

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 RASGOS BÁSICOS

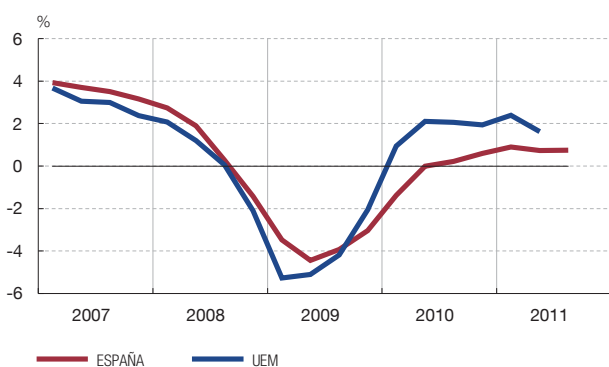
La economía española ha ido mostrando a medida que avanzaba el año un debilitamiento de la tenue recuperación que había iniciado en 2010. Según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el ritmo de avance intertrimestral del PIB se ralentizó en el segundo trimestre hasta el 0,2 %, lo que situó su tasa interanual en el 0,7 %. Detrás de esta trayectoria se encuentra una aceleración en la caída de la demanda nacional (del -0,4 % según su tasa intertrimestral), compensada solo parcialmente por la mejora de la contribución de la demanda exterior neta al producto (que se elevó a 0,6 pp).

La información disponible para el tercer trimestre apunta a que esta pauta de debilitamiento habría proseguido en los meses centrales del ejercicio, en un entorno marcado por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural, todavía parcial e incompleta, señalan que en el tercer trimestre el PIB habría registrado una tasa de variación intertrimestral nula, situando su tasa interanual en el 0,7 %. No obstante, estas tasas han de tomarse con más cautela de lo habitual por las diferencias estadísticas que puedan surgir con el cambio de la base de la Contabilidad Nacional. Las estimaciones de avance del PIB que publicará el INE en noviembre se elaborarán con la nueva base 2008 (véase recuadro 4). La demanda interna habría experimentado un nuevo retroceso en el tercer trimestre (con una aportación al PIB de -0,8 pp respecto al período abril-junio), reflejando la contracción de los componentes públicos del gasto y la trayectoria todavía descendente de la inversión residencial, mientras que el consumo de los hogares y la inversión empresarial mostraron pequeños avances. En cambio, la demanda exterior neta se mantuvo como principal soporte de la economía y amplió su contribución al crecimiento del PIB (hasta 0,8 pp), debido al dinamismo de las exportaciones de bienes y del turismo.

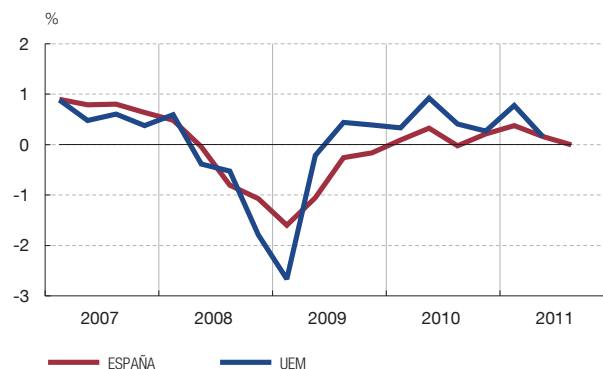
Por el lado de la oferta, el empleo no dio signos de mejoría respecto a la primera parte del año, llegando a contraerse en términos netos más que en el trimestre precedente (en un 2,1 % en tasa interanual según la EPA). El deterioro del empleo determinó un aumento de la tasa de paro, que se situó en el 21,5 % en el período julio-septiembre, en un contexto de estabilización de la población activa. Por último, la inflación moderó la tendencia descendente que había registrado en los meses anteriores, debido a las subidas de los precios de los alimentos elaborados y de la energía, que compensaron la desaceleración de los precios del resto de componentes tras la cancelación de los efectos base vinculados al aumento del IVA el año pasado. Como resultado de estos movimientos contrapuestos, la tasa de variación interanual del IPC se situó en el 3,1 % en septiembre. Con todo, la inflación tuvo un comportamiento más contenido que en la zona del euro, con lo que el diferencial de precios se redujo en los tres últimos meses, hasta anularse en septiembre.

En el panorama económico internacional, el tercer trimestre supuso un deterioro adicional en la situación económica y financiera mundial como consecuencia de la profundización de la crisis de la deuda soberana en Europa y del empeoramiento de las perspectivas de crecimiento a nivel global. A pesar de los acuerdos alcanzados en la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del 21 de julio y de los avances en el cumplimiento de los programas de asistencia financiera en Irlanda y Portugal, la inestabilidad en los mercados de deuda soberana de la UEM continuó durante los meses de verano. En agosto, las tensiones se trasladaron a economías de mayor tamaño, como España e Italia, y en septiembre, a Bélgica y Francia, aunque en menor medida. Asimismo, las tensiones se propagaron al resto de

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



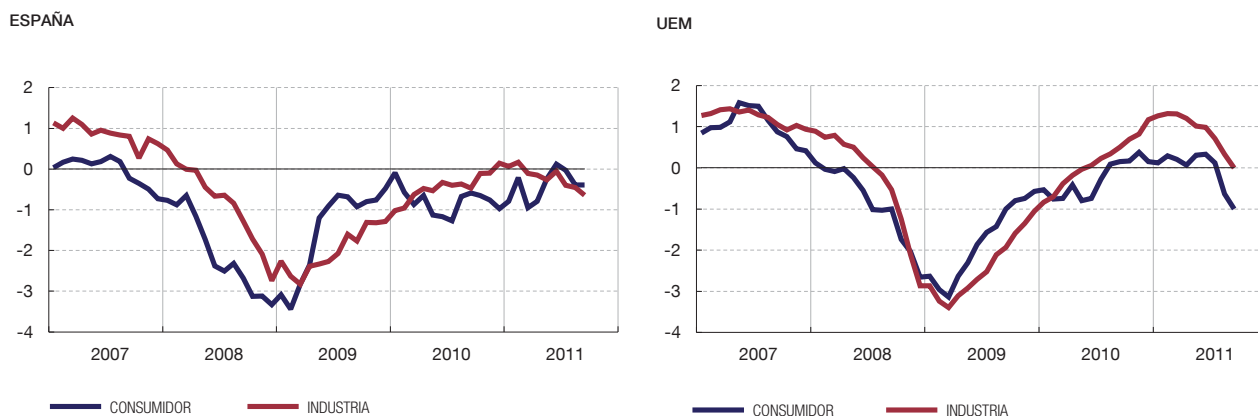
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

mercados financieros, donde se produjo un aumento de la demanda de los activos percibidos como más seguros, un incremento muy pronunciado de las primas de riesgo en el mercado interbancario, fuertes retrocesos en los mercados bursátiles y dificultades crecientes por parte del sistema bancario europeo para obtener fondos en los mercados monetarios y de capitales.

Detrás de esta acusada inestabilidad subyacen la intensificación de las dificultades del ajuste fiscal en Grecia, en un contexto macroeconómico muy adverso, los problemas políticos y legales que están acompañando la materialización de los acuerdos que se adoptaron en la cumbre del 21 de julio, en particular los relativos a la reforma de la Facilidad de Estabilidad Financiera, que constituye una pieza central para la contención de los procesos de contagio, y la mayor incertidumbre sobre la exposición del sistema bancario europeo a los países en dificultades.

