	-4,4	-4,3	-3,5	-3,1
Deuda pública	79,3	85,4	87,7	87,3	87,4	88,5	87,8

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 Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2011.
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2011.
d Planes de Estabilidad y Convergencia.

el Gobierno griego introdujo la denominada Estrategia Fiscal a Medio Plazo, que contiene medidas de consolidación fiscal adicionales a las acordadas previamente en el programa de asistencia y un plan de privatizaciones que asciende a 50 mm (un 20 % del PIB de esta economía). La aprobación de estas medidas, que tuvo lugar a finales de junio, constituyó uno de los requisitos impuestos por las autoridades europeas y el FMI para la concesión del quinto tramo de ayuda a esta economía según el programa de asistencia inicial. Por otro lado, y como ya se ha señalado, en su reunión del 21 de julio, los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM sentaron las bases para un segundo programa de apoyo. Por último, en Italia, además de las medidas de consolidación contenidas en el programa de estabilidad, el Gobierno presentó en junio otro conjunto de propuestas que, posteriormente, se vieron ampliadas de manera notable en el proceso de aprobación parlamentaria, hasta alcanzar 79 mm de euros entre 2011 y 2014, y que tienen como objetivo final conseguir un presupuesto equilibrado en 2014. Estas medidas comprenden la congelación de los salarios y del empleo público, la ampliación e intensificación del denominado «copago sanitario» y un nuevo programa de privatizaciones, si bien se encuentran concentradas especialmente en los dos últimos años del período de ajuste. Por otra parte, el 12 de julio, el ECOFIN acordó la derogación del procedimiento de déficit excesivo a Finlandia, que, de acuerdo con las últimas estimaciones, habría mantenido un saldo presupuestario inferior al 3 % del PIB en 2010. En la actualidad, de los 17 Estados que forman la zona del euro, solo tres (Estonia, Luxemburgo y Finlandia) no se encuentran sujetos al Procedimiento de Déficit Excesivo.

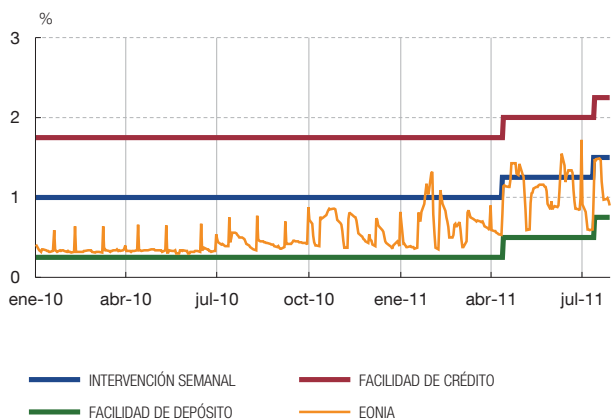
3.2 Evolución monetaria y financiera

La evolución financiera hasta julio ha venido muy condicionada por las tensiones en los mercados de deuda pública del área del euro. Como ya se ha señalado, la evidente falta de consenso en las discusiones en torno al papel de los acreedores privados en el futuro plan de asistencia financiera a Grecia provocó un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, y se intensificó el efecto contagio sobre las economías con perspectivas económicas más débiles. Así, las turbulencias afectaron especialmente a los países bajo programas de asistencia financiera (Grecia, Irlanda y Portugal), cuyas calificaciones crediticias sufrieron nuevos recortes, y, en menor medida, a Italia y España. A su vez, las tensiones se trasladaron, con intensidad en el mes de julio, al mercado bursátil, de modo que aumentó notablemente su volatilidad y las cotizaciones se redujeron, especialmente en el sector bancario y en aquellos países afectados más claramente por la crisis de la deuda. La evolución del tipo de cambio del euro también sufrió una elevada volatilidad, y se observaron repuntes de los diferenciales del EURIBOR con respecto a los tipos de operaciones colateralizadas (*eurepos*) y de los tipos de interés de la deuda corporativa. La publicación de las pruebas de resistencia de la banca europea no consiguió suavizar esta situación, a pesar de que los resultados fueron bastante satisfactorios. Tras el acuerdo alcanzado el día 21 de julio en la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro (véase recuadro 2) sobre el programa de asistencia a Grecia y un conjunto más amplio de medidas para reforzar los mecanismos de gestión de crisis, las tensiones se relajaron, si bien repuntaron en los días posteriores.

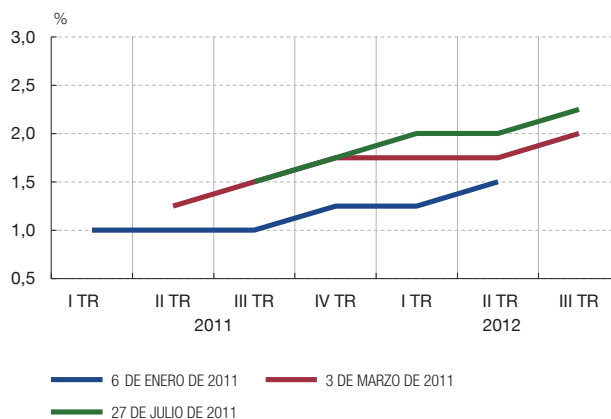
El BCE decidió aumentar los tipos oficiales en 25 pb en la reunión celebrada el 7 de julio, con el fin de prevenir posibles presiones inflacionistas a medio plazo. El tipo de las operaciones principales de financiación se situó en el 1,5 %, y el de las facilidades de crédito y depósito, en el 2,25 % y 0,75 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, acordó no aplicar el umbral mínimo de calificación crediticia a los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Gobierno portugués. En la reunión del 4 de agosto, en un contexto de incertidumbre sobre los efectos del agravamiento de la crisis de la deuda soberana sobre la situación financiera, el Consejo de Gobierno decidió realizar en agosto una operación suplementaria de suministro de liquidez con un vencimiento aproximado de seis meses, a tipo fijo y adjudicación plena. Además, acordó que las operaciones principales de financiación se siguieran realizando a tipo fijo y con adjudicación plena durante el tiempo que fuera necesario y como mínimo hasta el final del último periodo de mantenimiento de 2011. De forma análoga, decidió que se mantuviera este procedimiento también en las operaciones a un mes y a tres meses como mínimo hasta finales de 2011. Finalmente, el Consejo de Gobierno recordó que su Programa para el Mercado de Valores seguía vigente.

Los tipos de interés del mercado interbancario mantuvieron la senda de crecimiento iniciada el pasado año. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en el entorno del 1,6 % y 2,2 % en julio, 30 pb y 15 pb por encima de los niveles de abril. El diferencial del EURIBOR con respecto a la rentabilidad de las operaciones *repo* experimentó un intenso repunte a principios del mes de julio, hasta superar los 88 pb, reduciéndose hasta los 76 pb después del acuerdo alcanzado el día 21 de julio. En el mercado de deuda pública de largo plazo, se registró una reducción del tipo de interés del bono alemán, ya que, dado el elevado nivel de incertidumbre, su demanda aumentó por ser considerado un activo refugio (véase gráfico 12). Los países que experimentaron, durante el trimestre, un mayor repunte de sus diferenciales con respecto a los bonos soberanos de Alemania fueron los que se encuentran bajo un programa de asistencia financiera, pero también Italia y, en menor medida, España, que registraron un incremento de su prima de riesgo superior a los 100 pb.

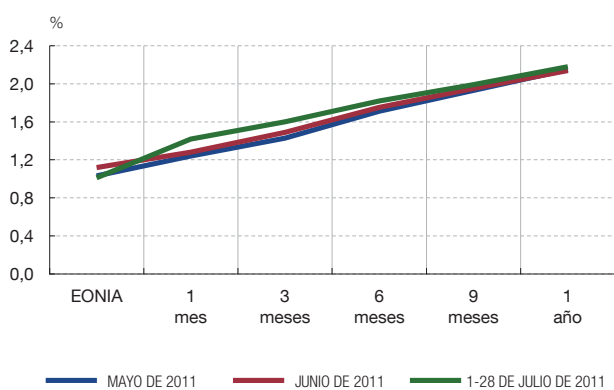
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



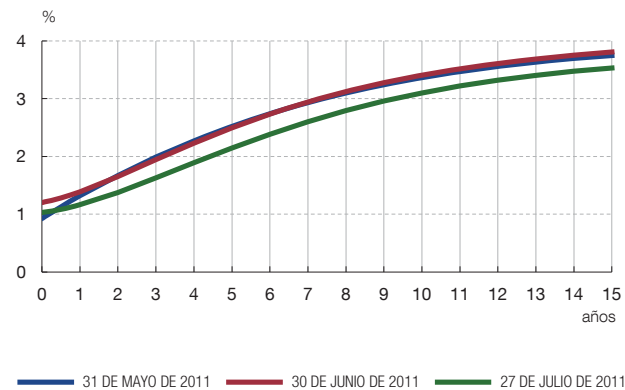
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



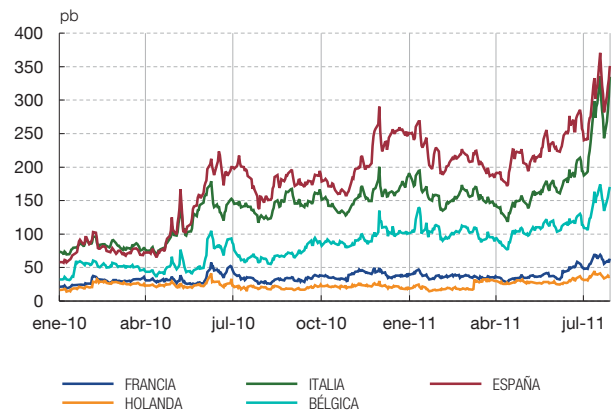
MERCADO INTERBANCARIO



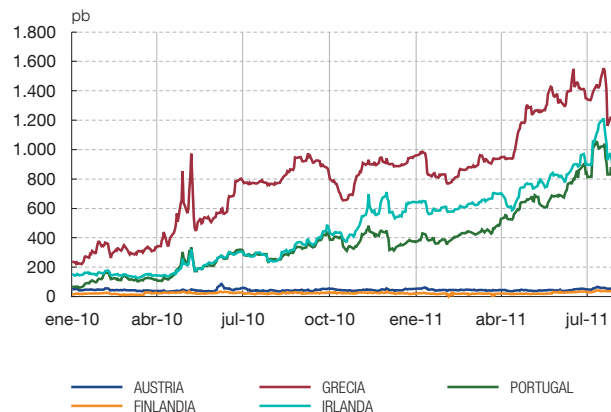
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



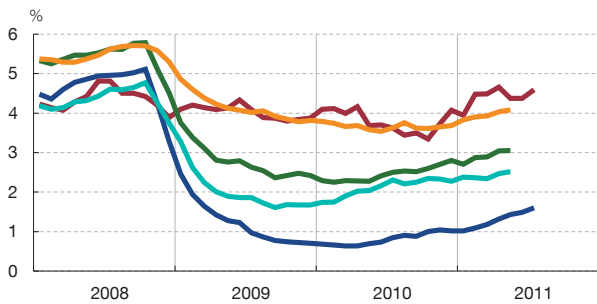
DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

EURIBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



— EURIBOR A TRES MESES (MEDIA MENSUAL) — BONOS A DIEZ AÑOS
 — PRÉSTAMOS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (b) — PRÉSTAMOS VIVIENDA HOGARES (TAE)
 — DEPÓSITOS FAMILIAS (HASTA UN AÑO)

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



— INDUSTRIALES
 — FINANCIEROS

ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



— EUROSTOXX 50
 — VOLATILIDAD IMPLÍCITA (Escala dcha.)

TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



— ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS
 — DÓLAR (Escala dcha.)

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Correspondientes a nuevas operaciones.

b Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo experimentaron un ascenso, que se aceleró en julio, de manera particular en los títulos del sector financiero y en los países más golpeados por la crisis soberana. En relación con el crédito, el coste de los préstamos bancarios otorgados al sector privado continuó su moderada tendencia alcista. Así, el tipo de nuevas operaciones de préstamo a sociedades no financieras se situó en el 3,2% en mayo, y aumentó de forma menos intensa en las operaciones de gran tamaño, alcanzando el 2,8%. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) referente al segundo trimestre indica que los criterios de aprobación de nuevos préstamos no se relajaron ni para las sociedades no financieras ni en los contratos a hogares, y no se espera que lo hagan en los próximos meses. Por su parte, las entidades percibieron un menor retroceso en la demanda de financiación de los hogares, fundamentalmente en las solicitudes para adquisición de vivienda, mientras que la de las sociedades no financieras redujo la intensidad del avance observado en los últimos trimestres.

En relación con la financiación del sector privado, el saldo vivo de las emisiones de deuda de las empresas no financieras continuó desacelerándose, hasta crecer un 4,2% interanual en mayo (véase gráfico 11). Los préstamos bancarios a sociedades y a hogares no regis-

traron cambios significativos en sus niveles de crecimiento durante el trimestre, situándose la tasa interanual en junio en el 1,5 % y 3,2 %, respectivamente. En cambio, la financiación destinada al consumo se moderó de nuevo en junio, hasta alcanzar el 1,6 % interanual.

Como se ha mencionado, los mercados bursátiles mostraron un comportamiento desfavorable durante el trimestre, que se acentuó en el mes de julio, tras las tensiones renovadas en los mercados de deuda del área (véase gráfico 13). El EUROSTOXX 50 registró caídas superiores al 10 % desde abril, siendo especialmente castigada la cotización de los valores del sector bancario y la construcción.

El tipo de cambio del euro no fue ajeno a la inestabilidad de los mercados de deuda soberana en el área y se depreció ligeramente, aunque registró fuertes oscilaciones durante el trimestre. Así, el tipo efectivo del euro TCEN-20 se redujo en algo más del 3 % desde abril, con una depreciación similar frente al dólar.

Finalmente, el agregado monetario M3 aumentó ligeramente su ritmo de expansión, creciendo a una tasa interanual del 2,1 % en junio, debido a la aceleración de los otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables.

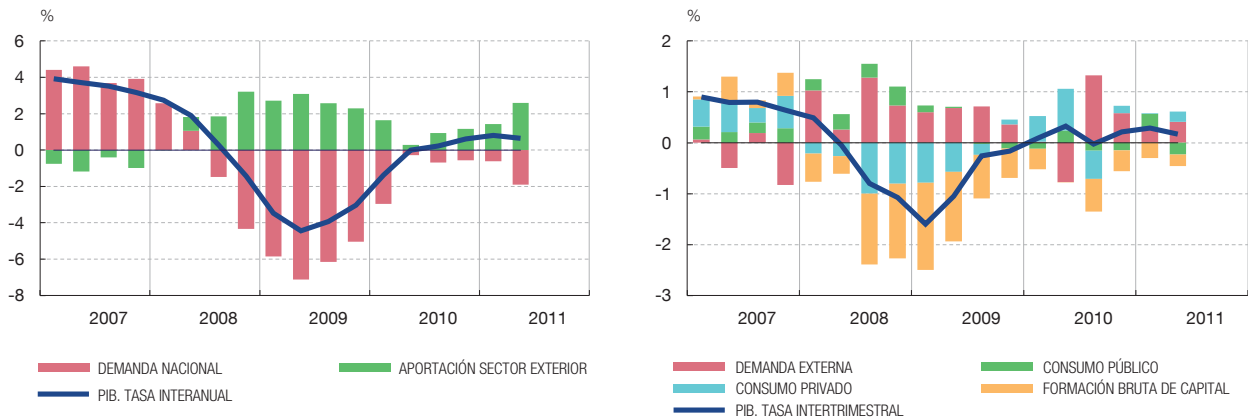
4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con la última información disponible, el avance de la actividad se habría ralentizado en el segundo trimestre de 2011, al registrar el PIB un crecimiento intertrimestral del 0,2 %, frente al 0,3 % del trimestre anterior (véase gráfico 14). Se estima que la demanda nacional disminuyó un 0,2 % en términos intertrimestrales, lastrada por la debilidad de la inversión en construcción y, en menor medida, por el descenso del consumo público, si bien la información sobre este componente de gasto es bastante incompleta. En cambio, la demanda exterior neta volvió a presentar una contribución positiva al crecimiento del PIB, de 0,4 pp, una décima más que en el trimestre anterior. El fuerte empuje de las exportaciones de turismo y de los otros servicios, junto con la moderación de las importaciones, explicó esa aportación, en un contexto en el que las ventas exteriores de bienes se desaceleraron, en sintonía con el menor empuje que se detectó en el comercio mundial. En términos interanuales, el producto creció un 0,7 % en el segundo trimestre de 2011, frente al 0,8 % del primero, si bien hay que recordar que esta desaceleración está influida por el avance de la actividad en el segundo trimestre de 2010, que fue algo más intenso debido al efecto de anticipación del gasto que tuvo la subida del IVA en julio de ese año.

El empleo siguió disminuyendo en el segundo trimestre, con una tasa de descenso estimada del 1,2 % en términos interanuales, 0,2 pp menos pronunciada que en el trimestre anterior. Dada la evolución estimada del producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo elevado, aunque algo inferior al observado en el trimestre precedente. Por su parte, la remuneración por asalariado ralentizó algo su ritmo de crecimiento, y, como resultado, los costes laborales unitarios en el conjunto de la economía continuaron descendiendo a un ritmo similar al del primer trimestre, si bien este comportamiento está muy influido por el recorte de los salarios públicos. Finalmente, se interrumpió la tendencia alcista de los precios de trimestres anteriores y se observó una gradual disminución de la tasa de inflación, al comenzar a desaparecer los efectos de comparación con los aumentos del precio del petróleo registrados en 2010. Así, la tasa de variación interanual del IPC, que llegó a alcanzar el 3,8 % en abril, se situó en el 3,2 % en junio, mientras que el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— descendió desde el 2,1 % registrado en abril y mayo a un 1,7 % en junio. En los próximos meses, esta tendencia debería continuar, al absorberse el impacto que tuvo en los precios el aumento del IVA en julio de 2010.