La respuesta de la UEM a este agravamiento de la crisis de la deuda soberana se está articulando en distintos niveles. Por una parte, el BCE reanudó el Programa del mercado de valores a partir del 5 de agosto, para garantizar el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Asimismo, aseguró la provisión ilimitada de liquidez mediante la prórroga en agosto y septiembre de diversas medidas no convencionales e instauró en octubre un nuevo programa de adquisición de bonos bancarios garantizados (*covered bonds*), que se ejecutará entre noviembre de 2011 y octubre de 2012. A su vez, el Consejo Europeo, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea alcanzaron un compromiso final sobre la reforma de la gobernanza el 11 de septiembre, lo que supone un significativo avance en el reforzamiento del marco de seguimiento, prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos, tan necesario para minimizar el riesgo de crisis futuras. Por último, la cumbre de los jefes de Estado y de Gobierno de los países que forman parte del euro celebrada a finales de octubre ha supuesto un avance importante en el diseño de una estrategia suficientemente global para recuperar y reforzar la estabilidad financiera del área. Aunque todavía quedan algunos detalles concretos por resolver, el acuerdo aborda las principales debilidades detectadas y se concreta en actuaciones ambiciosas en cuatro áreas. En primer lugar, un nuevo programa de asistencia financiera a Grecia, que ahonda en la participación del sector privado, y que debe asegurar que las finanzas del país retornan a una situación de sostenibilidad de forma que la ratio de deuda pública se sitúe en torno al 120 % del PIB en 2020. En segundo lugar, la



FUENTE: Comisión Europea.

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

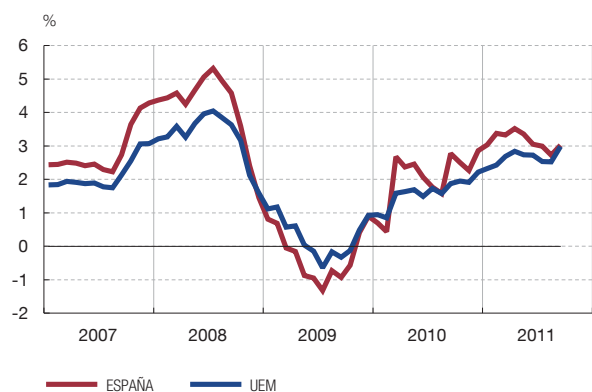
maximización de la eficiencia en el uso de los recursos disponibles de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), que le permitirá multiplicar hasta por cinco su capacidad de actuación y constituirse de esta manera en un mecanismo eficaz para detener procesos de contagio. En tercer lugar, se establece un plan destinado a restaurar la confianza en el sector bancario mediante, por un lado, un programa de garantías coordinado a nivel de la UE que facilite la financiación del sector y, por otro, una recapitalización de los principales bancos, a los que se les exigirá mantener una ratio del 9 % de capital de primera calidad en junio de 2012. Por último, se renovó el compromiso de los Gobiernos para seguir adoptando las medidas necesarias que aseguren la sostenibilidad de sus finanzas públicas y potencien el crecimiento económico, respetando los objetivos fiscales aprobados y acelerando las reformas estructurales. Los jefes de Estado y de Gobierno acordaron también avances adicionales en la reforma de la gobernanza y en la integración del área del euro para potenciar la convergencia económica necesaria dentro de una unión monetaria (véanse para más detalle epígrafe 3 y recuadro 3 de este Informe).

Por su parte, en el ámbito de los Estados miembros, los países aprobaron nuevas medidas de ajuste en agosto, septiembre y octubre. Italia adoptó un programa de consolidación presupuestaria con la intención de anticipar en un año su objetivo de alcanzar el equilibrio presupuestario y, en la cumbre de finales de octubre, presentó medidas para reforzar la competitividad y liberalizar la economía que quedan pendientes de implementación. En España se aprobó una reforma de la Constitución<sup>1</sup>, con la que se introducen límites al déficit estructural de las AAPP y a la ratio de deuda pública, en línea con las provisiones del Tratado de la Unión Europea. Esta medida eleva el rango legal de la obligación de que todas las Administraciones Públicas adecuen sus actuaciones al principio de estabilidad presupuestaria, lo que resulta particularmente apropiado dado el elevado grado de descentralización fiscal existente. Aunque esta reforma solo entrará en vigor en relación con los objetivos de déficit y de deuda en 2020, supone, sin duda, un reforzamiento del principio de estabilidad presupuestaria. Adicionalmente, con el fin de limitar los riesgos de desviaciones en el cumplimiento de los objetivos presupuestarios, se adoptó un nuevo paquete de ajuste fiscal<sup>2</sup>, con un efecto estimado de reducción del déficit público del 0,5 % del PIB en 2011, y, en materia

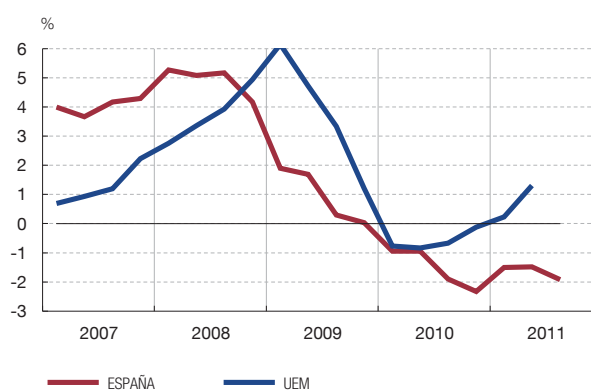
<sup>1</sup> El BOE del 27 de septiembre de 2011 publicó la reforma del artículo 135 de la Constitución Española.

<sup>2</sup> Real Decreto Ley 9/2011, de 19 de agosto, de medidas para la mejora de la calidad y cohesión del sistema nacional de salud, de contribución a la consolidación fiscal y de elevación del importe máximo de los avales del Estado para 2011.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS (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.

laboral<sup>3</sup>, se introdujeron cambios en la regulación del contrato de formación y se eliminaron algunas de las restricciones que operaban sobre la contratación temporal. Por último, en octubre el Gobierno aprobó una reforma del Fondo de Garantía de Depósitos<sup>4</sup>.

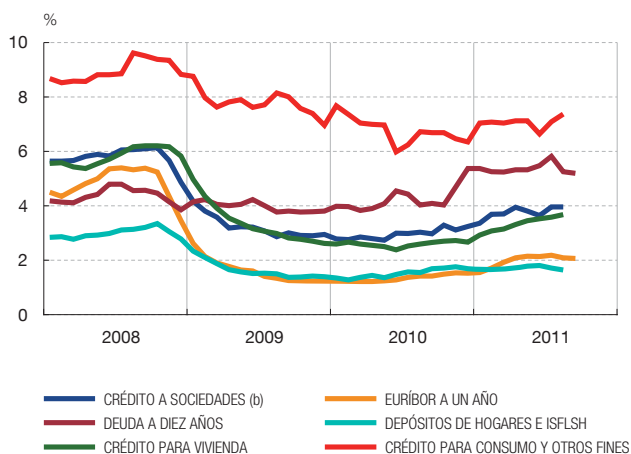
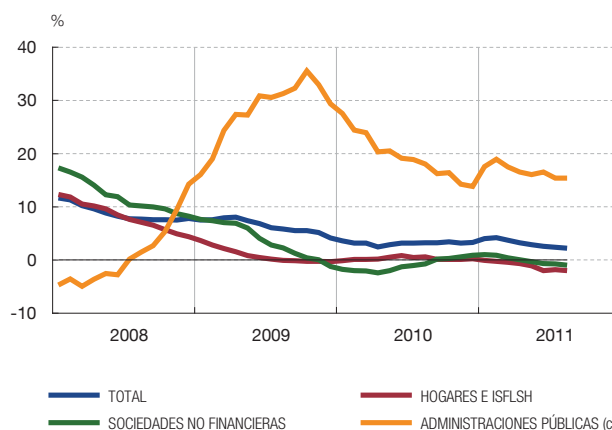
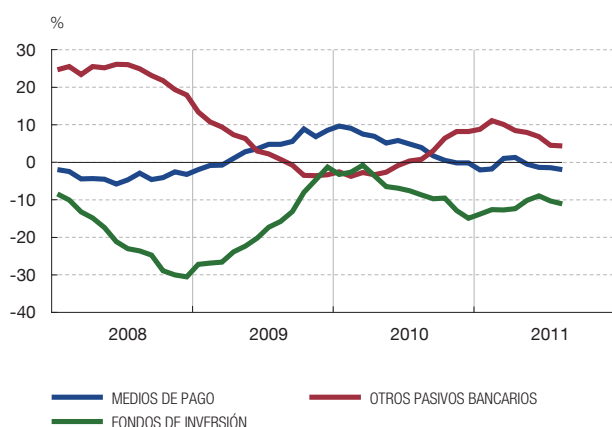
El clima de inestabilidad financiera que prevaleció en el tercer trimestre provocó un deterioro generalizado en el ritmo de recuperación económica, que se dejó sentir con intensidad en la mayoría de economías avanzadas y, en particular, en la zona del euro, donde se frenó el avance de la actividad tras el dinamismo observado en el primer semestre, así como una revisión a la baja por parte de organismos internacionales y analistas privados de las perspectivas sobre el crecimiento a medio plazo. En la UEM, la ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante de la política monetaria llevó al Consejo del BCE a dejar inalterados los tipos de interés, en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre, en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación y en el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, para las facilidades de crédito y de depósito.

En España, el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana generó una intensificación de las tensiones financieras, lo que se manifestó en un aumento de las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos tanto por las AAPP como por el sector privado, caídas en los índices bursátiles y crecientes dificultades de obtención de fondos de las entidades bancarias en los mercados mayoristas. La reactivación del Programa de mercado de valores por parte del BCE a principios de agosto, junto con las medidas adoptadas, contribuyó a que la rentabilidad de los bonos españoles a diez años, que llegó a superar el 6 % a principios de agosto, descendiera posteriormente y se estabilizara en niveles ligeramente por encima del 5 %, aunque dentro de una trayectoria de elevada volatilidad. En los días posteriores a la celebración de la cumbre citada, el diferencial con respecto a la deuda alemana se situaba en torno a 310 pb. En los mercados de valores, las cotizaciones bursátiles mostraron también una gran volatilidad, así como acusados descensos, que, pese a la moderada recuperación de los índices en las primeras semanas de octubre, han supuesto minusvalías de un 15 % del IBEX 35 desde finales de junio (un 10,4 % desde que se iniciara el año).

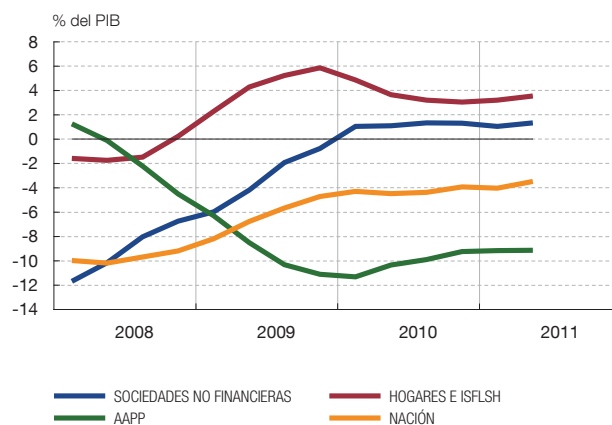
3 Real Decreto Ley 10/2011, del 26 de agosto, de medidas urgentes para la promoción del empleo de los jóvenes, el fomento de la estabilidad en el empleo y el mantenimiento de la recualificación profesional de las personas que agoten su protección por desempleo.

4 Real Decreto Ley de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.

TIPOS DE INTERÉS (a)

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS  
Crecimiento interanualACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Crecimiento interanual

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

- a En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para 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 el mercado inmobiliario, de acuerdo con la información que publica el Ministerio de Fomento, los precios de la vivienda aceleraron en el tercer trimestre su ritmo de disminución, hasta alcanzar una tasa interanual del 5,6 %, cifra que implica una caída acumulada desde el nivel máximo que alcanzó en el primer trimestre de 2008 de casi un 18 % en términos nominales (un 23 % en términos reales).

Con este trasfondo, las condiciones de financiación del sector privado experimentaron un endurecimiento adicional, pues los mayores costes que comportó la captación de fondos por parte de las instituciones financieras se reflejaron en aumentos de los tipos de interés de los préstamos concedidos a empresas y familias. Por su parte, según la información que proporciona la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios, las condiciones distintas

de los tipos de interés que establecen las entidades para la concesión de financiación permanecieron estables, tras los sucesivos endurecimientos acumulados desde 2007.

En estas circunstancias, las decisiones de gasto de las familias mostraron en conjunto un tono de debilidad. Se estima que el consumo de los hogares habría experimentado un pequeño repunte en tasa intertrimestral, en un entorno marcado por la desfavorable evolución del mercado laboral, la acusada incertidumbre, la pérdida de poder adquisitivo por el mantenimiento de tasas de inflación relativamente elevadas y la disminución del valor de la riqueza, tanto en el componente financiero como en el inmobiliario. La información de las cuentas de los sectores institucionales, disponibles ya hasta el segundo trimestre<sup>5</sup>, parece confirmar el cambio de trayectoria de la renta disponible nominal de los hogares que se observó en el primero, pues habría ralentizado nuevamente su ritmo de descenso, hasta prácticamente estabilizarse en términos acumulados de cuatro trimestres. Con todo, las familias hubieron de acudir al ahorro para suavizar su pauta de consumo, como ha venido ocurriendo desde finales de 2009, con lo que se produjo un nuevo descenso de la tasa de ahorro en este período, que se situó en el 12,8 % de la renta disponible en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta tendencia podría prolongarse en lo que resta de ejercicio.

La inversión residencial, por su parte, se contrajo en una magnitud similar a la del trimestre previo en términos de la tasa intertrimestral, con lo que la ratio de inversión residencial sobre el PIB se habría reducido en torno a 5 pp del PIB<sup>6</sup> desde su nivel máximo en 2007, lo que da una idea de la magnitud del ajuste ya realizado. Con todo, la demanda de activos residenciales siguió mostrando una senda descendente que retrasa la absorción del exceso de oferta que ha acumulado el sector en estos años.

En conjunto, las decisiones de consumo y de inversión de las familias en el período abril-junio fueron compatibles con el mantenimiento de una capacidad de financiación del sector en niveles similares a los de trimestres previos (3,5 % del PIB en el acumulado de cuatro trimestres), aunque dentro de una trayectoria suavemente descendente. Por otra parte, los hogares volvieron a reducir sus pasivos financieros en el tercer trimestre, a una tasa similar a la de los meses precedentes, del 2 % en términos interanuales, como resultado de una mayor contracción del crédito para consumo y otros fines (5 %) y menor en el caso de la financiación que se destina a la adquisición de vivienda (1,1 %). Se estima que esta contracción de la deuda habría facilitado una leve disminución de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible y la reanudación del proceso de desapalancamiento gradual que afrontan las familias.