4.1 Demanda

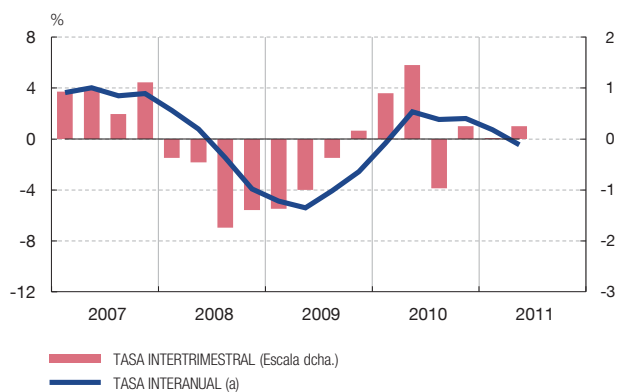
En el segundo trimestre de 2011, el consumo privado ha mostrado una notable atonía, que se ha traducido en un modesto crecimiento intertrimestral (véase gráfico 15). Este escaso dinamismo se explica por la existencia de un contexto poco propicio para el gasto de los hogares, caracterizado por la evolución aún negativa del mercado laboral y la renta familiar, la disminución del valor de la riqueza inmobiliaria, unas condiciones crediticias relativamente restrictivas y la pérdida de poder adquisitivo por la presencia de una tasa de inflación elevada. En términos interanuales, el consumo experimentó un retroceso, que se debe a que, en el mismo trimestre de 2010, se produjo un adelantamiento de decisiones de adquisición de bienes de consumo ante la subida del IVA en julio de ese año. La acen-tuación de la caída interanual fue particularmente intensa en el caso del consumo de bienes duraderos. En particular, las matriculaciones de vehículos particulares cayeron entre abril y junio un 35 % interanual, 3 pp más que en el primer trimestre. Además, también descendieron en tasa intertrimestral, aunque de forma más moderada que en el trimestre anterior. Entre los restantes indicadores cuantitativos, tanto el índice de comercio al por



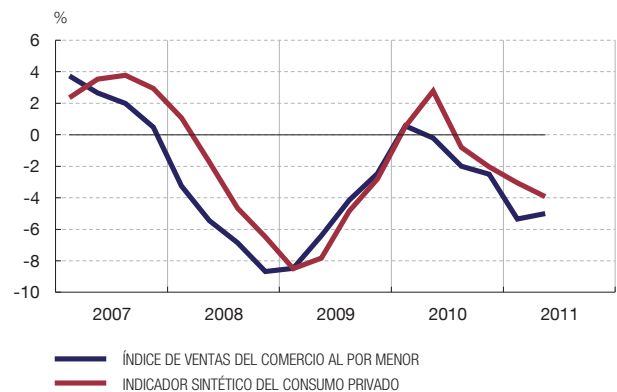
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONSUMO PRIVADO

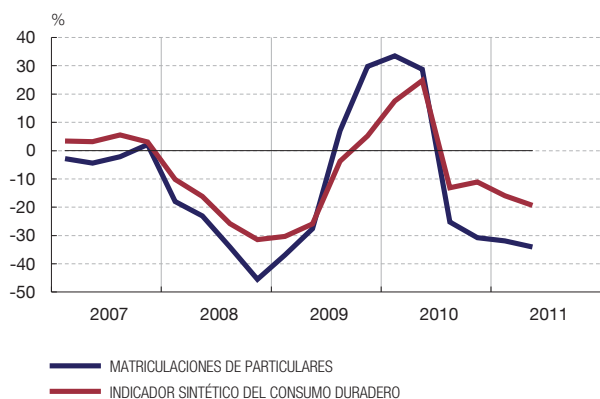
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



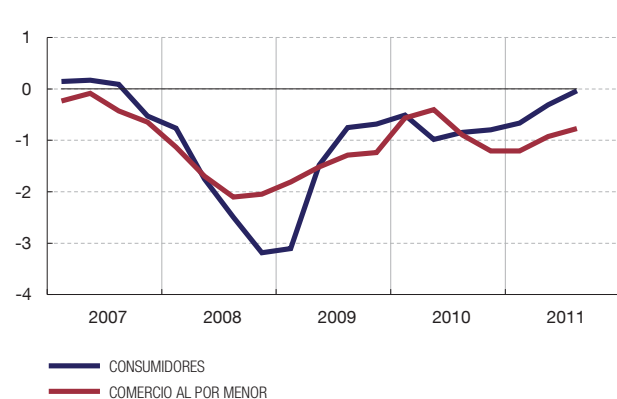
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



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

a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

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

menor como el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo por parte de grandes empresas que publica la Agencia Tributaria (en este último caso, con datos solo hasta mayo) experimentaron en el segundo trimestre ritmos de descenso interanual similares a los del primero. Por su parte, los indicadores de confianza de los consumidores y los comerciantes minoristas de la Comisión Europea experimentaron una cierta mejoría, cuya importancia, sin embargo, resulta difícil de valorar, debido a los cambios en el procedimiento de elaboración de estas encuestas introducidos el pasado mes de mayo. Ya en julio, el indicador de los consumidores retrocedió levemente, mientras que el de los minoristas permaneció estable.

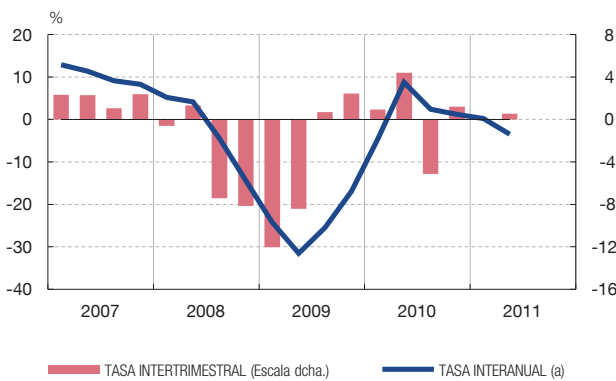
La renta de las familias atenuó su ritmo de caída en medio punto porcentual, hasta el $-1,3\%$ interanual en el primer trimestre, de acuerdo con los datos acumulados de cuatro trimestres de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Esta caída más moderada de los ingresos de las familias fue el resultado de un menor descenso de la remuneración de asalariados y de un incremento del excedente bruto de los trabajadores autoempleados. Por el contrario, la aportación positiva de las AAPP al sostenimiento de la renta de los hogares siguió disminuyendo, y se mantuvo la contribución neta negativa de las rentas de la propiedad, principalmente como consecuencia de la evolución de los intereses. No obstante, la tasa de ahorro siguió ejerciendo un papel amortiguador, pues disminuyó casi 1 pp respecto a la cifra de 2010, hasta el $12,2\%$ de la renta disponible de las familias, con datos acumulados de cuatro trimestres. Con respecto al consumo final de las AAPP, se estima que, tras el repunte del primer trimestre del año, esta variable volvió a mostrar un descenso intertrimestral en el período de abril-junio.

También se observaron señales de debilidad durante el segundo trimestre en el caso de la inversión en bienes de equipo, con un descenso apreciable de su tasa interanual, si bien probablemente el crecimiento intertrimestral fue ligeramente positivo (véase gráfico 16). Este comportamiento, que reflejó un empeoramiento de la confianza de los empresarios —tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo—, puede deberse, en parte, al menor empuje que se detectó en el comercio mundial de bienes. La utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera continuó aumentando, si bien todavía se encuentra por debajo de su media histórica. Entre los indicadores cuantitativos, debe destacarse que la producción industrial de estos bienes mantuvo una tasa interanual positiva en el segundo trimestre, pero inferior a la del trimestre anterior, mientras que las importaciones de bienes de equipo descendieron y las matriculaciones de vehículos de carga intensificaron su tasa de caída.

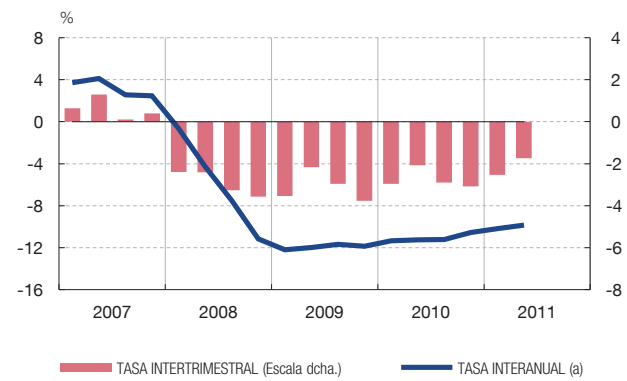
De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras volvió a aumentar en el primer trimestre de 2011, hasta alcanzar un $0,9\%$ del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (0,5 pp más que en 2010). Esta mejora podría obedecer a los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances, y al deseo de algunas compañías de fortalecer su capacidad de autofinanciación, ante las eventuales dificultades para obtener recursos ajenos.

Apenas se apreciaron cambios en la tónica contractiva que ha venido presentando la inversión en construcción en los últimos trimestres, en un marco de continuación de los procesos de ajuste en el segmento residencial y de consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos tanto a la utilización de consumos intermedios (esto es, el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción) como al empleo presentaron retrocesos interanuales más intensos que los del primer trimestre.

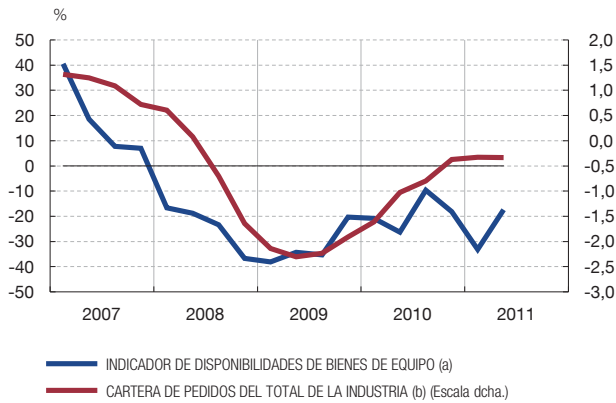
BIENES DE EQUIPO



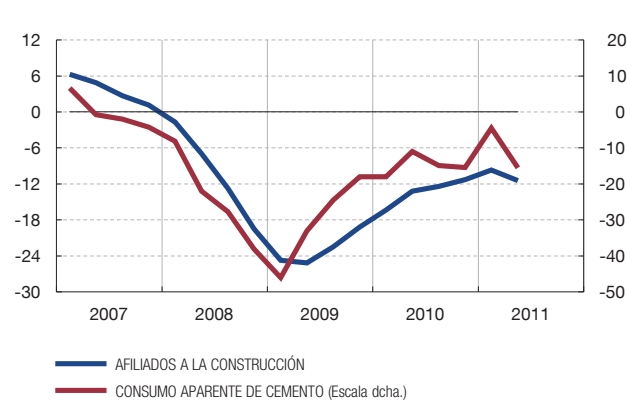
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN (a)



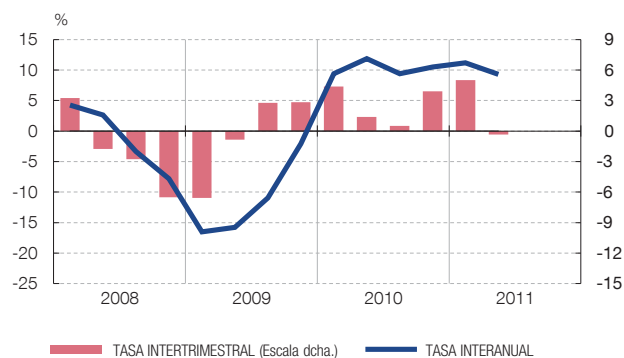
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

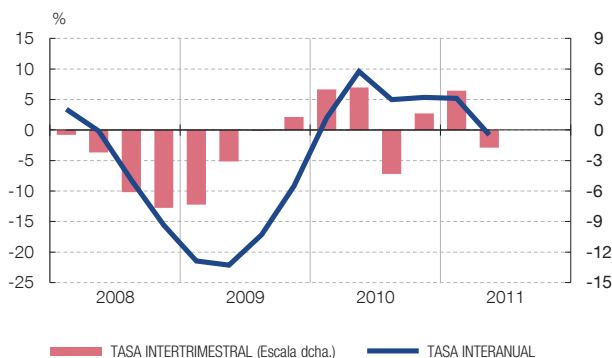
Asimismo, durante el segundo trimestre se mantuvo la percepción negativa de los empresarios del sector acerca de la situación del mismo, a tenor del indicador de opinión obtenido a partir de las encuestas de la Comisión Europea.

Por tipo de obra, se estima que el ritmo de contracción de la inversión residencial en el período de abril-junio continuó siendo intenso en términos tanto interanuales como intertrimestrales, aunque probablemente algo menor que el registrado a principios de año. En los próximos trimestres, cabe esperar que la cifra de viviendas en construcción tienda a estabilizarse. En un contexto en que el número de viviendas iniciadas ha tendido a contraerse en meses recientes, ello sería el resultado de la reducción comparativamente más pronunciada en las viviendas terminadas. Por el lado de la demanda de activos residenciales, los últimos datos disponibles sobre el número de compraventas registradas muestran un descenso significativo en el periodo de abril-mayo en el volumen interanual de transmisiones, que puede estar relacionado con el hecho de que numerosas decisiones de compra se anticiparan a los meses finales de 2010, como consecuencia del cambio en el tratamiento de la adquisición de vivienda en el IRPF a partir del 1 de enero de 2011. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial ha continuado registrando fuertes descensos hasta mayo. Finalmente, la licitación oficial de obra civil siguió cayendo en el período de abril-mayo a ritmos elevados, aunque inferiores a los del primer trimestre.

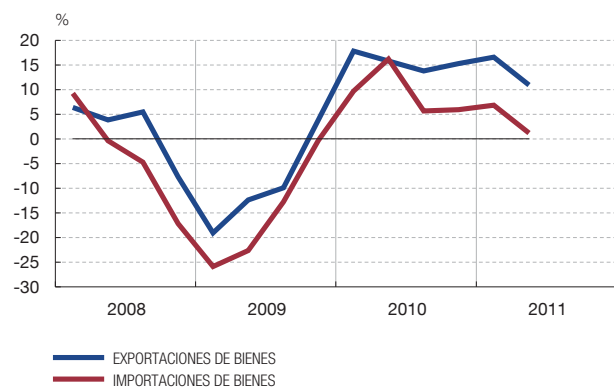
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



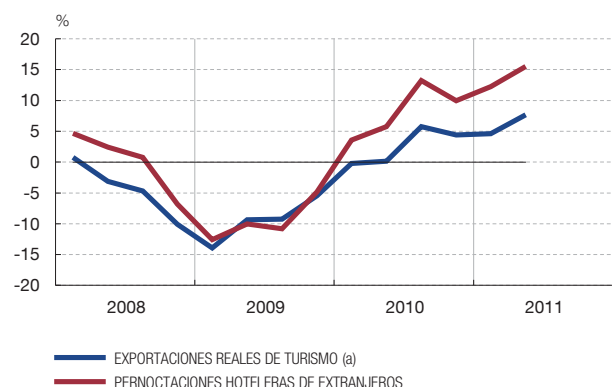
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

De acuerdo con la última información disponible sobre la demanda exterior neta, su aportación al crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre del año no solo siguió siendo elevada, sino probablemente mayor que en el trimestre anterior. En concreto, se estima que esa contribución habría ascendido a 2,6 pp en términos interanuales y a 0,4 pp en términos intertrimestrales, aproximadamente. Este comportamiento es el resultado de una atenuación del dinamismo de ambas vertientes de los flujos del comercio exterior, más acusado en el caso de las importaciones, cuya evolución en términos interanuales se ha visto condicionada por el repunte que las compras exteriores de bienes experimentaron en el segundo trimestre de 2010, con antelación a la subida de los tipos del IVA (véase gráfico 17). A pesar de la desaceleración observada, el comportamiento de las ventas al exterior siguió siendo muy dinámico, lo que condujo, además, a un aumento en la cuota de las exportaciones españolas en términos reales en la primera mitad del año. La continuación de esta evolución positiva en los próximos meses está sujeta a algunos riesgos, consistentes en que se materialice la posibilidad de que la desaceleración actual de la economía mundial —que, entre otros factores, parece estar relacionada con el impacto negativo que el terremoto en Japón ha causado sobre las cadenas de producción globales— no tenga un carácter meramente transitorio. Por lo que se refiere a las importaciones, su comportamiento refleja, principalmente, la debilidad de la demanda nacional.

Según los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes continuaron creciendo notablemente en el bimestre de abril-mayo. No obstante, la tasa interanual observada —del 10,3 %— supone una desaceleración en comparación con el primer trimestre de 2011, período en el que las ventas de bienes al exterior se incrementaron un 16 %. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes de equipo se desaceleraron considerablemente, arrastradas por el comportamiento menos expansivo de las ventas de material de transporte, mientras que las de maquinaria siguieron mostrando un tono favorable. En cuanto a las exportaciones de bienes de consumo, se moderó el ritmo de crecimiento de las ventas de alimentos, posiblemente afectadas por la alerta alimentaria en la UE, y se aceleraron en cierta medida las exportaciones de bienes no alimenticios, apoyadas en el repunte de los automóviles. Además, se produjo un incremento de las exportaciones de bienes intermedios no energéticos, que se sustentó principalmente en los productos minerales y eléctricos. Por áreas geográficas, dentro de las exportaciones destinadas a la UE, destacó el buen comportamiento de las dirigidas al Reino Unido, los nuevos países de la ampliación europea, Francia y Alemania, mientras que, por el contrario, las destinadas a Portugal se ralentizaron significativamente. Entre los destinos del resto del mundo, sobresalió el elevado dinamismo de las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, Rusia y China.

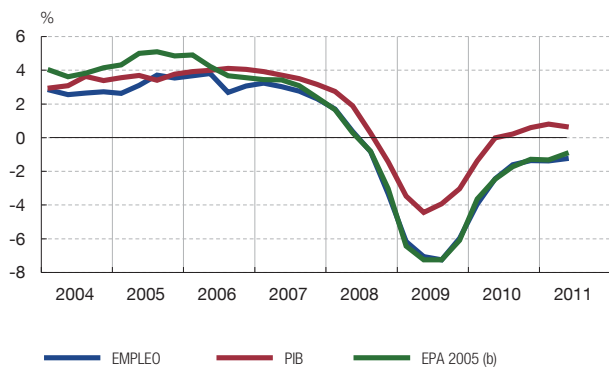
La información disponible acerca de las exportaciones de servicios turísticos apunta a una intensificación de su senda de fuerte recuperación en el segundo trimestre. En concreto, los ritmos de expansión interanual de las entradas de turistas y de las pernoctaciones hoteleras se aceleraron en 7,5 pp y 4,7 pp, respectivamente, hasta el 10,4 % y 15,7 % en el segundo trimestre. Esta evolución tan favorable se explica por la bonanza de la actividad económica en nuestros principales mercados emisores y por los efectos de la inestabilidad geopolítica en el Norte de África y Oriente Próximo, que parece haber impulsado una recomposición de los flujos de turistas hacia España. Por mercados emisores, en el segundo trimestre se ha observado una disminución de los turistas procedentes de Alemania, que se ha visto compensada por la recuperación de los de origen británico y la continuación del tono de fuerte dinamismo de los holandeses y nórdicos. En cuanto al gasto nominal de los turistas, en el segundo trimestre se observó una aceleración en tasa interanual de 10 pp, hasta el 12,6 %, de acuerdo con EGATUR y en línea con el incremento de las entradas de turistas. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos parecen haber retomado una senda expansiva en el segundo trimestre.

En la vertiente importadora, las compras al exterior apenas aumentaron en el período de abril-mayo, de acuerdo con los datos de Aduanas. En concreto, el incremento interanual fue del 0,2 %, frente al 7,1 % en el primer trimestre de 2011. Por grupos de productos, se observó un descenso prácticamente generalizado, con la excepción de las compras de bienes intermedios no energéticos (en principio, muy relacionadas con la actividad industrial y con las exportaciones), que, en todo caso, se desaceleraron. Las caídas más pronunciadas correspondieron a las importaciones de bienes de equipo y, especialmente, de consumo duradero. Las primeras acusaron, principalmente, el retroceso de las compras de maquinaria, mientras que las segundas reflejaron la contracción que continuaron mostrando las importaciones de automóviles. Por último, se estima que las importaciones reales de servicios disminuyeron en términos interanuales en el segundo trimestre de 2010, reflejando una sensible moderación de las compras de servicios tanto turísticos como no turísticos.

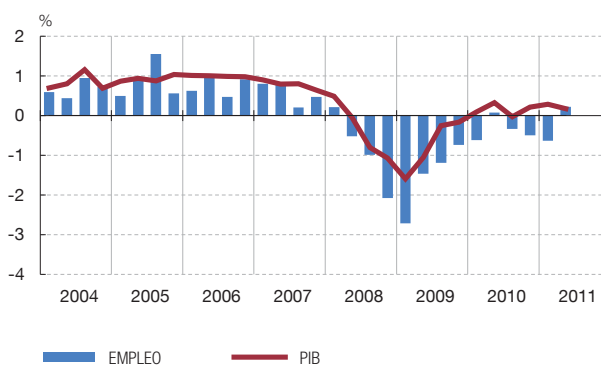
4.2 Producción y empleo

Tras el modesto avance de los primeros meses de 2011, se estima que en el segundo trimestre del año se produjo una desaceleración del crecimiento intertrimestral del valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado (véase gráfico 18). Entre las distintas

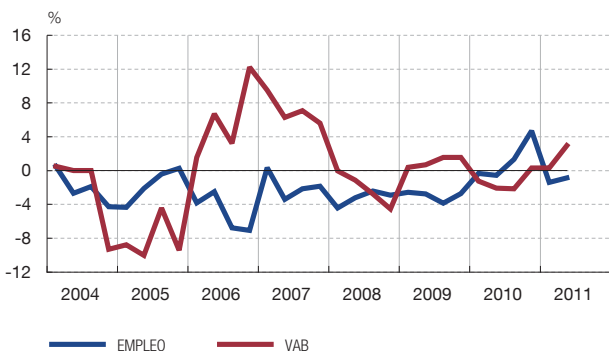
TOTAL ECONOMÍA



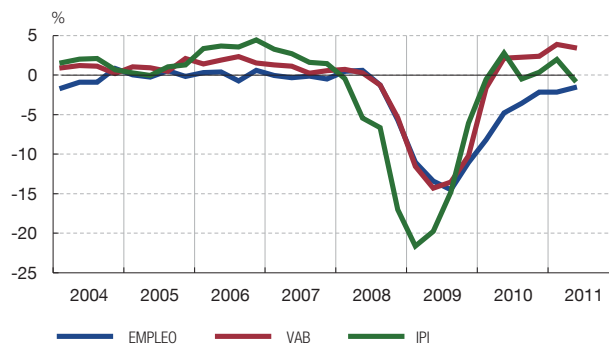
TOTAL ECONOMÍA (c)



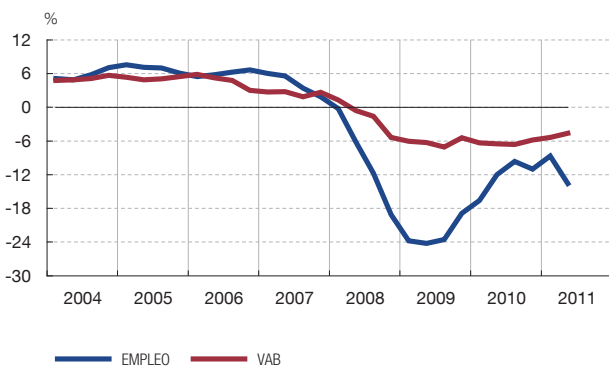
AGRICULTURA



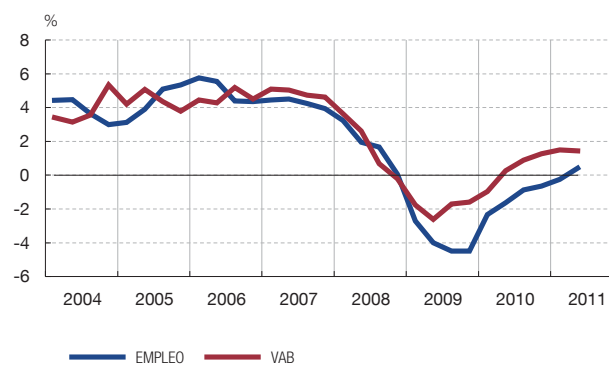
INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

ramas, la industria habría experimentado una moderación, tras el dinamismo mostrado al comienzo del año, mientras que, por el contrario, los servicios de mercado habrían registrado un modesto avance, frente al ligero retroceso del primer trimestre.

La recuperación que la actividad industrial mostró a finales de 2010 y principios de 2011 se ha visto interrumpida en el segundo trimestre del año, a tenor de la información disponible. Esta valoración se sustenta en los datos disponibles de los indicadores de naturaleza tanto cuantitativa como cualitativa. Entre los primeros, el IPI ha experimentado un comportamiento contractivo en los dos primeros meses del trimestre. Esta evolución se encuentra correlacionada con la de la actividad exportadora de las ramas industriales, especialmente las de bienes intermedios, que se habría moderado en ese mismo período, de acuerdo con la información de Aduanas. Por su parte, el número de trabajadores del sector afiliados a la Seguridad Social siguió experimentando un retroceso notable, aunque algo menor que en el primer trimestre. Entre los indicadores cualitativos, el nivel medio del indicador de confianza de la Comisión Europea referido al segundo trimestre fue inferior al del período de enero-marzo, ocurriendo otro tanto con el PMI, que, además, se situó por debajo del nivel de 50, que, en principio, constituye la frontera entre la contracción y la expansión del sector. En julio, el indicador de la Comisión experimentó un retroceso adicional, hasta situarse en niveles similares a los del verano de 2010. Por el contrario, de acuerdo con las encuestas de coyuntura industrial, la valoración de los empresarios de estas ramas acerca de su cartera de pedidos, tanto totales como procedentes del exterior, mejoró marginalmente a lo largo del segundo trimestre, lo que podría apuntar a unas perspectivas algo menos desfavorables al inicio del tercero.

La evolución reciente de los indicadores de los servicios de mercado señala una continuación, en el segundo trimestre, de la pauta de modesto dinamismo que el valor añadido del sector ha mostrado a lo largo de toda la fase de recuperación que se inició hace aproximadamente un año. No obstante, a diferencia de las ramas industriales, la información procedente de los indicadores resulta coherente con un comportamiento más expansivo que al comienzo del año. En concreto, entre los indicadores cualitativos, el PMI experimentó una mejora en el período comprendido entre abril y junio, de modo que ha vuelto a situarse, aunque por estrecho margen, por encima del nivel de 50. La mejora del indicador elaborado por la Comisión Europea revistió mayor intensidad, aunque es posible que este resultado, que se localizó en junio, esté influido por el cambio metodológico en la elaboración del índice que se produjo ese mes. En julio, el indicador de la Comisión experimentó un leve descenso. Entre los indicadores cuantitativos, se intensificó el crecimiento de los afiliados del sector con respecto al primer trimestre, si bien dentro de tasas aún reducidas. Por otro lado, en abril y mayo se prolongó la senda de gradual mejoría del indicador de cifra de negocios del sector servicios, aunque, igualmente, a un ritmo lento. Ello fue resultado de un comportamiento divergente por ramas, destacando el retroceso en el comercio, lastrado por la debilidad del consumo privado, y la recuperación de la actividad hostelera, vinculada con la fortaleza del turismo. Asimismo, las ramas del transporte mostraron un mayor dinamismo.

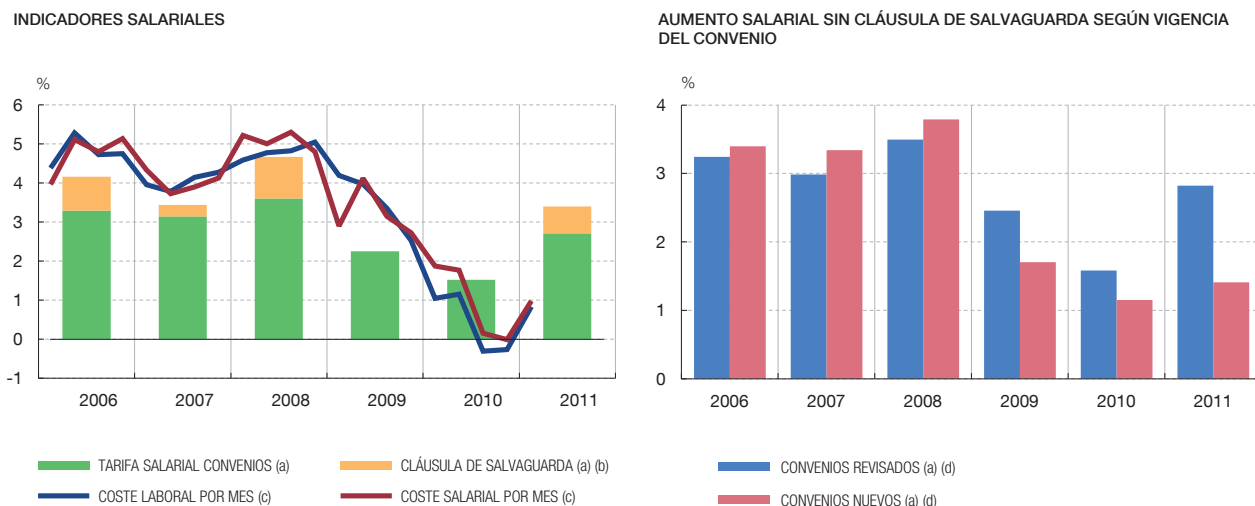
En el conjunto del mercado de trabajo, la destrucción de empleo continuó en el segundo trimestre a un ritmo solo ligeramente inferior al del primero, a tenor de la información aportada por los indicadores de frecuencia mensual. Así, en el período de abril-junio, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social retrocedió un 1 % respecto al mismo período del año anterior, lo que supone una ralentización de dos décimas en el ritmo de caída con relación a la tasa interanual del trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el ritmo de contracción de la afiliación fue del 0,2 %, frente al 0,1 % del primer trimestre.

Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) aceleró su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre del año, con un avance del 3,1 % en tasa interanual. Este mayor dinamismo de la contratación, en línea con el comportamiento característico de los meses estivales, se centró en los trabajadores temporales, que han aumentado ligeramente su peso sobre el total de contratos (hasta el 92 %). Por su parte, los contratos indefinidos agudizaron su caída, con una tasa interanual que pasó del -1,8 % al -5 % para el conjunto del segundo trimestre del año, mientras que las conversiones de contratos temporales a indefinidos prolongaron su senda de moderación.

Por su parte, la EPA del segundo trimestre muestra una caída interanual del empleo del 0,9 %, ritmo de destrucción de empleo cuatro décimas inferior al del trimestre anterior. Todos los sectores muestran un comportamiento mejor que el del trimestre precedente, a excepción de la construcción, que intensifica su ritmo de destrucción de empleo. Destaca, entre ellos, el sector servicios, con crecimientos superiores al 1 % tanto en los servicios de mercado como en los de no mercado. Esta mejor evolución estuvo presente tanto en el colectivo de asalariados, que redujeron su ritmo de destrucción de empleo en cuatro décimas, hasta el 0,5 %, como en el de no asalariados, que cayeron un 3,3 %, dos décimas menos que en el primer trimestre. Por nacionalidad, la destrucción de puestos de trabajo se concentró en los trabajadores extranjeros, con un recorte del empleo del 4,5 %, frente al -0,4 % de los trabajadores españoles. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales registraron una tasa de variación interanual positiva (2,1 %), mayor que la del trimestre precedente, al tiempo que el colectivo con empleo indefinido redujo ligeramente su ritmo de caída, hasta un 1,3 %. Como resultado, la ratio de temporalidad aumentó hasta el 25,5 %. Por último, la contratación a tiempo parcial siguió mostrando un fuerte crecimiento (3,6 %), aunque algo menos intenso que en el primer trimestre, mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 1,7 %, cinco décimas menos que el trimestre previo. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 14,1 %, frente al 13,5 % de un año antes.

La población activa avanzó a menor ritmo que en el trimestre anterior (0,1 %, frente al 0,2 % previo), en un entorno de crecimiento nulo de la población mayor de 16 años, por lo que la tasa de actividad repuntó dos décimas respecto del primer trimestre del año, situándose en el 60,1 %. Atendiendo a la desagregación por sexos, la diferencia entre ambos colectivos se acrecentó, ya que los activos femeninos crecieron seis décimas más rápido, hasta el 2,1 %, mientras que la población activa masculina duplicó su ritmo de retroceso, hasta un 1,5 %. Por nacionalidad, se mantuvo el elevado ritmo de descenso tanto de los activos como de la población mayor de 16 años de nacionalidad extranjera. Los primeros se redujeron un 2,2 %, frente al -2,8 % del trimestre previo, y los segundos, un 2 % (-1 % en el trimestre anterior), situándose su tasa de actividad en el 76,7 %. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron un 0,5 %, y su tasa de actividad repuntó ligeramente, hasta el 57,8 %.

Finalmente, el desempleo disminuyó en 76.500 personas respecto al primer trimestre de 2011, de forma que el número de parados se situó en 4,8 millones. En términos interanuales, el avance del paro se moderó en algo más de dos puntos, hasta una tasa de variación interanual del 4,1 %. Por su parte, la tasa de paro cayó cuatro décimas en el trimestre, hasta alcanzar el 20,9 % de la población activa. Finalmente, la cifra de parados registrados en el SPEE continuó moderando su ritmo de aumento, hasta el 3,2 % interanual, frente al 4,2 % del primer trimestre. No obstante, la disminución en la tasa de crecimiento del número de desempleados ha sido cada vez menor en los trimestres más recientes, lo que confirma, al igual que el resto de indicadores analizados, la lenta mejoría del mercado de trabajo.