La inversión empresarial mantuvo un tono similar al del período previo, con registros moderadamente positivos, sustentados en el dinamismo de las exportaciones, que compensó el deterioro de las perspectivas económicas a medida que se agudizaba la crisis de la deuda soberana. Hacia el futuro, sin embargo, la prolongación del actual clima de incertidumbre y desconfianza podría reflejarse en una disminución de la inversión empresarial. En el segundo trimestre, las sociedades no financieras incrementaron de nuevo su capacidad de financiación, según los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, hasta situarse en el 1,5 % del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres,

5 Los datos de las cuentas financieras de los sectores correspondientes al segundo trimestre de 2011 se han publicado ya en consonancia con la Contabilidad Nacional referida a la nueva base 2008, lo que ha supuesto algunas revisiones en las series históricas; ente otras, en los desequilibrios entre ahorro e inversión de los distintos sectores de la economía.

6 Nótese que este porcentaje variará tras el cambio de base de la Contabilidad Nacional, pues parte de la inversión que se incluía en la inversión en otros productos (como la promoción inmobiliaria, servicios de notaría, etc.) en la anterior base tendrá la consideración de inversión residencial en base 2008.

lo que podría responder al objetivo de las empresas de sanear sus balances o de fortalecer su capacidad de autofinanciación ante el endurecimiento de las condiciones de financiación. Asimismo, las empresas continuaron reduciendo su endeudamiento, a una tasa del 1,1 % en términos interanuales en septiembre, lo que propició un nuevo descenso de la ratio de endeudamiento del sector.

En cuanto a los intercambios comerciales con el exterior, el avance de las exportaciones de bienes y servicios explica la ampliación de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, ya que las importaciones atenuaron su ritmo de descenso. Las ventas al exterior se volvieron a apoyar en la expansión que todavía mostraba el comercio internacional y en la continuidad del proceso de corrección gradual de las pérdidas de competitividad-precio acumuladas durante la fase expansiva, así como en el dinamismo del turismo, si bien las perspectivas para el último tramo del año han empeorado por la desaceleración de la economía mundial. Por su parte, aunque las importaciones de bienes y servicios flexionaron a la baja algo menos que en el período abril-mayo, su contracción está en línea con el tono de debilidad que mostraron el consumo interno y la inversión empresarial.

La pauta de corrección de las necesidades de financiación se restauró en el segundo trimestre, situándose en el 3,5 % el PIB en acumulado de cuatro trimestres (3,9 % en 2010), según la información que proporcionan las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Datos más actualizados de la balanza de pagos muestran que detrás de esta evolución se encuentra la mejora en el saldo de bienes no energéticos, que en el período enero-julio arrojó un superávit del 0,2 % del PIB, y en el de servicios, con un superávit del 3 % del PIB. En sentido contrario, el saldo comercial de bienes energéticos y el saldo de rentas ampliaron sus posiciones deficitarias.

Por el lado de la oferta, la atonía de la actividad en el transcurso del tercer trimestre se explica por la intensificación del perfil contractivo de la construcción, principalmente en su componente de obra pública, y de los servicios de no mercado, ramas productivas que están acusando con particular intensidad los planes de consolidación presupuestaria. En cambio, la industria repuntó en el tercer trimestre, una vez que se restauraron las condiciones de oferta y de los canales de distribución habitual de los productos industriales, tras la interrupción que habían registrado como consecuencia del terremoto de Japón en marzo, y en un contexto de dinamismo de las exportaciones. Por su parte, los servicios de mercado, que desde que comenzó la recuperación habían mostrado una pauta menos vacilante, registraron tasas de crecimiento moderadas, apoyadas en los servicios turísticos. Con todo, existen dudas sobre la continuidad de esta expansión de la industria y de los servicios de mercado, dado el retroceso de las perspectivas de negocio que han mostrado recientemente los principales indicadores de opinión. El empleo para el conjunto de la economía volvió a retroceder, estimándose un descenso de la ocupación más significativo que el del trimestre precedente (-1,8 % en tasa interanual), con una contribución más negativa del empleo de los servicios de no mercado, en consonancia con los ajustes presupuestarios ya mencionados. El empleo en la economía de mercado también intensificó su tasa de descenso (-1,9 %), con lo que la productividad repuntó sustancialmente.

Los costes laborales se ajustaron parcialmente a este entorno de debilidad del mercado laboral, con tasas de avance de la remuneración por asalariado para el conjunto de la economía que se mantuvieron por debajo del 1 % en la primera mitad del año. No obstante, esta moderación refleja en buena medida el efecto de los recortes de los salarios públicos en 2010 y su estabilización posterior frente a un comportamiento algo más inercial de los salarios del sector privado. Para estos últimos, se estima un incremento en el



entorno del 1 % en el tercer trimestre, similar al del período abril-junio, cifra que, de confirmarse, permitiría un nuevo descenso de los costes laborales unitarios. Una vez que el efecto de la reducción de los salarios públicos se vaya agotando, la prolongación de esta tendencia requiere que la negociación colectiva, que hasta septiembre comporta un incremento de las tarifas elevado (del 2,6 %) como consecuencia de la prevalencia en la misma de la firma de convenios plurianuales, muestre una tendencia más definida a la desaceleración. La moderación de costes y precios resulta decisiva para consolidar las mejoras en la competitividad que están acompañando el duro ajuste que está realizando la economía española, máxime en un entorno de más que probable pérdida de dinamismo de la economía mundial, que afectará sin duda a nuestros mercados de exportación.

La debilidad de la demanda interna y de la actividad se ha dejado sentir en el ritmo de reducción del desequilibrio fiscal. Por el lado de los ingresos, la información disponible, que comprende la recaudación hasta septiembre de los tributos compartidos por la Administración Central y las Administraciones Territoriales, por una parte, y la Seguridad Social, por otra, indica que el crecimiento de la recaudación impositiva se encuentra por debajo de la previsión presupuestaria, en particular en el caso de las cotizaciones sociales y de los impuestos especiales. Por el lado del gasto, la información disponible para el conjunto del sector AAPP, que se encuentra algo más retrasada (hasta junio en términos de Contabilidad Nacional, según la nueva base 2008), muestra una ralentización del gasto, aunque todavía inferior a lo que proyectaba el último Programa de Estabilidad, dada la mayor inercia de las compras de bienes y servicios en la primera mitad del ejercicio.

La ejecución presupuestaria no ha reflejado todavía, sin embargo, las medidas extraordinarias de consolidación presupuestaria que se tomaron en agosto (que incrementarán la recaudación del impuesto de sociedades, reducirán el gasto sanitario y aumentarán los ingresos por el importe del resultado de la subasta de los derechos de uso del espacio radioeléctrico). Pese a ello, las tendencias vigentes indican la existencia de riesgos de que se produzca una desviación respecto al objetivo de déficit del 6 % del PIB en 2011, como consecuencia de la debilidad de la recaudación impositiva y de la inercia del gasto, principalmente en el ámbito de las CCAA. Con la información con la que se cuenta a la hora de redactar este Informe, la magnitud de la desviación se encuentra dentro de los márgenes que pueden ser corregidos mediante una gestión adecuada de la ejecución presupuestaria en lo que queda del ejercicio. En todo caso, si los datos de ejecución presupuestaria de los próximos meses indicaran la posibilidad de que esos riesgos se materializasen, sería imprescindible adoptar medidas adicionales en consonancia con el carácter incondicional del compromiso asumido por el Gobierno con el cumplimiento de los objetivos fiscales, y con el estrecho escrutinio al que siguen sometidas las finanzas públicas en medio de la actual crisis de la deuda soberana. En la misma línea, los Presupuestos Generales del Estado para 2012, que se aprobarán con cierto retraso como consecuencia del calendario electoral, deberán articular los esfuerzos necesarios para asegurar la consecución del objetivo de déficit para ese año, del 4,4 % del PIB.

## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

Durante el último trimestre, la evolución económica y financiera en el entorno exterior de la UEM ha sufrido un profundo deterioro, en el que han interactuado: la agudización de la crisis soberana en el área del euro, la acusada pérdida de tono de la actividad económica, la fragilidad de los sistemas financieros en algunas economías, la percepción de un reducido margen de actuación de las políticas y —como corolario de todo lo anterior— una notable pérdida de confianza de los agentes económicos. La transmisión de este episodio de inestabilidad ha sido bastante generalizada, afectando de forma significativa a las economías emergentes. Con el fin de mitigar el impacto de esta inestabilidad sobre el sistema financiero y la confianza, las políticas económicas, principalmente las monetarias, han modificado su tono, tomando en algunos países un giro expansivo adicional. En particular, este ha sido el caso de Estados Unidos y el Reino Unido (véase recuadro 1), donde se están apurando los márgenes adicionales de actuación disponibles.

Los mercados financieros internacionales reflejaron esta situación de modo muy acusado. La profundización de la crisis de deuda soberana en Europa fue el principal foco de tensión, amplificado por la pérdida de vigor de la recuperación y las incertidumbres en torno a la política económica. El sector financiero se vio especialmente afectado, agravándose los problemas de financiación de las entidades financieras, tanto en términos de coste como de su capacidad para colocar nuevas emisiones, mientras que las bolsas registraron un desplome generalizado, con caídas especialmente intensas en las cotizaciones bancarias. A mediados de septiembre, la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense alcanzó el mínimo de los últimos cincuenta años (en torno al 1,7%), ante la huida hacia activos más seguros por parte de los inversores. La creciente aversión al riesgo también influyó en los mercados cambiarios, donde algunas monedas que actúan como activo refugio se apreciaron notablemente. En particular, el dólar se apreció frente al euro y cotizó en niveles mínimos desde principios de año, situándose en 1,31 dólares por euro a principios de octubre. El yen y el franco suizo también se apreciaron, lo que llevó a sus autoridades a intervenir en los mercados cambiarios; en el caso de Suiza, a principios de septiembre se fijó una paridad mínima del franco suizo en 1,20 francos por euro. En los mercados emergentes, la huida hacia la calidad se reflejó en un incremento sostenido de las primas de riesgo a partir de la primera semana de agosto, hasta niveles que no se registraban desde el segundo trimestre de 2009. En septiembre se produjeron, además, salidas de flujos de fondos de deuda emergente, segmento que había resistido hasta ese momento las turbulencias registradas desde comienzos de 2011, y la práctica paralización de las emisiones de renta fija en los mercados internacionales. La búsqueda de liquidez llevó a deshacer posiciones de *carry trade* en los mercados más profundos y dio lugar a fuertes depreciaciones de las divisas frente al dólar. Todas estas tendencias han revertido, en parte, en octubre, aunque sin compensar las pérdidas previas. Por su parte, los precios de las materias primas experimentaron fuertes caídas y un considerable repunte de la volatilidad desde agosto, más pronunciados en los metales industriales que en alimentos o energía. El descenso en el precio del petróleo Brent fue más moderado, y desde comienzos de agosto se ha movido en la banda entre los 105-115 dólares por barril, frente al promedio de 118 registrado en julio.

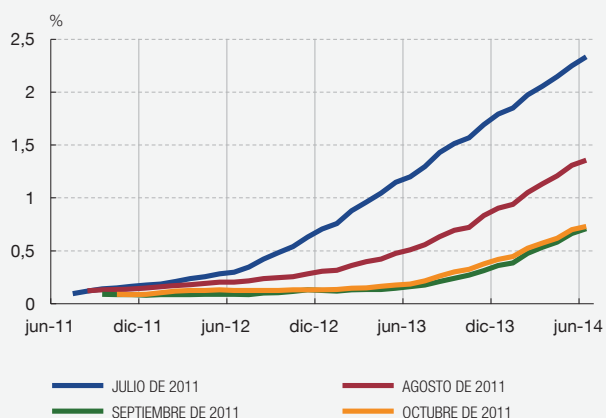
En Estados Unidos, la estimación final del PIB del segundo trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,3%. La batería de datos negativos de los últimos meses configura un panorama de debilidad para el tercer trimestre, aunque los últimos indicadores ofrecen algunos signos más favorables. Así, la producción industrial avanzó nuevamente en

Tras los primeros indicios de recuperación y la aparición de presiones inflacionistas en el pasado ejercicio y el inicio de este, algunos bancos centrales comenzaron la retirada de los estímulos monetarios introducidos en respuesta a la crisis y en otros empezó a contemplarse la estrategia de salida de dichas medidas. Sin embargo, en los últimos trimestres, el continuado deterioro de las condiciones económicas y financieras a escala global ha provocado un giro acomodaticio en el tono de las políticas monetarias tanto de los países desarrollados como emergentes. Este viraje ha venido acompañado de una reducción de las sendas esperadas de los tipos de interés oficiales de forma general y, en especial, en las economías desarrolladas, donde se prevé que se mantengan en niveles reducidos por un período de tiempo prolongado (véanse gráficos 1 y 2). La preocupación por el diseño de estrategias de salida de las medidas expansivas ha dado paso a la búsqueda de posibilidades para estimular la demanda, en un entorno de ajuste fiscal ya programado y de tipos

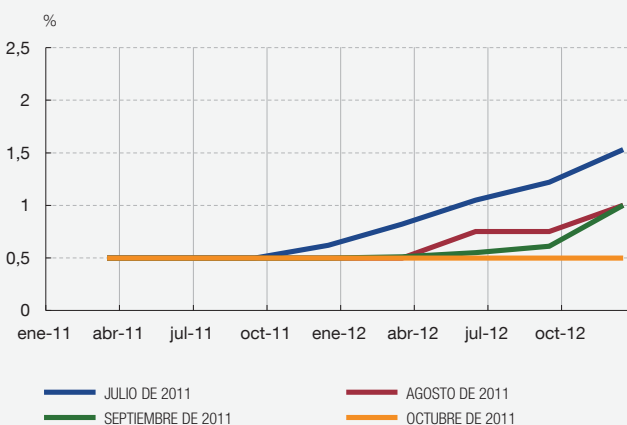
de interés cercanos a cero en algunos casos. Los países emergentes, algunos de los cuales habían iniciado un ciclo alcista de tipos en 2010 ante el temor de sobrecalentamiento de sus economías, han establecido una pausa en dicho ciclo e incluso, en casos concretos como Brasil, Indonesia o Turquía, han decidido rebajas del tipo oficial. Entre los países desarrollados se han producido movimientos similares en Suecia, mientras que el BCE ha reactivado sus operaciones de compra de deuda pública (SMP, *Securities Market Program*) y ha adoptado nuevas medidas de carácter no convencional para el suministro de liquidez. No obstante, han sido los bancos centrales de Estados Unidos y del Reino Unido los que han retomado con más fuerza sus estrategias no convencionales.