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

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

4.3 Costes y precios

La subida media de las tarifas salariales acordada para el año 2011 en los convenios registrados hasta el mes de junio ha sido del 2,7 % (véase gráfico 19), lo que supone una moderación de cuatro décimas frente a las tarifas pactadas hasta marzo. No obstante, el incremento pactado sigue siendo elevado, y representa un repunte sustancial con respecto al 1,5 % acordado, en promedio, en 2010, lo que no parece acorde con la situación del mercado laboral. Cabe esperar que, a medida que continúe el avance de la negociación colectiva, la tasa media experimente alguna moderación adicional, al compás de la desaceleración de la inflación y de los posibles efectos positivos de la reforma de la negociación colectiva recientemente aprobada (véase recuadro 4). En este sentido, debe tenerse en cuenta que casi todos los convenios registrados en el período de enero-junio corresponden a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores, en los que los incrementos de tarifas están, en gran medida, referenciados al aumento interanual del IPC de diciembre de 2010, que resultó ser elevado. Los convenios de nueva firma en 2011, todavía escasos, muestran un aumento de la tarifa más modesto, del 1,4 %. Por otra parte, el incremento de la inflación a finales del año pasado ha activado las cláusulas de salvaguarda, con un impacto que se estima en unos 0,7 pp. La presencia de estas cláusulas, aunque menor que en años anteriores, es aún importante, pues afecta en torno a un 53 % de los trabajadores (frente al 70 % en diciembre de 2009). A partir de este conjunto de información, junto con una estimación de la deriva salarial, se estima que el ritmo de expansión interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se situó en el entorno del 2 % en el período de abril-junio de 2011, tasa similar a la del trimestre anterior (véase gráfico 20). Esta trayectoria de los salarios, unida a un crecimiento interanual de la productividad levemente superior al del trimestre previo, conduciría a una pequeña intensificación del descenso de los costes laborales unitarios en la economía de mercado. Por su parte, se estima un descenso de la remuneración por asalariado en las ramas de servicios no de mercado en el entorno del 3 %.

El mercado de trabajo español experimentó una sustancial destrucción de empleo durante la última etapa recesiva, al tiempo que otras variables, como los salarios reales, apenas reaccionaron. El fuerte aumento del desempleo ha estado concentrado en algunos sectores específicos, en particular, en el de la construcción, lo que implica que la salida de la crisis requerirá una profunda reasignación sectorial del empleo y, asimismo, demandará un incremento sustancial de la flexibilidad interna de las empresas para absorber tales flujos de desempleados. Una institución clave a la hora de determinar dicha flexibilidad es el sistema de negociación colectiva, que, en el caso español, ha presentado una serie de deficiencias, que han dificultado la flexibilidad salarial y la reorganización interna de las empresas. Para tratar de resolver estas deficiencias, el Gobierno aprobó el Real Decreto Ley 7/2011, de 10 de junio, de medidas urgentes para la reforma de la negociación colectiva, que posteriormente fue convalidado en el Parlamento, y actualmente se está tramitando como proyecto de ley.

Idealmente, el marco institucional de la negociación colectiva debería permitir alcanzar *dos objetivos* fundamentales [(Bentolilla y Jimeno (2002)]¹. En primer lugar, debe favorecer un crecimiento salarial compatible con una baja tasa de paro en el medio plazo y con la estabilidad macroeconómica en general, para lo cual han de satisfacerse, a su vez, una serie de condiciones, como que los salarios nominales sean coherentes con el objetivo

1. S. Bentolilla, y J. F. Jimeno (2002), «La reforma de la negociación colectiva en España», en J. Auriolles y E. Manzanera (eds.) *Cuestiones clave de la economía española. Perspectivas anuales, 2001*, Editorial Pirámide y Fundación CENTRA.

de la estabilidad de precios o que los salarios reales evolucionen en línea con la productividad del trabajo e, inversamente, con la tasa de paro. En segundo lugar, las diferencias salariales entre sectores, regiones y niveles de educación han de proporcionar incentivos para la reasignación sectorial del factor trabajo, para una movilidad geográfica que recorte los diferenciales de tasas de paro entre regiones y para la inversión en capital humano. Todo ello redundaría en unos mayores niveles de productividad y, por tanto, de competitividad de la economía española. Sin embargo, existe un amplio consenso sobre la inadecuación del sistema de negociación colectiva que ha estado en vigor en las últimas décadas para la consecución de estos objetivos². Tres son los aspectos fundamentales que dificultan su funcionamiento.

En primer lugar, hay que destacar que, debido al principio de eficacia general automática³, el sistema español se caracteriza por un grado de centralización intermedio (a nivel sectorial/provincial) (véase cuadro 1), en el que los convenios de empresa son menos frecuentes que en la mayoría de los países de nuestro entorno para todos los estratos de tamaño. Este nivel de centralización es

2. Para un análisis más profundo de estas cuestiones, véase S. Bentolilla, M. Izquierdo y J. F. Jimeno (2010), «Negociación colectiva: la gran reforma pendiente», *Papeles de Economía Española*, n.º 124.

3. En virtud de este principio, se extiende la cobertura de lo pactado en los convenios de ámbito superior a todas las empresas del ámbito de la negociación, con independencia de que hayan participado o no en la misma. Si bien la legislación contempla la existencia de cláusulas de descuelgue respecto de dichos convenios, en la práctica su aplicación es muy poco frecuente —aunque la última reforma laboral flexibilizó su uso—.

PORCENTAJE DE TRABAJADORES CUBIERTOS POR ÁMBITO DE NEGOCIACIÓN COLECTIVA (a)

CUADRO 1

	DE EMPRESA	DE OTRO ÁMBITO			
		Total	Provincial	Autonómico	Nacional
Promedio 1990-1999	13,3	86,7	54,0	6,2	26,5
2000	12,3	87,7	54,4	8,1	25,2
2001	11,7	88,3	54,4	9,3	24,6
2002	11,5	88,5	54,8	9,5	24,2
2003	11,5	88,5	54,4	10,4	23,6
2004	10,8	89,2	54,7	10,2	24,4
2005	11,6	88,4	53,0	10,0	25,3
2006	12,1	87,9	52,7	9,8	25,4
2007	12,1	87,9	53,1	9,0	25,8
2008	11,3	88,7	53,2	8,4	27,1
2009	10,9	89,1	53,4	8,9	26,8
2010	8,0	92,0	55,0	6,5	30,4
2011	7,5	92,5	63,0	5,2	24,3

FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a La información correspondiente al año 2010 se refiere a los convenios colectivos registrados hasta mayo de 2011, y la correspondiente a 2011, a los registrados hasta junio de este último año.

el que, de acuerdo con la literatura, produce los peores resultados en términos de desempleo y presión salarial. Esto último se ilustra en el cuadro 2, donde puede verse que tanto el aumento salarial pactado inicialmente como el impacto de la cláusula de salvaguarda fueron, en general, inferiores en los convenios de empresa que en los de otro ámbito en el período de 2003-2010. En segundo lugar, la presencia del principio de ultraactividad, que prorrogaba los aspectos normativos del convenio vencido si no se llega a un acuerdo para su renovación, dificulta los cambios en los convenios y perpetúa algunas cláusulas acordadas que se consideran derechos adquiridos, lo que introduce una gran inercia en la determinación de las condiciones de trabajo, que hace muy difícil modificar en la práctica los términos pactados en el pasado. En tercer lugar, hay que citar la elevada duración media de los convenios colectivos, de cerca de tres años, en los que los salarios se suelen ajustar de acuerdo con la trayectoria de la inflación (afectan en torno a un 70 % de los trabajadores). Como resultado de todas estas características, el sistema incorpora una elevada rigidez de los salarios reales, así como una escasa sensibilidad tanto a la situación del mercado laboral (aproximada por la tasa de desempleo) como a la evolución de la productividad sectorial, como se puede apreciar en el cuadro 3.

Con el objeto de mejorar las posibilidades de flexibilidad interna de las empresas y propiciar una estructuración de la negociación más cercana a la empresa, el Gobierno aprobó en junio la reforma de la negociación colectiva. Entre las medidas adoptadas, hay que destacar, principalmente, dos. En primer lugar, se establece que las condiciones pactadas en los convenios de empresa tienen prioridad con respecto a los convenios de ámbito superior en una lista amplia de materias, incluidos los salarios. Se avanza en la

deseable convergencia hacia un modelo más descentralizado de negociación colectiva, aunque el progreso efectivo queda condicionado a que no acuerden lo contrario los representantes de los trabajadores y los de los empresarios a nivel superior al de la empresa. Mientras esto no ocurra, se abre la posibilidad para que aquellas compañías que así lo precisen firmen convenios de empresa que se ajusten mejor a sus necesidades, los cuales mantendrían su prevalencia frente a los convenios de ámbito superior. Dados los costes asociados a la negociación de un convenio, es posible que esta opción sea más relevante para las empresas más grandes. Las pequeñas y medianas, no obstante, podrán recurrir al descuelgue del convenio de ámbito superior en materia salarial, lo que tan solo requiere el mero acuerdo entre empresarios y trabajadores. Y, en este sentido, el Real Decreto flexibiliza algo más las causas que justifican el descuelgue salarial, al añadir como causa la disminución persistente del nivel de ingresos.

En segundo lugar, el real decreto introduce modificaciones relevantes en el ámbito de la vigencia de los convenios, con el objeto de mitigar los problemas asociados al principio de ultraactividad. En concreto, se establece que los convenios colectivos deberán incluir entre sus contenidos mínimos los plazos máximos de denuncia, inicio y finalización de la negociación. En ausencia de pacto, el plazo mínimo de denuncia se fija en tres meses antes del vencimiento; el plazo máximo para el inicio de la negociación, en un mes y para la duración de la negociación, en ocho meses, si la vigencia del convenio es inferior a dos años, o en catorce meses, en el resto de los casos. Además, para facilitar la conclusión de acuerdos, el convenio también debe incluir la obligatoriedad de adoptar los mecanismos de resolución de disputas, acordados en los acuerdos interprofesionales

CONVENIOS COLECTIVOS DE TRABAJO (a)

CUADRO 2

	AUMENTO SALARIAL PACTADO En porcentaje							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TOTAL	3,48	3,01	3,17	3,29	3,14	3,60	2,25	1,52
De empresa	2,70	2,61	2,94	2,92	2,70	3,09	2,17	1,27
De otro ámbito	3,58	3,06	3,19	3,34	3,20	3,65	2,26	1,54
	AUMENTO SALARIAL REVISADO En porcentaje							
TOTAL	3,68	3,60	4,04	3,59	4,21	3,60	2,24	2,21
De empresa	2,94	3,14	3,61	3,15	3,57	3,09	2,17	1,77
De otro ámbito	3,77	3,65	4,09	3,65	4,28	3,65	2,25	2,24
	CLÁUSULA DE SALVAGUARDA En puntos porcentuales							
TOTAL	0,20	0,59	0,87	0,30	1,07	0,00	-0,01	0,69
De empresa	0,24	0,53	0,67	0,23	0,87	0,00	0,00	0,50
De otro ámbito	0,19	0,59	0,90	0,31	1,08	0,00	-0,01	0,70

FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Datos provisionales para 2010, con información hasta junio de 2011.

de ámbito estatal o de Comunidad Autónoma y que actuarán una vez agotados los plazos sin alcanzar un acuerdo.

En este sentido, hay que destacar que, dentro de dichos mecanismos, los agentes sociales tienen que especificar los procedimientos para el desarrollo del arbitraje y, en particular, el carácter obligatorio o voluntario del mismo —en defecto de pacto, se supone obligatorio—. Además, se establece un período transitorio (hasta el 30 de junio de 2012), durante el cual la adopción del arbitraje será obligatoria para aquellos convenios que hayan agotado los plazos máximos de negociación, período durante el cual los agentes sociales deberán negociar los mecanismos de resolución de conflictos que prevalecerán en cada ámbito de negociación. De este modo, se abre también otra ventana de oportunidad, que permitirá desbloquear los numerosos convenios vencidos que se encuentran actualmente bloqueados. Por último, y como medida paliativa para mejorar la flexibilidad interna de la empresa mientras se negocia un nuevo convenio, se permite

la posibilidad de adoptar acuerdos parciales para modificar algunos de los contenidos del convenio vencido y denunciado, con el fin de adaptarlos a las condiciones corrientes de la empresa. No obstante todo lo anterior, aunque todas estas medidas suponen un avance frente a la situación previa en términos de la vigencia del convenio, hay que destacar que el principio de ultraactividad se mantiene, puesto que, una vez agotados todos los plazos, el convenio no decae, sino que permanece vigente.

En resumen, el Real Decreto abre la puerta a cambios significativos en el sistema de negociación colectiva, cuya materialización, sin embargo, dependerá de la voluntad de los agentes sociales. Para mitigar esta incertidumbre, sería deseable profundizar en algunos de los aspectos más positivos del Real Decreto durante su trámite parlamentario. Hay que señalar, no obstante, que la reforma no incorpora ninguna novedad en materia de indicación salarial, pese a su relevancia.

IMPACTO DE LA INFLACIÓN Y DE LAS CONDICIONES CÍCLICAS SOBRE LOS INCREMENTOS SALARIALES NEGOCIADOS (a)

CUADRO 3

Variable dependiente: incremento salarial negociado VARIABLES EXPLICATIVAS	CONVENIOS REVISADOS		CONVENIOS DE NUEVA FIRMA	
	Coefficiente	t-estadístico	Coefficiente	t-estadístico
Desviación de la inflación positiva en t-1	0,94	108,6	1,13	148,9
Desviación de la inflación negativa en t-1	-0,19	-3,0	-0,35	-4,6
Variación de la tasa de desempleo en t-1	0,01	1,4	-0,24	-34,3
Variación de la productividad sectorial en t-1	0,004	1,6	0,003	1,1
Constante	2,66	30,8	2,38	29,6
Observaciones	37.256		52.570	
Coefficiente de determinación ajustado	0,29		0,33	

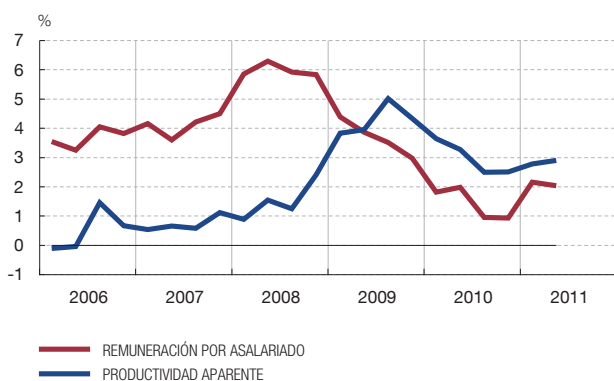
FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a Las regresiones incluyen variables artificiales de sector de actividad (dos dígitos CNAE-93), ámbito de negociación y presencia de cláusula de salvaguarda.

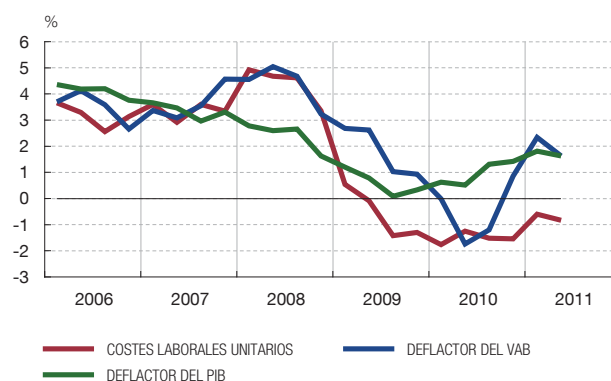
En el segundo trimestre de 2011, los deflatores de la demanda continuaron registrando crecimientos interanuales elevados, si bien tendieron a moderarse. Esta ligera ralentización de los deflatores respondió al comportamiento de los precios de producción interior —medidos por el deflador del PIB—, pero, sobre todo, a la evolución de los precios de los bienes importados, que experimentaron una desaceleración sustancial.