En Estados Unidos, el Comité Federal del Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) dio un primer paso hacia una mayor acomodación de su política monetaria en la reunión de agosto

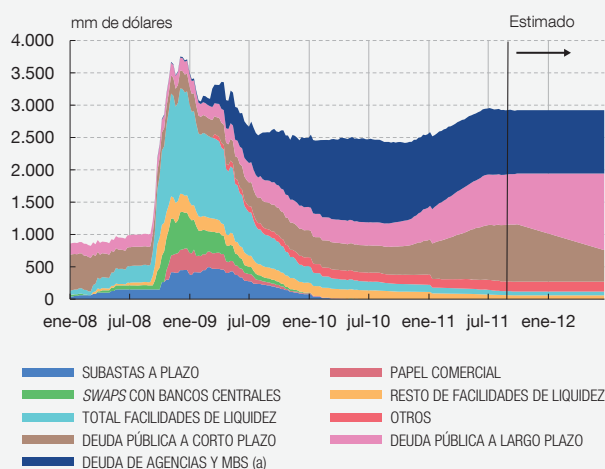
1 ESTADOS UNIDOS



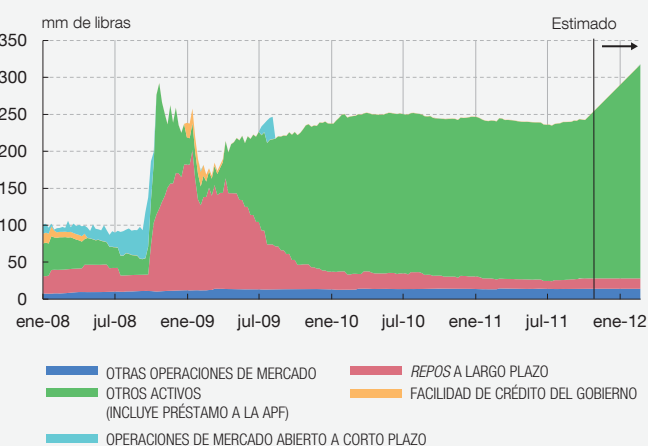
2 REINO UNIDO



3 ESTADOS UNIDOS



4 REINO UNIDO



FUENTES: Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

a Deuda y deuda garantizada por las agencias federales Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae.

de 2011, anunciando su compromiso de mantener los reducidos niveles de tipos de interés actuales en un horizonte temporal explícito (al menos hasta mediados de 2013). Al mes siguiente, el FOMC decidió iniciar una estrategia de recomposición de su cartera de deuda, conocida como *Operation Twist*, consistente en sustituir títulos del Tesoro a corto plazo por valores públicos a más largo plazo<sup>1</sup>, con el fin de alargar el vencimiento medio de su cartera de *treasuries*, sin necesidad de volver a aumentar el tamaño de su balance. En concreto, antes de junio de 2012, se venderán 400 mm de dólares en deuda del Tesoro con vencimiento inferior a tres años y se comprará la misma cuantía en bonos con vencimiento residual entre seis y treinta años (véase gráfico 3). Además, el FOMC decidió modificar su política de reinversión de los fondos procedentes de las amortizaciones de deuda y titulizaciones (MBS) de agencia de su cartera, que ahora se destinarán a adquirir nuevos MBS —en vez de bonos del Tesoro, como ha ocurrido durante el último año—, con el objetivo de relajar las condiciones del mercado hipotecario.

Por su parte, en su reunión de octubre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (MPC) inició una segunda ronda de expansión cuantitativa (conocida por sus siglas en inglés, QE, *quantitative easing*)<sup>2</sup>. En concreto, el Comité decidió ampliar el saldo de su programa de compra de activos, conocido como *Asset Purchase Facility* (APF), en 75 mm de libras (en torno al 5 % del PIB), tras haberlo mantenido estable en 200 mm de libras desde febrero de 2010 (véase gráfico 4). Las compras se prolongarán durante cuatro meses, hasta febrero de 2012, y se centrarán en deuda pública británica (*gilts*) con vencimiento superior a tres años<sup>3</sup>.

Con estas actuaciones, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra pretenden reducir los tipos de interés de la deuda a largo plazo y mejorar las condiciones de financiación generales, propiciando la redirección de los flujos de ahorro desde bonos públicos hacia otros activos. En el caso del Reino Unido, la mayor liquidez en el sistema debería traducirse en un incremento de los depósitos

bancarios y, por tanto, atenuar los problemas de financiación de la banca, facilitando el aumento del crédito en un momento de fuertes tensiones en los mercados de financiación en Europa. Como se observa en los gráficos, las medidas de la Reserva Federal no supondrán un incremento significativo del balance, mientras que las del Banco de Inglaterra lo situarían en niveles superiores a los del último trimestre de 2008.

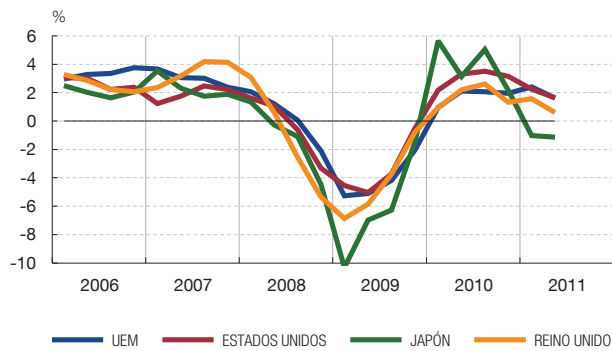
En principio, es difícil determinar cuál será el impacto económico de estas estrategias. En todo caso, el efecto sobre el mercado de deuda pública debería ser relevante si atendemos al volumen programado de compras. En el caso estadounidense, este volumen asciende a un importe aproximado del 25 % del total de emisiones netas del Tesoro durante 2010. En el del Reino Unido, sería equivalente al 62 % del total de emisiones netas pendientes hasta marzo de 2012, y al 45 % de las emisiones previstas en el año fiscal. Según estimaciones de la Reserva Federal, la *Operation Twist* podría tener un impacto significativo, reduciendo los tipos de interés a largo plazo en torno a 20 puntos básicos (pb). En cuanto al Reino Unido, el Banco de Inglaterra ha estimado que la anterior fase de QE presionó a la baja la rentabilidad de los *gilts* en torno a 100 pb. Una extrapolación lineal en relación con el tamaño de la nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) apuntaría a un efecto en torno a los 35 pb. En términos generales, no obstante, existe una elevada incertidumbre sobre el impacto final que tendrán estas medidas en la economía real, ya que las circunstancias económicas y financieras en las que se implementarán son distintas a las que prevalecían anteriormente, y ya se había administrado una notable cantidad de estímulo.

Así, el impacto real podría verse limitado en un entorno como el actual, caracterizado por un proceso de desapalancamiento privado, restricciones crediticias y elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas, tanto entre hogares como entre empresas. Existe, por tanto, la posibilidad de que los estímulos monetarios extraordinarios puedan evitar los riesgos más extremos, pero se muestren ineficaces para impulsar la recuperación económica. Esta circunstancia se agravaría si persisten ciertos problemas, como los derivados de la crisis soberana europea, que limitarían aún más el efecto de estas medidas no convencionales.

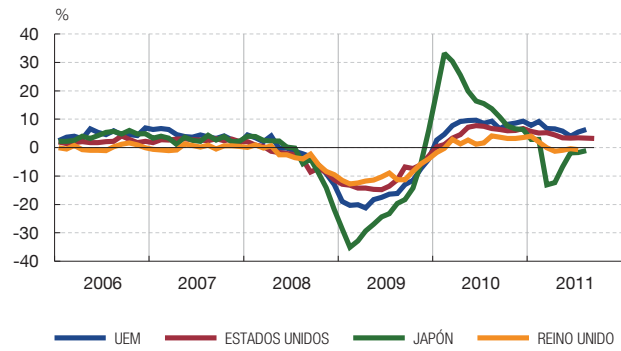
Tampoco se puede descartar que en una perspectiva a más largo plazo estas estrategias no convencionales acaben provocando un aumento de las expectativas de inflación y la formación de nuevas burbujas en los mercados financieros. Además, la fuerte presión que existe sobre las finanzas públicas podría presionar eventualmente al alza los tipos a largo en ambos países. Aunque estos riesgos parecen reducidos en el entorno actual, de elevada incertidumbre y debilidad económica, las autoridades monetarias deben permanecer vigilantes.