A lo largo del segundo trimestre de 2011, los principales indicadores de precios de consumo quebraron la tendencia alcista que venían registrando en los meses anteriores. Así, la variación interanual del IPC en junio fue del 3,2 %, seis décimas por debajo de la cifra de abril (véase gráfico 21). Esta trayectoria descendente se explica en gran medida por la evolución del componente energético, cuya tasa interanual en junio fue del 15,4 %, 3,5 pp por debajo de la de marzo. No obstante, esta desaceleración se debe al elevado nivel de precios de este componente observado un año antes, en un contexto en que, por otro lado, el encarecimiento del petróleo en los mercados internacionales ha contribuido a mantener en niveles elevados los precios de los carburantes y de otros

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

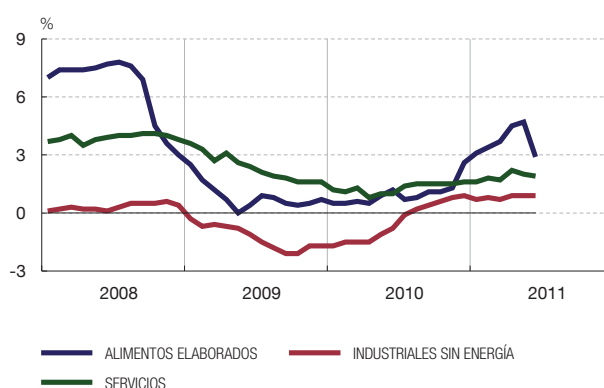
a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

INDICADORES DE PRECIOS (a)
España

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



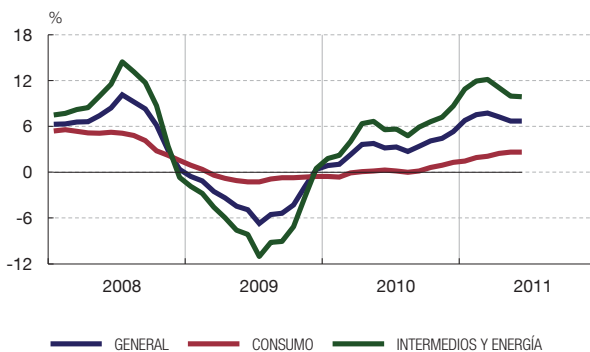
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



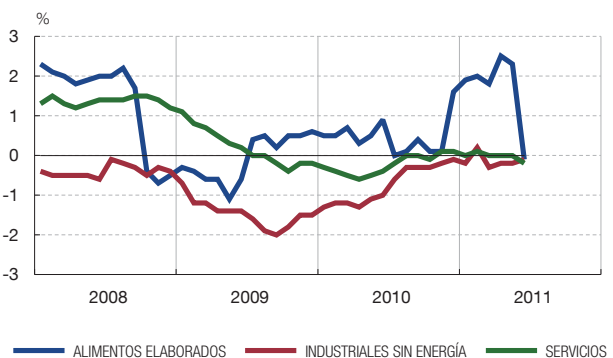
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

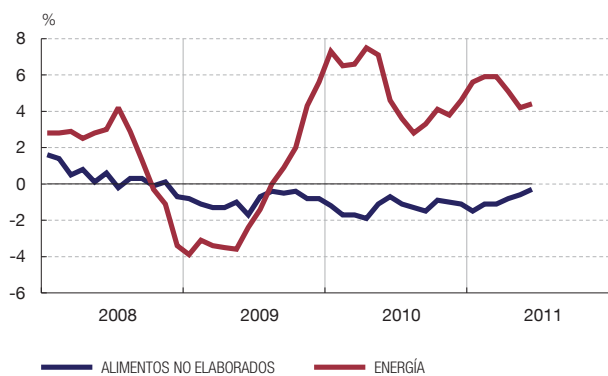
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



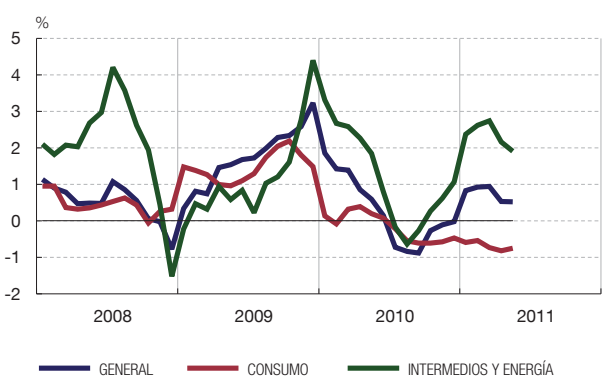
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

combustibles líquidos, como el gasóleo de calefacción. La variación interanual del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— se situó en junio en el 1,7 %, la misma cifra que en marzo. Sin embargo, esta estabilidad es el resultado de comportamientos diferenciados de sus principales componentes. Por un lado, los precios de los alimentos elaborados moderaron sustancialmente su comportamiento inflacionista, al beneficiarse de forma notable de los descensos de los precios del tabaco en junio (que se han visto revertidos posteriormente en julio). Por otro lado, los precios de los bienes industriales no energéticos —en un contexto de mayores precios de producción de este tipo de bienes— mostraron una evolución algo menos moderada, al igual que los de los servicios. En cualquier caso, si, como aproximación a las presiones inflacionistas sobre los precios de consumo, se excluyera del IPSEBENE el impacto —en principio, transitorio— de los aumentos de los tipos del IVA y del precio del tabaco en julio y diciembre del pasado año, la evolución de precios resultante sería moderada, con un crecimiento de un 1,1 % en junio. El indicador adelantado del IPC mostró una reducción adicional de la inflación en julio hasta el 3,1 %, una décima menos que en el mes anterior.

En términos del IAPC, la inflación en España se moderó también en tres décimas a lo largo del segundo trimestre, hasta el 3 %. Esta evolución contrasta con el comportamiento estable de esta variable en el área del euro, lo que se tradujo en una reducción del diferencial

entre marzo y junio en esa misma cuantía de tres décimas, hasta 0,3 pp (véase gráfico 22). Por componentes, el aumento de los precios energéticos en España continuó siendo superior al de la UEM, situándose el diferencial en 4,4 pp, lo que, no obstante, supone una reducción de 1,5 pp con respecto a marzo. Por el contrario, los diferenciales en términos de servicios y de bienes no energéticos, que fueron negativos en cuantías respectivas de -0,2 pp y -0,1 pp, lo serían en una magnitud aún mayor si se ajustasen por el efecto de los cambios impositivos. Por último, los aumentos de los precios de los alimentos en España fueron igualmente algo inferiores a los de la zona del euro. De acuerdo con los respectivos indicadores adelantados del IAPC para julio, el diferencial se habría ampliado en dos décimas, hasta medio punto porcentual, dado que la inflación habría permanecido en España en el 3 %, mientras que, en el conjunto del área del euro, se habría reducido en dos décimas, hasta el 2,5 %.

El índice de precios industriales registró, igualmente, una cierta desaceleración a lo largo del segundo trimestre, al disminuir su ritmo de variación interanual en algo más de 1 pp entre marzo y junio, hasta el 6,7 %. La desaceleración fue reflejo de los menores ritmos de crecimiento de los precios de los productos energéticos, como consecuencia de la evolución del precio del crudo, y de los bienes intermedios, si bien las tasas de avance son todavía muy elevadas en ambos casos. Por el contrario, ha continuado el proceso de aceleración de los precios industriales de los bienes de consumo que comenzó hace casi un año. El diferencial de los precios industriales entre España y la zona del euro disminuyó en cuatro décimas entre marzo y mayo, como consecuencia del menor crecimiento relativo de los precios energéticos españoles. La evolución de los precios en las fases iniciales de la cadena de producción apunta a un cierto debilitamiento de las presiones inflacionistas, que, además, se ve corroborado por la senda mostrada por los índices de precios de importación, cuya tasa interanual ha experimentado, desde el comienzo del año, una pronunciada desaceleración, que afecta a todos sus componentes. En la vertiente exportadora, los precios industriales también se han ralentizado en meses recientes. En ambos casos, los ritmos de variación de los precios de los productos energéticos continuaron siendo muy elevados.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible relativa al conjunto del sector de las AAPP se refiere al primer trimestre de 2011. No obstante, se dispone de información mensual más reciente, referida a la ejecución presupuestaria de los subsectores Estado y Seguridad Social hasta junio y mayo, respectivamente.

En el período comprendido entre enero y junio, el Estado registró un déficit acumulado de 24,1 mm de euros, de acuerdo con la información disponible acerca de la ejecución presupuestaria, según la metodología de la Contabilidad Nacional. Este saldo negativo es inferior en 5,7 mm de euros al observado en el mismo período de 2010. En términos de caja, el déficit del Estado en los seis primeros meses del año fue de 23,5 mm de euros, lo que supone una reducción del 24 % con relación al registrado un año antes (véase cuadro 4). En su conjunto, los pagos presentaron una caída del 19,7 %, tasa que, en términos generales, resulta coherente con el objetivo establecido para el conjunto del año. El descenso observado responde, en su mayor parte, al recorte en las transferencias, como consecuencia de la aplicación del nuevo sistema de financiación autonómica. Respecto al resto de partidas, tanto los gastos de personal como los pagos de capital evolucionaron en el primer semestre en línea con lo presupuestado, mientras que, en el caso de las compras, el cumplimiento del objetivo presupuestario para el conjunto del año requiere una aceleración de su tasa de caída en el segundo semestre. Además, por lo que respecta al pago de intereses, es muy probable que la disminución observada en la primera mitad del año en términos de

Millones de euros y en porcentaje

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación ene-mar. Variación porcentual 2010/2009	Liquidación		
						2010 ene-jun	2011 ene-jun	Variación porcentual
						1	2	3
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	127.337	24,8	106.020	-16,7	-16,2	55.386	45.688	-17,5
Impuestos directos	59.262	9,5	55.239	-6,8	-20,4	24.383	19.540	-19,9
IRPF	39.326	29,2	35.494	-9,7	-19,4	17.762	13.776	-22,4
Sociedades	16.198	-19,8	16.008	-1,2	-42,7	4.746	4.006	-15,6
Otros (a)	3.738	7,5	3.737	-0,0	-16,4	1.875	1.759	-6,2
Impuestos indirectos	51.825	80,8	36.142	-30,3	-17,3	24.433	19.271	-21,1
IVA	38.486	143,8	24.968	-35,1	-14,1	17.926	14.709	-17,9
Especiales	10.338	1,9	8.179	-20,9	-40,5	5.068	3.080	-39,2
Otros (b)	3.001	9,5	2.995	-0,2	7,5	1.439	1.482	3,0
Otros ingresos	16.251	-15,7	14.639	-9,9	3,0	6.570	6.877	4,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	179.572	-5,1	150.056	-16,4	-24,2	86.180	69.183	-19,7
Personal	26.975	1,5	26.982	0,0	0,8	13.508	13.574	0,5
Compras	4.632	-4,7	3.384	-26,9	-10,4	1.941	1.776	-8,5
Intereses	19.638	11,3	27.421	39,6	-23,2	9.116	8.931	-2,0
Transferencias corrientes	104.656	-6,9	74.598	-28,7	-30,3	49.698	36.895	-25,8
Inversiones reales	8.782	-16,1	5.793	-34,0	-25,3	4.604	3.371	-26,8
Transferencias de capital	14.890	-14,2	9.208	-38,2	-25,7	7.314	4.637	-36,6
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-52.235	—	-44.036	—	—	-30.794	-23.496	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
TOTAL	135.862	16,3	141.538	4,2	3,9	64.604	68.472	6,0
IRPF	66.977	4,9	71.761	7,1	2,4	30.337	32.297	6,5
IVA	49.079	46,2	48.952	-0,3	8,0	24.473	26.774	9,4
Imp. especiales	19.806	2,4	20.825	5,1	-2,8	9.794	9.401	-4,0

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.

caja comience a revertir en los próximos meses, de modo que la tasa para el conjunto de 2011 tendería a aproximarse a la estimación presupuestaria de un crecimiento cercano al 40 %. En este sentido, los pagos por intereses calculados con la metodología de la Contabilidad Nacional han presentado tasas muy abultadas recientemente, por lo que han continuado ganando peso en el total del gasto (hasta el entorno del 15 % en el conjunto del primer semestre, frente a menos del 10 % en el mismo período de 2010).

En términos de la recaudación total, que incluye la obtenida tanto por el Estado como por las Administraciones Territoriales (AATT), destaca el buen comportamiento de la correspondiente al IVA, que mostró una tasa de crecimiento del 9,4 %, lo que, en gran medida, se debió al efecto de la subida de los tipos en julio de 2010. Asimismo, el IRPF creció un 6,5 %, tasa coherente con el incremento del 7,1 % presupuestado para el conjunto del año. Por su parte, tanto la recaudación por impuesto de sociedades como la correspondiente a los impuestos especiales mostraron una notable debilidad, con tasas acumuladas del -15,6 % y -4 %, respectivamente.

COMUNIDADES AUTÓNOMAS. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA

CUADRO 5

Millones de euros y porcentaje

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010 (a)	Liquidación		
					2010 ene-mar	2011 ene-mar	Variación porcentual (b)
	1	2	3	4 = 3/1	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	134.318	-11,0	138.627	3,2	—	29.536	-2,2
Impuestos corrientes	127.134	-10,9	130.110	2,3	—	28.845	-1,4
Impuestos directos	29.477	-21,3	40.995	39,1	—	10.178	42,5
Impuestos indirectos	33.730	-13,2	51.512	52,7	—	11.983	45,0
Tasas, precios y otros ingresos	5.551	8,0	4.972	-10,4	—	1.087	-19,4
Transferencias corrientes	57.962	-4,7	32.097	-44,6	—	5.456	-56,2
Ingresos patrimoniales	413	-12,4	535	29,4	—	140	151,5
Ingresos de capital	7.184	-12,5	8.517	18,6	—	691	-27,2
Enajenación de inversiones reales	287	-16,0	1.760	513,6	—	52	8,0
Transferencias de capital	6.897	-12,4	6.756	-2,0	—	639	-29,1
2 PAGOS NO FINANCIEROS	157.183	-6,9	155.544	-1,0	—	34.531	5,4
Pagos corrientes	134.812	-4,8	131.889	-2,2	—	31.481	5,6
Gastos de personal	58.795	-2,0	56.873	-3,3	—	12.719	-3,3
Gastos corrientes en bienes y servicios	28.011	-7,8	27.421	-2,1	—	6.867	22,8
Gastos financieros	2.999	14,8	4.195	39,9	—	932	75,6
Transferencias corrientes	45.007	-7,4	43.173	-4,1	—	10.962	3,9
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	228	—	—	—	—
Pagos de capital	22.371	-17,9	23.655	5,7	—	3.050	4,2
Inversiones reales	9.685	-22,9	10.580	9,2	—	1.524	11,3
Transferencias de capital	12.686	-13,6	13.074	3,1	—	1.526	-2,0
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	-22.866	—	-16.917	-26,0	—	-4.995	—

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

- a Los datos del presupuesto inicial de 2011 se han obtenido considerando los créditos iniciales del presupuesto de 2010 de Baleares y Cataluña, ya que los han prorrogado.
- b Estas tasas son las publicadas por el Ministerio de Economía y Hacienda, que no ha presentado el nivel correspondiente al primer trimestre de 2010.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA

CUADRO 6

Millones de euros y porcentaje

	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
					2010 ene-may	2011 ene-may	Variación porcentual 2011/2010
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	119.481	-3,4	123.405	3,3	49.495	49.398	-0,2
Cotizaciones sociales	108.358	-4,4	111.778	3,2	44.487	44.047	-1,0
Transferencias corrientes	8.357	12,3	8.154	-2,4	3.834	4.029	5,1
Otros ingresos	2.765	-6,7	3.473	25,6	1.174	1.322	12,6
2 PAGOS NO FINANCIEROS	116.601	1,9	118.826	1,9	40.680	41.850	2,9
Personal	2.483	1,2	2.378	-4,2	947	916	-3,3
Compras	2.032	1,9	1.719	-15,4	561	602	7,5
Transferencias corrientes	111.557	1,9	114.279	2,4	39.109	40.281	3,0
Pensiones contributivas	95.320	2,1	99.090	4,0	33.573	35.271	5,1
Incapacidad temporal	7.373	-9,5	7.009	-4,9	1.871	1.614	-13,7
Resto	8.864	11,0	8.181	-7,7	3.664	3.396	-7,3
Otros gastos	529	-6,1	450	-15,0	64	50	-21,9
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	2.880	—	4.579	—	8.814	7.548	—

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

Millones de euros

		Enero-mayo		Tasa de variación
		2010	2011	2011/2010 (b)
INGRESOS	Cuenta corriente	130.845	146.089	11,7
	Mercancías	75.155	90.272	20,1
	Servicios	34.703	36.516	5,2
	Turismo	12.738	13.943	9,5
	Otros servicios	21.965	22.573	2,8
	Rentas	15.504	13.557	-12,6
	Transferencias corrientes	5.482	5.743	4,8
	Cuenta de capital	4.142	2.898	-30,0
	Cuentas corriente + capital	134.987	148.987	10,4
PAGOS	Cuenta corriente	156.850	170.160	8,5
	Mercancías	94.801	108.420	14,4
	Servicios	26.556	26.329	-0,9
	Turismo	4.206	4.160	-1,1
	Otros servicios	22.350	22.169	-0,8
	Rentas	24.752	24.706	-0,2
	Transferencias corrientes	10.741	10.705	-0,3
	Cuenta de capital	658	493	-25,0
	Cuentas corriente + capital	157.508	170.653	8,3
SALDOS	Cuenta corriente	-26.005	-24.071	1.934,8
	Mercancías	-19.646	-18.148	1.497,8
	Servicios	8.147	10.188	2.040,5
	Turismo	8.532	9.783	1.251,1
	Otros servicios	-385	404	789,4
	Rentas	-9.248	-11.149	-1.900,6
	Transferencias corrientes	-5.258	-4.961	297,0
	Cuenta de capital	3.484	2.404	-1.079,6
	Cuentas corriente + capital	-22.521	-21.666	855,2

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

En el caso de las CCAA, los datos de ejecución del primer trimestre de 2011 muestran un saldo negativo del 0,5 % del PIB (véase cuadro 5), cifra que contrasta con la previsión presupuestaria de reducción del déficit para el conjunto del año en 1,5 pp, hasta el 1,3 % del PIB.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, los últimos datos de ejecución disponibles son los correspondientes a mayo de 2011 (véase cuadro 6). En términos acumulados desde el inicio del ejercicio, el Sistema registró un superávit no financiero de 7,5 mm de euros, lo que supone una reducción de 1,3 mm de euros en comparación con el saldo acumulado hasta mayo del pasado año. Por el lado de los ingresos, la recaudación por cotizaciones sociales cayó un 1 %, por el descenso de las afiliaciones a la Seguridad Social. Por su parte, los gastos registraron un aumento del 2,9 %, debido al alza del componente de pensiones contributivas en un 5,1 %, parcialmente compensada por la reducción del resto de transferencias corrientes.

Por lo que respecta al Servicio Público de Empleo Estatal, los datos disponibles hasta el mes de mayo apuntan a una caída en los pagos por prestaciones de desempleo a una tasa del -8,6 %. Ello supone una acentuación de la caída con respecto a la observada en el primer trimestre, lo que está en consonancia con la disminución en el número de beneficiarios del sistema de protección por desempleo.

4.5 La balanza de pagos

Durante los cinco primeros meses de 2011, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 21,7 mm de euros, un 3,8 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 7). Esta disminución es atribuible a la reducción del saldo negativo por cuenta corriente, en tanto que se produjo una disminución del superávit de la cuenta de capital. A su vez, el descenso del desequilibrio por cuenta corriente se explica principalmente por la ampliación del superávit de servicios y la reducción del déficit de la balanza comercial, aunque también contribuyó a ello la disminución del saldo negativo de transferencias corrientes. Por el contrario, el déficit de rentas registró una ampliación.