- 1 Al mismo tiempo, otras opciones se siguen debatiendo en el seno del FOMC: reducir el tipo de interés de las reservas remuneradas; revisar la política de comunicación, dando mayor información al público sobre sus objetivos y decisiones; y la posibilidad de una tercera ronda de expansión monetaria mediante compras adicionales de bonos del Tesoro.
- 2 También en el seno del MPC se debatieron distintas alternativas, que incluían una recomposición del balance del Banco de Inglaterra, la posibilidad de rebajas del tipo oficial o el establecimiento de una senda sobre la evolución futura del tipo oficial.
- 3 La estructura y la operativa de la APF se mantendrán intactas, es decir, se implementarán mediante subastas semanales y se financiarán con la emisión de reservas bancarias, se comprarán títulos negociados en el mercado secundario, y las posibles pérdidas de la cartera serán asumidas por el Tesoro británico.

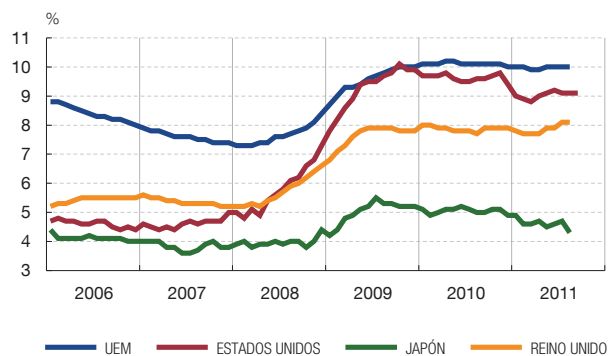
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



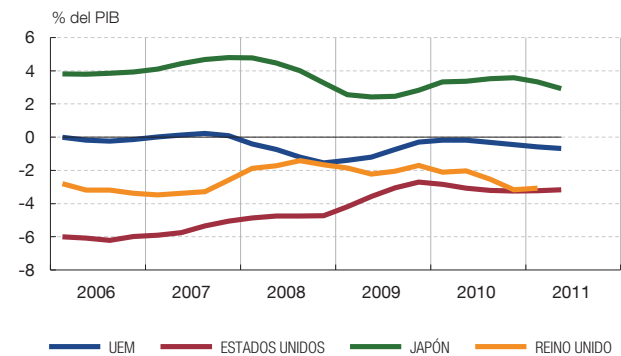
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



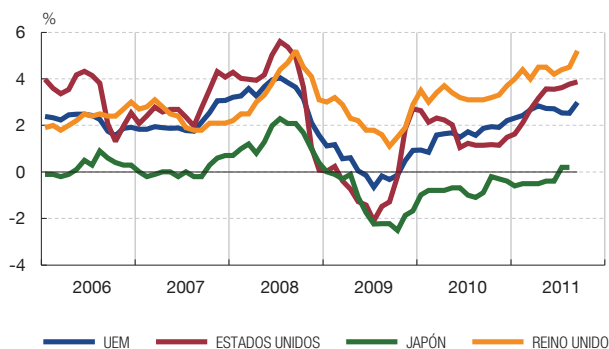
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

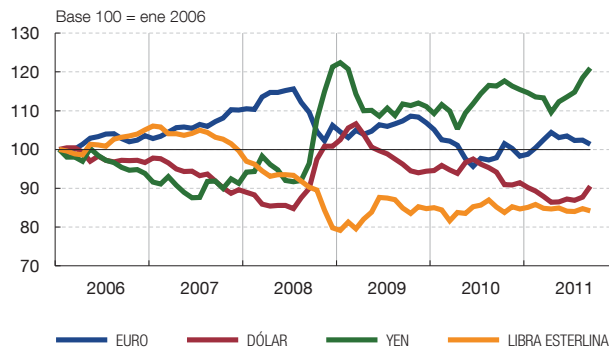
septiembre y los indicadores de confianza empresarial crecieron moderadamente, tanto en servicios como en manufacturas. Sin embargo, el consumo parece estancado, en línea con el deterioro de la renta disponible y el reducido nivel de confianza del consumidor. El mercado laboral mostró un mejor tono en septiembre, con una creación neta de empleo significativa, aunque la tasa de paro se mantuvo en el 9,1 %. La actividad en el mercado inmobiliario residencial sigue deprimida por la debilidad de la demanda, el estancamiento de la oferta, la incertidumbre sobre los precios, que continúan su ajuste a la baja, y unas duras condiciones crediticias. La inflación, medida por el IPC, ha aumentado de forma ininterrumpida, alcanzando en septiembre un 3,9 % en tasa interanual, mientras que la inflación subyacente se situó en el 2 %. En este contexto de fragilidad económica y financiera, la Reserva Federal reforzó el tono expansivo de su política monetaria mediante el compromiso de mantener los tipos de interés en los reducidos niveles actuales hasta mediados de 2013 y el inicio, en septiembre, de una estrategia de recomposición de su cartera de deuda pública hacia plazos más largos (la denominada *Operación Twist*). Asimismo, decidió reinvertir los activos respaldados por hipotecas (MBS) de su balance en ese mismo tipo de activos, para sostener el mercado inmobiliario. En el plano fiscal, la Casa Blanca ha propuesto un nuevo plan de apoyo de 447 mm de dólares, orientado al empleo, cuya aprobación es incierta.

En Japón, el PIB del segundo trimestre se contrajo un -0,5 % en tasa intertrimestral (-1,1 % interanual), sobre todo por la contribución negativa de la demanda externa.

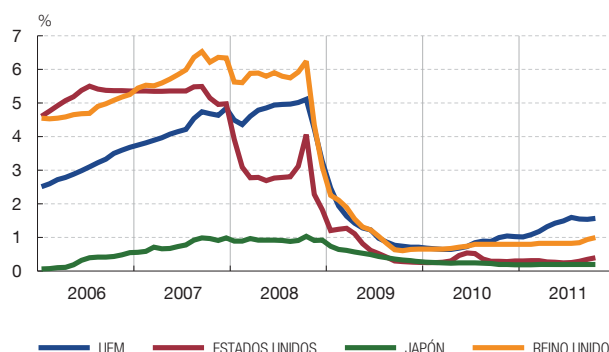
PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



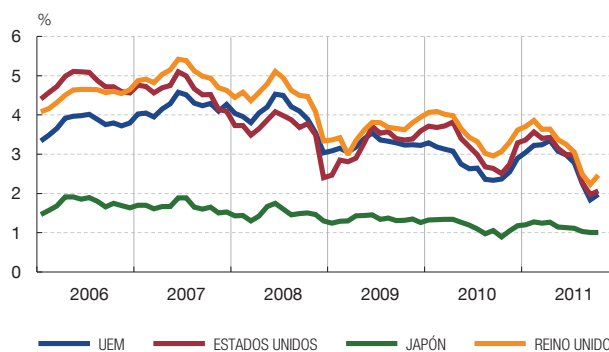
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