En concreto, el saldo negativo de la balanza comercial disminuyó un 7,6 % en los cinco primeros meses del año, hasta situarse en 18,1 mm de euros. Ello fue el resultado de la evolución contrapuesta del déficit no energético, que experimentó un descenso sustancial, y energético, afectado por el incremento de la factura energética. El superávit de la balanza de servicios aumentó un 25 %, hasta 10,2 mm de euros, como reflejo del ascenso del superávit de turismo y, en menor medida, de la mejora del saldo de los servicios no turísticos, que pasó a ser superavitario. En sentido contrario, el saldo negativo de la balanza de rentas se amplió un 21 %, hasta 11,1 mm de euros. Por su parte, el déficit de la balanza de transferencias corrientes fue de 5 mm de euros, tras disminuir un 6 %. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital cayó un 30 %, hasta 2,4 mm de euros.

5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

5.1 Rasgos más destacados

Durante el segundo trimestre de 2011, la evolución financiera de la economía española estuvo condicionada por el rebrote de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea, desencadenadas por las dudas de los inversores sobre la sostenibilidad del endeudamiento público griego. Una vez más, la incertidumbre se contagió a otras economías del área del euro y, en particular, a la nuestra, provocando un repunte de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por las AAPP como por el sector privado, y caídas de los índices bursátiles. Estas tendencias se acentuaron a lo largo de julio, a raíz de las discusiones abiertas en torno a la aprobación de un segundo paquete de ayuda financiera a Grecia. Las tensiones se relajaron tras las decisiones adoptadas por los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro en su reunión del día 21 de ese mismo mes (véase recuadro 2), si bien repuntaron con posterioridad.

En este contexto, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años aumentó durante el segundo trimestre en 37 pb, mientras que la de la referencia alemana al mismo plazo, que es utilizada habitualmente como valor refugio durante los períodos de mayor incertidumbre, se redujo en casi 40 pb. Como resultado, se amplió en 64 pb el diferencial de tipos de interés entre ambos bonos, que se situaba, a finales de junio, próximo a los 250 pb. Las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado también se elevaron, especialmente las de las empresas financieras. Asimismo, las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario mantuvieron una trayectoria ascendente. En concreto, el EURIBOR a doce meses subió 17 pb entre marzo y junio, hasta situarse en el 2,16 %. Por otra parte, en los mercados bursátiles las cotizaciones descendieron y aumentó la volatilidad. El IBEX 35 registró una caída del 2 % con respecto a los niveles de finales del primer trimestre, retroceso similar al del EUROSTOXX 50 (2,1 %), y algo mayor que el del S&P 500 (0,4 %). De este modo, el índice español acumulaba en junio una revalorización del 5,1 %, superior a la del europeo (2 %) y similar a la del estadounidense (5 %) (véase gráfico 23).

Durante los primeros días de julio, la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana incidió de forma especialmente acusada sobre España. Así, el diferencial entre la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y la de la referencia alemana al mismo plazo llegó a situarse en el entorno de los 370 pb. A la fecha de cierre de este informe, sin embargo, había seguido aumentando y se situaba próximo a los 400 pb. En los mercados de capitales las cotizaciones bursátiles experimentaron vaivenes igualmente notables, que situaron al IBEX 35 un 8,3 % por debajo de su valor a comienzos de año.

En el mercado inmobiliario, el ritmo de descenso del precio de la vivienda libre se aceleró nuevamente durante el segundo trimestre de 2011, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda. Así, la tasa de disminución interanual se situó en junio en el 5,2 %, frente al retroceso del 4,7 % de marzo. Desde finales de 2007, acumula una caída próxima al 17 %, que, en términos reales, alcanza el 22 %.

El coste de la financiación bancaria a empresas y familias aumentó entre marzo y mayo (última información disponible). (Véase gráfico 23). Este ascenso resultó básicamente del incremento de los costes de los fondos de referencia, ya que los diferenciales aplicados sobre estos por las entidades apenas variaron. También se elevó en estos meses el coste de financiación de las sociedades no financieras mediante recursos propios y

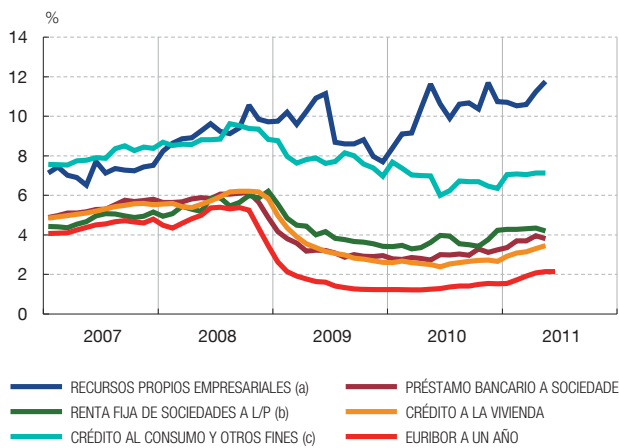
ÍNDICES BURSÁTILES



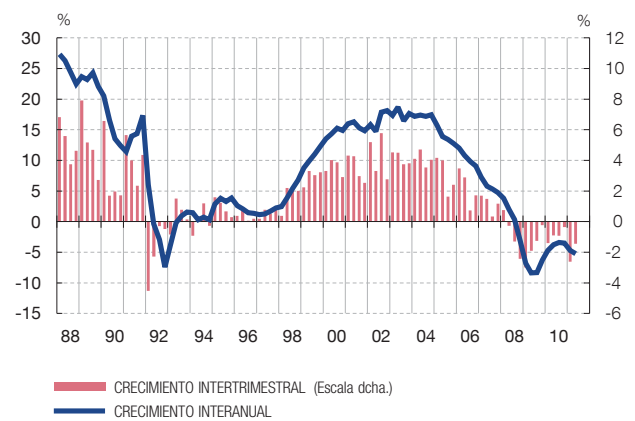
DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



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

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

valores a corto plazo. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de julio, a pesar de las tensiones registradas en los mercados financieros en el segundo trimestre, los criterios de concesión de créditos a empresas se mantuvieron estables durante este período, evolución que está en línea con lo que habían anticipado las entidades tres meses antes¹. Tampoco variaron los aplicados en los préstamos a hogares para consumo y otros fines, mientras que, en los destinados a la compra de vivienda, los encuestados reportaron un ligero endurecimiento. De cara al trimestre en curso, las entidades anticipan un mantenimiento de las condiciones de concesión de préstamos a ambos sectores.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a mayo, apuntan a una contracción de la deuda de las familias y las empresas durante

¹ Para más detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2011», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo Boletín Económico.

el segundo trimestre. La tasa interanual de crecimiento de los pasivos en el caso de las familias se redujo hasta el $-1,1\%$, como resultado de una contracción más acusada que en los meses anteriores de los fondos para consumo y otros fines, y del leve descenso de los destinados a adquisición de vivienda. Para ambos componentes, las tasas intertrimestrales anualizadas apuntan a ritmos de caída algo más pronunciados. Por otra parte, la tasa de avance de los recursos ajenos de las sociedades pasó a situarse en valores ligeramente negativos, aunque existen diferencias importantes por instrumentos. Así, el ritmo de caída interanual de los préstamos de las entidades residentes se intensificó ligeramente, hasta alcanzar el $2,2\%$, mientras que, en los valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión), se ha continuado observando un comportamiento más expansivo, aunque menos dinámico que en el primer trimestre. La información más reciente de la distribución del crédito por actividades productivas, referida al primer trimestre de 2011, refleja que el retroceso de la financiación bancaria se acentuó en todos los segmentos en los primeros meses de 2011, siendo la caída especialmente acusada en la construcción ($-13,3\%$). La información provisional más reciente apunta a que, durante junio, se habría mantenido esta pauta de contracción de la deuda de hogares y sociedades.

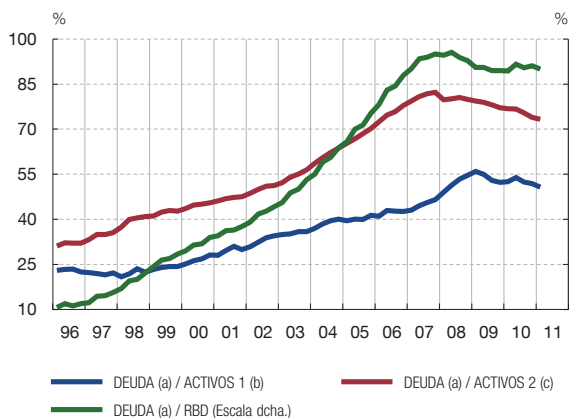
El retroceso de los pasivos de las familias en el primer trimestre del año permitió que la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) y la carga financiera del sector se redujese (véase gráfico 24). A pesar de esta evolución, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, habrían mantenido el perfil descendente que presentan desde principios de 2010. También la riqueza neta de los hogares disminuyó en los primeros meses de 2011, como resultado de un avance moderado del valor del componente financiero y de la reducción del inmobiliario, que registró un retroceso más intenso que en meses anteriores. La información provisional correspondiente al segundo trimestre apunta a escasas variaciones en las ratios de endeudamiento y carga financiera, y a un nuevo descenso en el patrimonio de los hogares.

En el caso de las sociedades, el relativo estancamiento de los pasivos, unido al ascenso moderado de sus rentas, permitió que la ratio de endeudamiento del sector descendiese nuevamente durante los tres primeros meses de 2011. Como resultado de esta evolución y del aumento de los costes de financiación, la carga financiera se mantuvo estable (véase gráfico 25). Asimismo, 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 beneficios ordinarios crecieron en el primer trimestre algo menos que en el mismo período de 2010, y la rentabilidad se mantuvo.

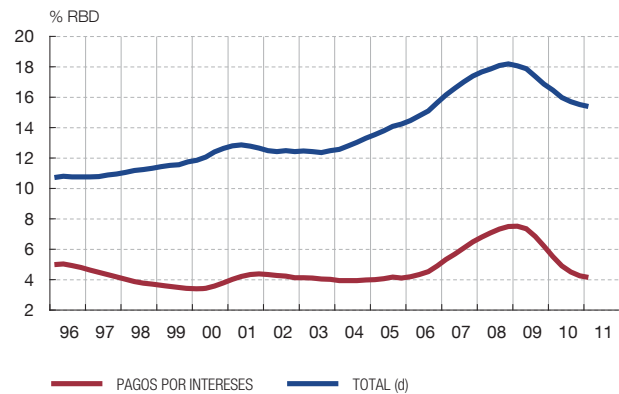
En el caso de las AAPP, la deuda ha seguido avanzando a ritmos elevados, aunque menores (su tasa de crecimiento interanual se situó en mayo en el 16% , $1,1$ pp menos que en marzo). Los datos de las Cuentas Financieras más recientes, correspondientes al primer trimestre, indican que este dinamismo en la captación de recursos, junto con el débil avance del producto, se ha reflejado en un nuevo ascenso de las ratios sobre el PIB de la deuda, que se situó próxima al 64% , y de la carga financiera, que alcanzó el $2,1\%$.

Por su parte, el volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando. Como consecuencia de ello y del descenso de la deuda, la ratio de dudosos ha seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito) dicho indicador alcanzó el $6,5\%$ en mayo, $0,4$ pp más que en marzo.

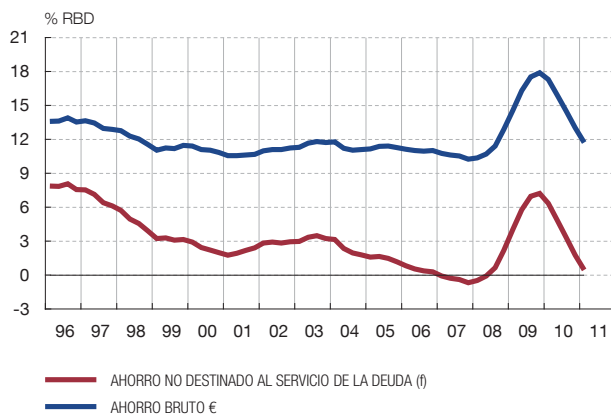
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



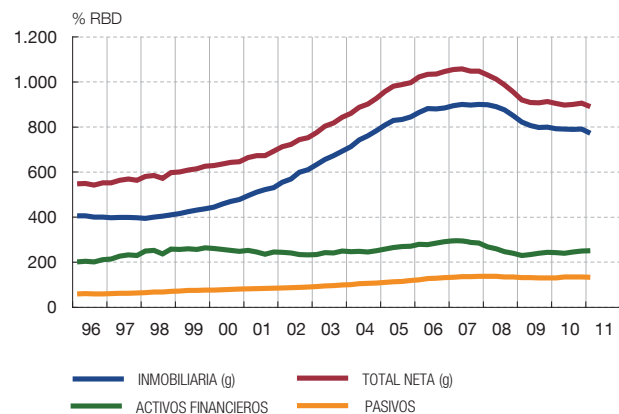
CARGA FINANCIERA



AHORRO



RIQUEZA

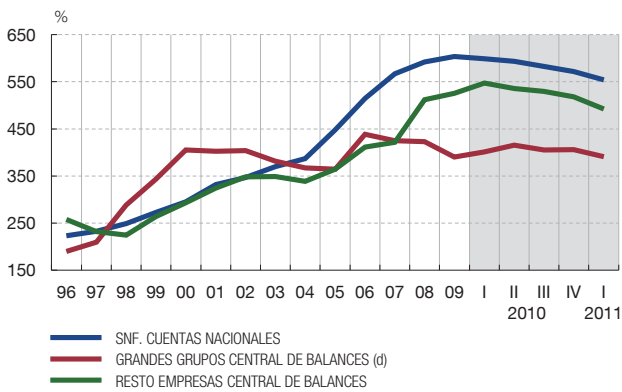


FUENTES: Ministerio de vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

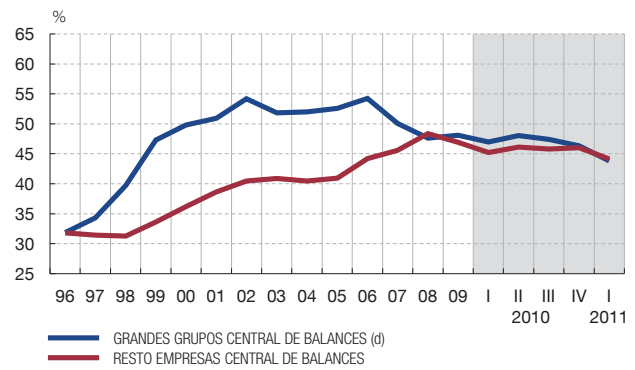
- a Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
 b Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
 c Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
 d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 e Saldo de la cuenta de utilización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

De acuerdo con la información más reciente de las Cuentas Financieras, entre enero y marzo las necesidades de financiación de la nación se mantuvieron, en términos acumulados de 12 meses, próximas al 4 % del PIB. Por sectores, esta evolución resultó del ligero ascenso en la capacidad de financiación de las empresas no financieras, que fue más que compensado por el descenso del saldo acreedor de los hogares, mientras que el déficit de las AAPP se mantuvo en el 9,2 % del PIB y el ahorro de las instituciones financieras apenas varió (véase cuadro 8). La financiación exterior de la economía se canalizó principalmente a través de las AAPP (sobre todo mediante valores de renta fija) y a través de la venta de activos exteriores por parte de los inversores institucionales. Así, los fondos netos del resto del mundo captados por estos dos sectores ascendieron al 3,2 % y al 2,7 % del PIB, respectivamente. Destacó, asimismo, la reducción de los flujos del exterior canalizados a través de las entidades de crédito y los fondos de titulización, que, en términos netos, disminuyeron 1,8 y 0,7 pp, respectivamente.

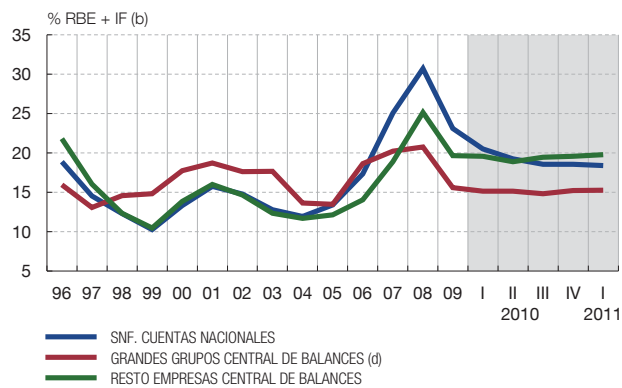
DEUDA (a) / REB + IF (b)



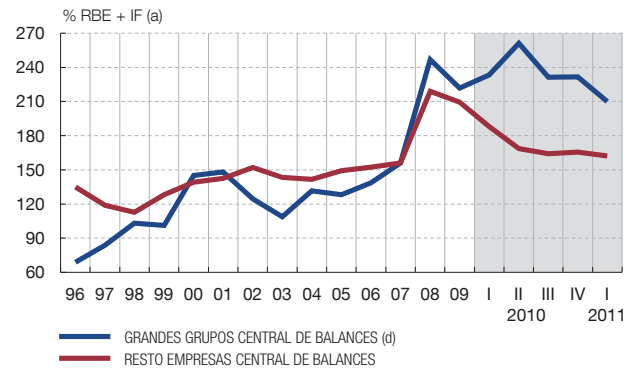
DEUDA (a) / ACTIVO (c)



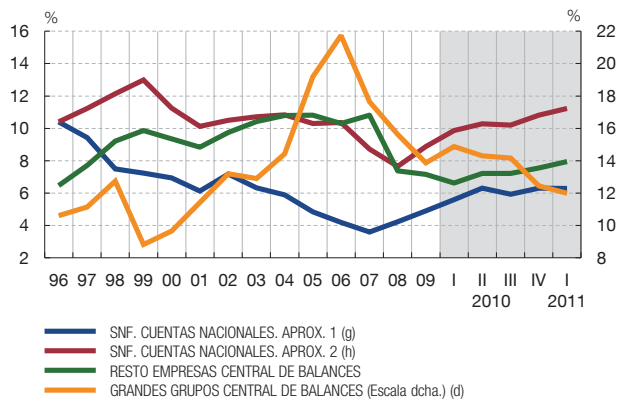
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



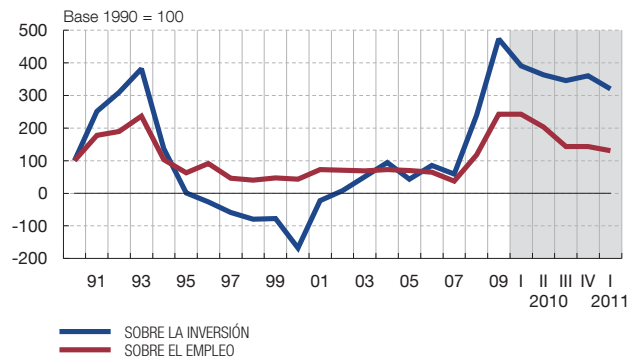
CARGA FINANCIERA TOTAL (e)



RON / RECURSOS PROPIOS (f)



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (i)



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 — con sumo 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 la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

Porcentaje del PIB

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

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.

En resumen, durante el segundo trimestre de 2011 y, con mayor intensidad, en la parte transcurrida de julio, la economía española se ha visto muy afectada por el rebrote de las tensiones en los mercados europeos de deuda soberana, lo que ha derivado en una ampliación de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes, que se mantienen en niveles históricamente elevados. La persistencia de estos registros ha llevado a las entidades a trasladar, durante los primeros meses del año, una parte del ascenso del coste de obtención de fondos a los tipos de interés que aplican en los préstamos concedidos a empresas y familias. Esta evolución, junto con el necesario desapalancamiento de estos agentes, está contribuyendo a situar las tasas de avance de sus pasivos en registros negativos.

5.2 El sector hogares

Entre marzo y mayo, el coste de financiación de las nuevas operaciones de crédito a los hogares aumentó (31 pb en los préstamos para la adquisición de viviendas y 9 pb en los destinados a consumo y otros fines), en línea con la evolución de los tipos de mercado de referencia en este período (véase gráfico 23). Asimismo, de acuerdo con la EPB de julio, las entidades endurecieron ligeramente los criterios de concesión de préstamos destinados a la compra de inmuebles, y mantuvieron los aplicados en los de consumo y otros fines. De acuerdo con esta encuesta, la solicitud de financiación por parte de los hogares disminuyó en ambos casos, aunque de forma más acusada en el primero. El descenso en la petición de fondos para compra de inmuebles, aunque menor que en los tres primeros meses de 2011, contrasta con la estabilidad que preveían las entidades. De cara al trimestre en curso, las entidades anticipan un mantenimiento de las condiciones de oferta en este segmento y una nueva reducción de la demanda, que sería, no obstante, más moderada que la del primer semestre del año.

En este contexto, la deuda de los hogares volvió a descender. Su tasa de avance se situó en mayo en el -1,1 %, en términos interanuales, lo que supone una caída algo más intensa que la registrada en marzo (cuando la tasa se situó en el -0,5 %). Esta evolución fue resultado tanto de una contracción más acusada que en el primer trimestre del crédito al consumo y otros fines (-3,8 %, frente al -1,8 %) como del ligero descenso de los préstamos para adquisición de vivienda (su tasa de avance se situó en el -0,3 %, frente al -0,1 % de dos meses antes). Las tasas intertrimestrales deses-tacionalizadas apuntan a retrocesos algo más acusados.

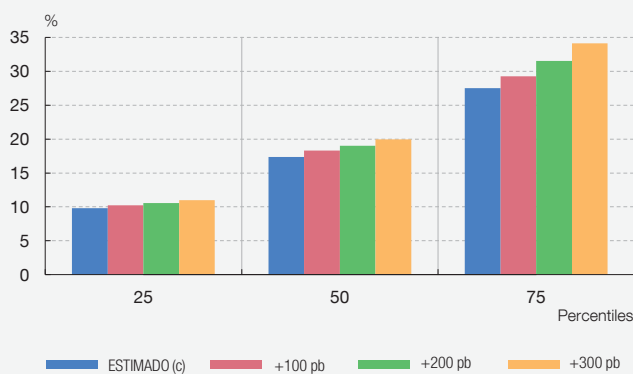
Desde mediados de 2010, cuando se encontraban en niveles mínimos históricos, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en los préstamos concedidos a las familias han presentado una senda ascendente, registrando, hasta mayo de 2011, un aumento de 1,2 pp. Aunque este incremento no se ha reflejado todavía en la carga financiera agregada del sector, dado el retraso con el que los pagos por intereses recogen los cambios en el coste de las nuevas operaciones y en las rentabilidades interbancarias a las que están vinculados, es previsible que empiece a hacerlo en los próximos meses. En este contexto, tiene interés evaluar la sensibilidad de la carga financiera de las familias a aumentos en los tipos de interés. La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) permite realizar este análisis, distinguiendo entre distintos tipos de hogares.

Para estimar el impacto que en la actualidad podría tener una subida en los costes de financiación sobre la ratio de la carga financiera¹ de las familias, se realiza, en primer lugar, una estimación de los valores que esta tomaría en marzo de 2011 para

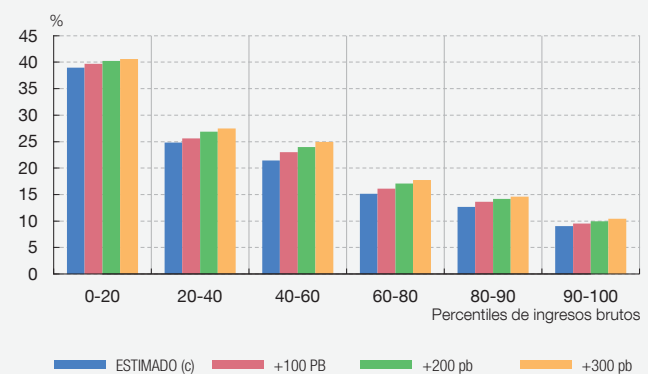
los hogares encuestados que en la última edición de la EFF (esto es, en el primer trimestre de 2009) tenían créditos pendientes. Con este fin, se asume que los ingresos de todas las familias endeudadas presentaron, entre el primer trimestre de 2009 y el mismo período de 2011, la misma evolución que la renta bruta agregada por hogar (esto es, se proyecta un descenso del 2,9%). Se supone, asimismo, una disminución en los costes de financiación de 2,8 pp en el caso de los préstamos contratados a tipo de interés variable, en línea con la evolución que se observó para el EURIBOR a un año en este período, referencia habitual de los préstamos bancarios del sector². Para

1. La ratio de carga financiera se define como el cociente entre los pagos asociados a las deudas contraídas (amortización del capital e intereses) y la renta bruta disponible.
2. En concreto, se calcula la diferencia entre el valor que, en promedio, presentó el EURIBOR a un año entre abril de 2008 y marzo de 2009 y entre abril de 2010 y marzo de 2011.

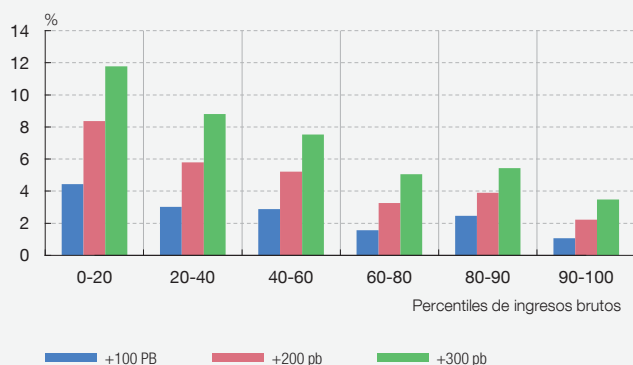
1 DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE CARGA FINANCIERA DE LOS HOGARES (a) (b)



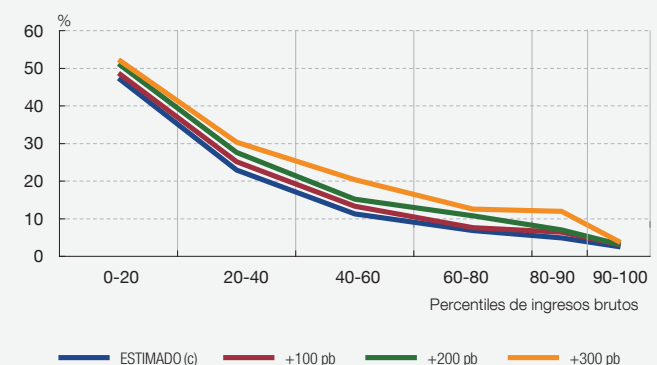
2 RATIO DE CARGA FINANCIERA DE LOS HOGARES (mediana) (a) (b)



3 DESCENSOS EN LOS INGRESOS FAMILIARES NETOS DEL SERVICIO DE LA DEUDA (media) (b)



4 PORCENTAJE DE HOGARES CON CARGA FINANCIERA SUPERIOR AL 40% DE SUS INGRESOS BRUTOS (a) (b)



FUENTE: EFF (2008).

- La ratio de carga financiera se define como el cociente entre los pagos asociados a las deudas contraídas (amortización e intereses) y la renta bruta disponible.
- Calculado para los hogares que tienen deudas pendientes. Se presentan distintos escenarios de tipos de interés, incrementando los tipos estimados para marzo de 2011, cuando son variables, en 100, 200 y 300 puntos básicos.
- Recoge la situación que se estimaría para el primer trimestre de 2009, bajo los supuestos explicados en el texto, a partir de la información contenida en la EFF (2008).

calcular el impacto que este descenso tendría sobre los pagos asociados a la deuda viva, se utiliza la información de la EFF acerca de las características individuales de los préstamos concedidos, como el volumen de endeudamiento, el plazo residual, el coste de financiación y la naturaleza del contrato de crédito (a tipo fijo o variable).

Tomando como punto de partida la situación estimada para marzo de 2011, se simula cuál sería el impacto sobre la ratio de carga financiera de las familias endeudadas de aumentos en el coste de financiación fijados, arbitrariamente, en 100 pb, 200 pb y 300 pb. Como se observa en el gráfico 1, que muestra los percentiles 25, 50 y 75 de dicha ratio para el segmento de hogares con préstamos pendientes en cada uno de estos escenarios, dicho impacto no es homogéneo. Como cabría esperar, el ascenso en la proporción de las rentas regulares que absorben los pagos asociados a las deudas contraídas es mayor en la parte superior de la distribución de la ratio de carga financiera, en la que se sitúan, mayoritariamente, los hogares con un endeudamiento más elevado.

La sensibilidad de la carga financiera de las familias a aumentos en los tipos de interés varía, asimismo, en función del nivel de renta, tal y como se observa en el gráfico 2. El mayor impacto de un eventual ascenso en los tipos de interés se registraría en el grupo de hogares con rentas intermedias, en el que sus pagos por intereses en relación con sus rentas se incrementarían 1,5 pp, 2,5 pp y 3,5 pp ante ascensos en los costes de financiación de 100 pb, 200 pb y 300 pb, respectivamente. En el extremo opuesto, los menores ascensos se observarían en la decila de las familias con los mayores ingresos. Asimismo, se observa que, a pesar del endeudamiento comparativamente más elevado de las familias con menores ingresos, el impacto sobre su carga financiera de posibles cambios en los tipos de interés es más limitado que en otros grupos. Esto es debido a que en este segmento la proporción de hogares con contratos en los que los tipos de interés no son revisables es la más elevada de la muestra (un 55 % de ellos tienen todos sus préstamos con esta característica, frente al 21 % de la decila superior de ingresos). Esto está, relacionado a su vez, con el mayor peso que en este grupo tiene la financiación para consumo, en la que suelen prevalecer este tipo de contratos.

Otro aspecto que resulta relevante analizar es el impacto que tendrían estos ascensos hipotéticos en los costes de financia-

ción sobre las rentas familiares una vez descontados los pagos asociados al servicio de la deuda. Como se observa en el gráfico 3, la incidencia no es tampoco homogénea, siendo en promedio, más acusada para las familias endeudadas con menores rentas. En el extremo opuesto, la caída más moderada se registraría para las familias por encima del percentil 90. Existe, en cualquier caso, una elevada dispersión también dentro de cada uno de los grupos analizados. Así, en particular, el impacto sería nulo para algo más de la mitad del conjunto de los hogares con menores ingresos (aquellos para los que todas sus deudas están contraídas a un tipo de interés no revisable).

Resulta también interesante considerar el impacto de las perturbaciones anteriores sobre la proporción de hogares que superan determinados umbrales. En el gráfico 4, se muestra, para varios tramos de ingresos y para los distintos escenarios de tipos de interés, el porcentaje de familias endeudadas para las que la carga financiera superaría en las simulaciones el 40 % de su renta bruta. Puede observarse, en primer lugar, que dicha proporción presenta una relación inversa con el nivel de ingresos, y, en segundo, que el impacto sobre esta de un ascenso en los costes de financiación es, en general, moderado. Distinguiendo por segmentos de renta, los efectos serían más acusados en los hogares con rentas bajas e intermedias. En particular, para las familias con préstamos pendientes que se encuentran entre el percentil 20 y 40 de renta, el porcentaje de hogares que superaría el umbral aumentaría desde el 23 % estimado para 2011 hasta el 25 %, 28 % y 30 % con los aumentos simulados de 100 pb, 200 pb y 300 pb, respectivamente, en los costes de financiación.

En definitiva, los resultados de este recuadro sugieren que, para el conjunto del sector, el impacto sobre la carga financiera de las subidas simuladas en los tipos de interés sería relativamente moderado. Sin embargo, no se distribuiría de forma homogénea, sino que tendería a ser algo más acusado en los hogares con rentas bajas e intermedias. En cualquier caso, estos resultados hay que interpretarlos con las debidas cautelas, como consecuencia de la necesidad de realizar distintos supuestos para poder llevar a cabo las simulaciones. En particular, la evolución de los ingresos de las familias entre el primer trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2011 y de sus costes de financiación en ese mismo período se ha supuesto, por simplicidad, homogénea entre todas ellas. En la medida en que la trayectoria de estas variables haya diferido entre distintos segmentos del sector, los resultados podrían ser diferentes de los obtenidos con este ejercicio.

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

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010		2011
				III TR	IV TR	I TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	7,2	2,5	4,7	4,2	4,4	3,5
Medios de pago	-1,1	-0,4	4,2	0,6	-0,1	0,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	7,5	6,8	-1,2	2,1	3,5	3,4
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	-0,3	1,2	1,0	0,6	0,2
Fondos de inversión	-1,1	-3,4	0,0	-1,2	-1,7	-1,5
Reservas técnicas de seguros	0,9	0,2	0,9	0,6	0,8	0,8
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,2	-0,2	0,6	0,2	0,3	0,4
De jubilación	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4
Resto	0,3	-0,4	-0,4	1,0	1,4	0,6
Operaciones financieras (pasivos)	9,1	2,3	-1,2	1,3	1,3	0,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,4	3,4	-0,5	0,0	0,0	-0,5
Créditos para adquisición de vivienda (c)	7,1	2,7	0,1	0,5	0,5	-0,1
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,1	0,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4
Resto	-0,3	-1,1	-0,7	1,3	1,3	1,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	13,4	1,6	-8,3	5,1	7,4	6,4
Medios de pago	-0,4	-1,1	-0,3	0,2	-0,1	0,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,0	2,3	-0,6	0,0	1,5	2,3
Acciones y otras participaciones	8,1	2,8	-0,4	2,0	2,7	2,6
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	6,6	3,0	0,1	2,0	2,4	2,6
Crédito comercial e interempresas	2,1	-3,2	-7,3	2,3	3,1	1,0
Resto	1,5	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	24,9	8,7	-7,0	4,3	6,0	4,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,8	5,5	-3,0	-1,3	-0,9	-1,4
Préstamos exteriores	2,8	3,0	-0,1	-0,6	0,7	0,8
Valores de renta fija (d)	0,5	0,3	1,3	1,3	0,7	0,6
Acciones y otras participaciones	5,3	2,3	1,6	1,6	1,8	2,6
Crédito comercial e interempresas	3,3	-3,3	-7,0	2,4	3,3	1,1
Resto	-0,8	0,9	0,0	0,9	0,5	1,3
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	15,5	6,6	-0,8	0,2	0,6	0,0
Hogares e ISFLSH	12,5	4,4	-0,3	0,1	0,2	-0,5
Sociedades no financieras	17,7	8,2	-1,2	0,2	0,9	0,3

FUENTE: Banco de España.

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

Como resultado de la contracción de los pasivos de las familias y de la estabilidad de sus ingresos, durante el primer trimestre del año, la ratio de endeudamiento sobre la RBD descendió por debajo del 125 % (véase gráfico 24). Asimismo, debido a los menores pagos por intereses, que recogen con retraso la evolución de las operaciones nuevas y de las rentabilidades interbancarias, la carga financiera siguió bajando, aproximándose al 15 % de la RBD. Es previsible que, en los próximos meses, esta ratio comience a reflejar la senda ascendente que han registrado los tipos de mercado utilizados habitualmente como referencia en la financiación de las familias, aunque con una intensidad heterogénea dentro del sector (véase recuadro 5). La progresiva desaparición de este elemento amortiguador de

los efectos de la caída de las rentas durante la crisis eleva el grado de presión financiera soportado por los hogares más endeudados. Asimismo, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro de los hogares una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda mantuvieron el perfil descendente de trimestres anteriores. También disminuyó la capacidad de financiación del sector, que se situó en el 2,8 % del PIB, 0,3 pp por debajo del registro de 2010, y su riqueza neta. El descenso en esta última resultó de un avance moderado del valor del componente financiero y de una nueva reducción del inmobiliario, que registró un retroceso más intenso que en periodos anteriores.

Por lo que se refiere a las decisiones de cartera, la inversión en activos financieros de las familias se contrajo 0,9 pp con respecto a los tres meses anteriores, hasta el 3,5 % del PIB acumulado en doce meses (véase cuadro 9). Por instrumentos, se observó una preferencia por los de menor riesgo. Así, los depósitos a plazo continuaron siendo el destino mayoritario de estos flujos y, en menor medida, las reservas técnicas de seguros, mientras el ahorro materializado en acciones volvió a descender así como también la inversión en fondos de inversión, que volvió a ser negativa, lo que refleja el desplazamiento hacia depósitos a plazo en un contexto de elevación de su rentabilidad. Por último, el saldo de los medios de pago (efectivo, depósitos a la vista y de ahorro) permaneció inalterado.

Asimismo, durante el primer trimestre la ratio de morosidad de los hogares se mantuvo en el 3,2 %, como resultado de la estabilidad observada tanto en el segmento del crédito para la compra de vivienda como en el de consumo y otros fines.

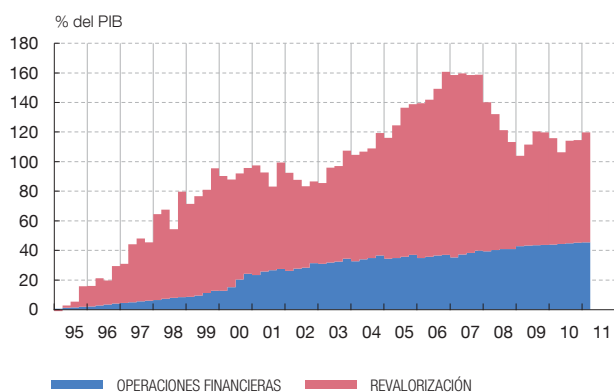
5.3 El sector de sociedades no financieras

Los costes de financiación de las sociedades aumentaron entre marzo y mayo. En los préstamos bancarios, el ascenso fue más acusado para los de importe inferior al millón de euros que para los de una cuantía superior a esta cantidad (19 pb y 7 pb, respectivamente). En el caso de la renta fija, se observó un comportamiento diferenciado por plazos. Así, en el caso de las emisiones a menos de un año, los tipos de interés de mercado subieron 8 pb en el caso de las emisiones a menos de un año, mientras que para las de un horizonte más amplio descendió 12 pb (véase gráfico 23). Asimismo, las caídas de las cotizaciones bursátiles resultaron en un mayor coste de captación de recursos propios. De acuerdo con la EPB de julio, los criterios de concesión de créditos a este sector se mantuvieron estables durante el segundo trimestre. Asimismo, las entidades reportan un aumento de los márgenes aplicados, fundamentalmente en las operaciones de mayor riesgo. Por el lado de la demanda, la encuesta recoge una ligera recuperación de la solicitud de fondos.

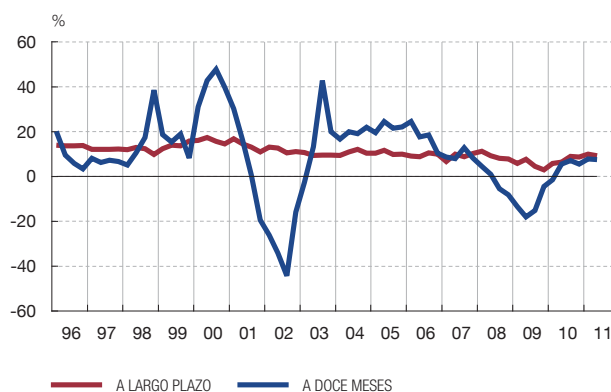
En este contexto, la tasa de crecimiento de la financiación de las sociedades disminuyó hasta situarse en cifras ligeramente negativas (-0,3 % en mayo, frente a 0,3 % de marzo). Se observan, no obstante, diferencias importantes por instrumentos. Así, en los créditos procedentes de las entidades residentes se intensificó el ritmo de contracción, que alcanzó el 2,2 %, en términos interanuales (frente al retroceso del 1,6 % del primer trimestre). Para los valores de renta fija se observó un mayor dinamismo, que fue, no obstante, algo más moderado que en el primer trimestre (crecieron un 5,5 %, 4,5 pp menos que en marzo). Las tasas intertrimestrales anualizadas y corregidas de efectos estacionales muestran ritmos de avance más reducidos.

La información más reciente de la distribución del crédito por finalidades productivas, referida al primer trimestre de 2011, refleja que la desaceleración de esta fuente de financiación fue generalizada por ramas de actividad. El retroceso de la financiación bancaria fue especialmente acusado en la construcción (-13,3 %), y más moderado para los servicios inmobiliarios y la industria (-3,2 % y -2,4 %), respectivamente. El resto de servicios no financieros es el único segmento con ritmo de avance positivo (del 1,2 %).

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

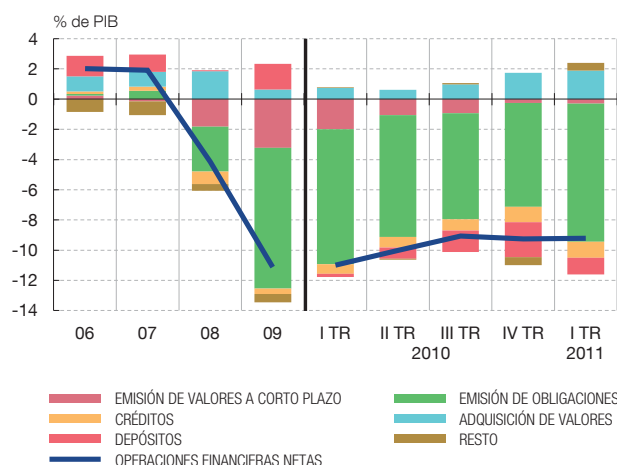
a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

De acuerdo con la información de las Cuentas Financieras, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2011, al pasar del 1,3% al 1,5% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Sin embargo, la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, presentó nuevamente un saldo negativo, superior, en valor absoluto, al registrado en trimestres anteriores (-1,3%, frente al -0,9% de 2010), como resultado del aumento de la inversión intragrupo y en renta variable en el extranjero.

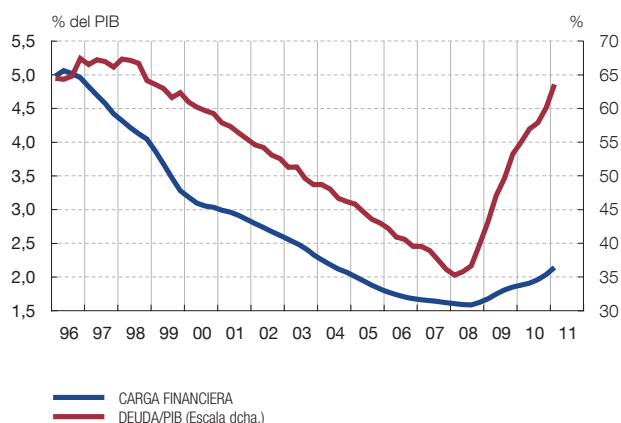
El estancamiento de los pasivos de las sociedades, unido al ascenso moderado de sus rentas, habría permitido que su ratio de endeudamiento descendiese nuevamente durante el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 25). Como resultado de esta disminución y del ascenso del coste de los fondos durante los últimos meses, la ratio de carga financiera por intereses se mantuvo estable. La mejora de las rentas empresariales vino acompañada de un aumento de los recursos propios, por lo que la rentabilidad del sector se mantuvo en niveles en torno a los de 2010.

Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa, con los datos disponibles para el primer trimestre de 2011, un crecimiento del resultado ordinario neto durante este período algo inferior al registrado un año antes en los mismos meses (8,4%, frente a 9,7%). Este avance de los beneficios ordinarios llevó a que la ratio de rentabilidad del activo neto se situase en el 4,5%, valor idéntico al alcanzado en marzo de 2010. Junto con este avance de las rentas, se produjo un incremento en los pasivos de estas empresas, pero menos acusado que el de los excedentes, de forma que la ratio de endeudamiento disminuyó. Esta evolución, unida a los mayores tipos de interés soportados, resultó en una ligera elevación de la carga financiera. Como efecto conjunto de estos desarrollos, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo disminuyeron. Por su parte, en el segundo trimestre, los analistas han mantenido sus expectativas con respecto a la mejora de los beneficios a largo plazo del sector, y han revisado ligeramente a la baja las referidas al corto plazo (véase gráfico 26).

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

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

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2011, alcanzando el 8,7 %, 0,6 pp más que tres meses antes. El ascenso ha sido superior en el segmento de empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio pasó del 13,5 % al 14,7 %, mientras que en el resto de ramas el aumento fue muy modesto (pasó del 3,9 % al 4 %).

5.4 Las Administraciones Públicas

Según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se mantuvieron en el primer trimestre de 2011 en el 9,2 % del PIB, en términos acumulados anuales (véase cuadro 8). El grueso de los recursos se obtuvieron, nuevamente, mediante la emisión de valores de renta fija a largo plazo, canal por el que se captaron fondos equivalentes al 9,2 % del PIB, 2,3 pp más que en 2010 (véase gráfico 27). En contraposición, el volumen canalizado a través de títulos con vencimiento a corto plazo volvió a disminuir, prolongando así el perfil descendente iniciado a finales de 2009, y se situó en el 0,3 % del PIB. Por su parte, los fondos obtenidos mediante créditos alcanzaron nuevamente el 1 % del PIB. Por el lado del activo, aumentó ligeramente la adquisición neta de valores, que alcanzó el 1,9 % del PIB. El grueso de este importe recoge la inversión en títulos emitidos por el propio sector. Finalmente, se produjo una desinversión en depósitos del 1,1 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres.

La ratio de endeudamiento de las AAPP creció hasta alcanzar el 63,6 % del PIB en marzo de 2011, 3,5 pp más que al cierre de 2010, como resultado tanto del elevado déficit del sector como del débil crecimiento del PIB. En línea con esta evolución, la carga financiera asociada también aumentó, si bien lo hizo de forma moderada (0,1 pp, hasta el 2,1 % del PIB).

5.5 La posición financiera frente al exterior

En los primeros tres meses de 2011, se interrumpió la tendencia a la baja que en los dos trimestres precedentes se había registrado en las necesidades de financiación de la nación. Estas se situaron en marzo en el 4 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 3,9 % de 2010 (véase cuadro 8).

La mejora en la situación de los mercados en los primeros meses del año permitió que creciera la captación de recursos del exterior, que en marzo alcanzó el 3 % del PIB, en

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010		2011
				III TR	IV TR	I TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,6	-9,2	-5,1	-4,4	-3,9	-4,0
Operaciones financieras (activos)	14,1	0,7	-0,4	-2,9	-3,1	-1,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,4	-1,3	-3,2	-2,3	-1,4	0,6
<i>De los cuales:</i>						
Interbancario Entidades de crédito (a)	4,2	-0,5	-1,7	-1,8	-1,3	0,5
Valores distintos de acciones	1,6	1,3	0,0	-5,7	-6,9	-7,1
<i>De los cuales:</i>						
Entidades de crédito	1,8	1,5	1,2	-2,8	-3,0	-2,4
Inversores institucionales	0,0	-1,3	-0,5	-2,4	-3,3	-3,6
Acciones y otras participaciones	8,8	1,7	1,5	2,7	2,4	3,0
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	6,6	3,0	0,1	2,0	2,4	2,6
Inversores institucionales	-1,1	-1,6	0,3	1,0	0,8	0,5
Préstamos	1,2	0,8	0,2	0,0	0,3	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	23,7	9,9	4,6	1,5	0,7	3,0
Depósitos	6,7	8,0	-0,5	-0,2	-0,5	-1,7
<i>De los cuales:</i>						
Interbancario Entidades de crédito (a)	6,7	6,2	0,7	-2,9	-7,3	-7,7
Cesiones temporales Entidades de crédito (b)	0,1	0,2	0,1	1,8	5,7	5,7
Interbancario BE (posición intrasistema)	-0,3	1,9	-0,8	0,5	0,2	-1,1
Valores distintos de acciones	8,1	-2,7	3,8	0,6	-1,5	0,5
<i>De los cuales:</i>						
Administraciones Públicas	-1,3	1,1	5,3	3,4	2,0	2,8
Entidades de crédito	3,6	-1,9	1,1	-0,6	-1,1	-0,6
Otras instituciones financieras no monetarias	5,8	-1,9	-2,5	-2,2	-2,4	-1,8
Acciones y otras participaciones	4,6	3,2	1,0	0,8	0,9	2,4
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	4,7	2,4	0,3	1,0	1,3	2,5
Préstamos	3,1	2,9	0,3	-0,2	1,2	1,1
Otros neto (c)	0,2	0,2	-1,1	-2,0	-1,8	-1,5
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	9,5	4,7	0,7	1,2	1,5	2,9
Inversión directa del exterior en España	4,5	4,8	0,6	0,5	1,7	2,1

FUENTE: Banco de España.

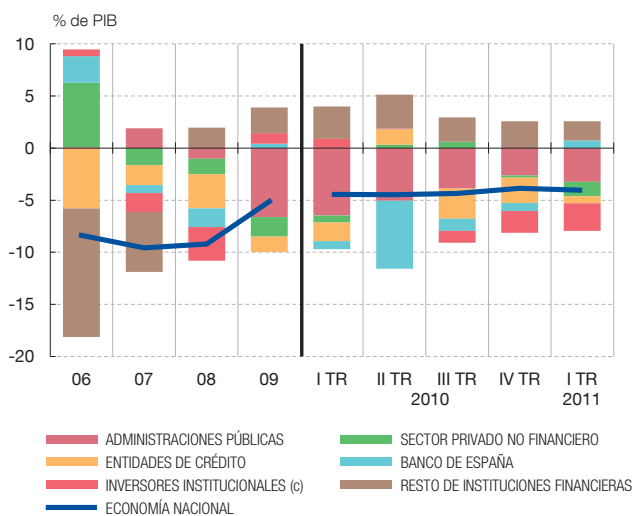
a Excluidas operaciones temporales.

b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

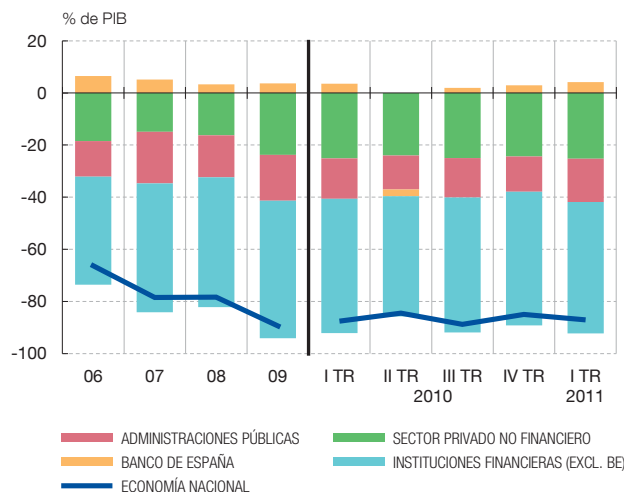
c Incorpora además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

términos acumulados de doce meses, muy por encima del 0,7 % de finales de 2010 (véase cuadro 10). Por instrumentos, fueron especialmente elevadas las entradas de capital materializadas a través de valores emitidos por las AAPP (2,8 % del PIB en términos anuales, 0,8 pp más que en 2010), y a través de acciones (2,4 % del PIB, frente al 0,9 % del PIB del trimestre previo). En cambio, disminuyó la posición interbancaria deudora del Banco de España frente al resto del mundo. También descendieron los fondos obtenidos por las entidades de crédito en el mercado interbancario (excluidas las operaciones temporales), que, en términos netos, registraron un flujo negativo equivalente al 8,1 % del PIB, 2,1 pp menos que en diciembre. Por su parte, la inversión directa del exterior en España se elevó 0,4 pp, hasta el 2,1 % del PIB, en términos anuales.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

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

No obstante, en términos acumulados de cuatro trimestres, los fondos captados mediante los pasivos no fueron suficientes para cubrir las necesidades de financiación de la nación, por lo que el resto de recursos se obtuvieron mediante la reducción de la cartera de activos exteriores en poder de los sectores residentes, por un importe equivalente al 1 % del PIB. La contracción de la inversión en activos exteriores se concentró en los valores distintos de acciones, que descendieron un 7,1 % del PIB, frente al retroceso del 6,9 % de 2010. Esta evolución negativa ha sido parcialmente compensada por el incremento de los préstamos, así como, sobre todo, por las adquisiciones netas de acciones (3 % del PIB). En línea con esta evolución, la inversión directa de España en el exterior aumentó hasta el 2,9 % del PIB (1,4 pp más que en diciembre).

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 aumentó hasta el 87 % del PIB, 2 pp más que en 2010 (véase gráfico 28). El desglose por sectores muestra que las instituciones financieras (excluido el Banco de España) son las que presentan un saldo deudor más elevado frente al exterior (50 % del PIB), aunque lo redujeron en 0,8 pp en los últimos tres meses. Por el contrario, las AAPP —y en mayor medida el sector privado no financiero— aumentaron su endeudamiento neto. En el caso de este último sector, el ascenso, de 3,2 pp, resultó, en gran medida, de las variaciones en el tipo de cambio y de los precios de los activos. Por último, la posición acreedora frente al exterior del Banco de España aumentó 1,2 pp del PIB.

4.8.2011.