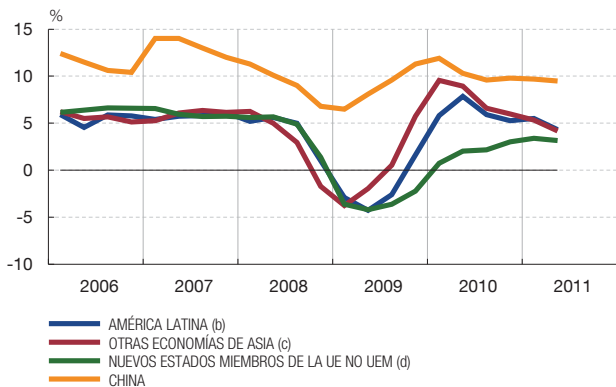
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

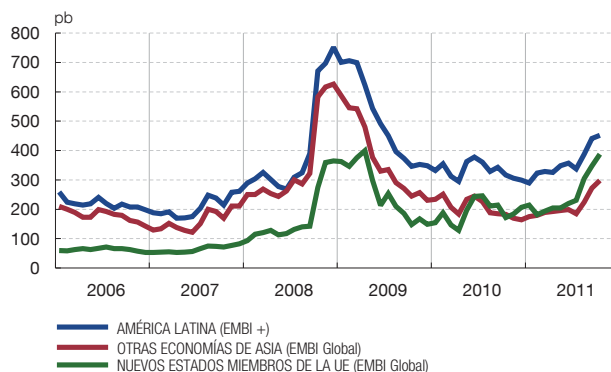
Los primeros indicadores del tercer trimestre apuntaban a una rápida recuperación, apoyada en la normalización de las cadenas de producción y la mejora del sentimiento de hogares y empresas. Sin embargo, ese impulso inicial ha perdido fuerza recientemente: la actividad manufacturera se ha desacelerado durante el verano, debido a las restricciones energéticas, y el índice PMI avanza una caída en septiembre, por el deterioro de la demanda mundial y la apreciación del yen. El consumo se debilitó en agosto, como consecuencia de la finalización de las medidas temporales de apoyo. En el ámbito externo, la balanza comercial mantuvo un saldo deficitario durante el trimestre, ya que la fortaleza de las importaciones compensó sobradamente la recuperación de las exportaciones. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo 0,4 pp en agosto, hasta el 4,3 %, si bien se destruyó empleo por segundo mes consecutivo. Por su parte, la tasa de inflación fue del 0,2 % en dicho mes, aunque la subyacente se mantuvo en terreno negativo. En este entorno, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 % y amplió su programa de compra de activos. Por último, el Gobierno elaboró un tercer presupuesto suplementario, para financiar los gastos de reconstrucción, por valor de 12 billones de yenes (2,5 % del PIB).

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,1 % trimestral (0,6 % interanual) en el segundo trimestre, apoyado en el consumo público y la inversión, mientras que el consumo privado y la demanda exterior tuvieron una aportación negativa al crecimiento, en un entorno de caída generalizada de los flujos comerciales. Los indicadores recientes apuntan

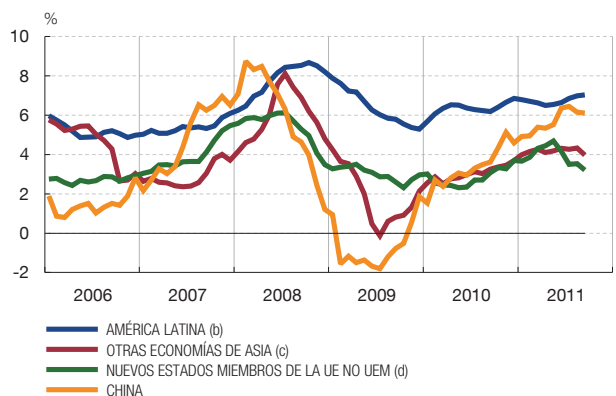
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



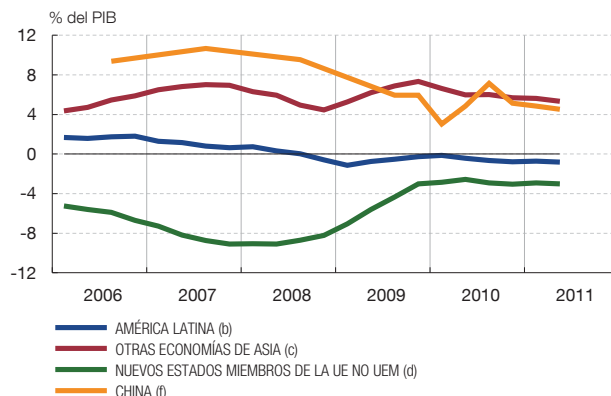
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, Banco de España, FMI y JP Morgan.

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

hacia un debilitamiento adicional de la actividad en el tercer trimestre, en especial en el sector manufacturero, influido por la caída de los pedidos para la exportación. Además, el mercado laboral ha dado muestras de debilitamiento: la pérdida de vigor del empleo privado entre junio y agosto no permitió compensar el recorte del empleo público, por lo que la tasa de paro aumentó hasta el 8,1 %, la más alta desde 1996. Los datos de ventas minoristas apuntan a una nueva caída del consumo privado, al compás del reducido nivel de confianza y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, en un entorno de elevada inflación. Así, el reciente aumento del precio de los servicios de suministro energético a los hogares ha generado un repunte de la inflación hasta el 5,2 % en septiembre, aunque la tasa subyacente se mantuvo en el 3,3 %. El continuado deterioro de las condiciones económicas y financieras llevó al Banco de Inglaterra a reactivar su estrategia de expansión cuantitativa, a pesar de la elevada inflación; en su reunión de octubre aprobó nuevas compras de deuda pública por un importe de 75 mm de libras, a completar en febrero de 2012.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro se apreció, en el tercer trimestre, una moderación en el dinamismo de las exportaciones y de la producción industrial. Por otra parte, tampoco ha habido signos de recuperación de la demanda interna en la mayoría de los países, dada la fragilidad del mercado laboral y los compromisos de consolidación fiscal. A lo largo del trimestre, la inflación disminuyó de manera casi generalizada, debido al menor incremento de los precios de los alimentos, lo que ha situado la tasa agregada en el 3,3 % interanual en septiembre. La mayor incertidumbre sobre la continuidad de la recuperación, junto con un previsible período de moderación de la inflación, ha propiciado que se mantengan inalterados los tipos de interés oficiales. En el ámbito financiero, cabe mencionar la ley que aprobó el Parlamento húngaro a mediados de septiembre, que permite cancelar anticipadamente las hipotecas en moneda extranjera a un tipo de cambio muy inferior al de mercado, asumiendo los bancos las pérdidas por la diferencia —se estima que se cancelarán un 20 % de dichas hipotecas, lo que generaría unas pérdidas para el conjunto de la banca de en torno al 0,6 % del PIB—.

En China, el PIB aumentó un 9,1 % interanual en el tercer trimestre (9,5 % previo), la tasa más reducida en dos años. Las perspectivas son inciertas, tanto por la debilidad de la demanda externa como, sobre todo, por factores domésticos (disminución de la calidad del crédito bancario y dudas sobre la sostenibilidad de los precios de los activos inmobiliarios), si bien el escenario central sigue siendo de suave desaceleración. Por otra parte, aunque la inflación se moderó hasta el 6,1 % en septiembre, continúa estando muy por encima del objetivo (4 %). En esta línea, el banco central endureció su política monetaria en julio, al subir 25 pb el tipo oficial y 50 pb el coeficiente de reservas bancarias, aunque en el contexto actual de incertidumbre no se esperan nuevos tensionamientos. En el resto de Asia emergente, la producción industrial se desaceleró en el tercer trimestre de forma sensible en la mayoría de los países y se moderó el fuerte ritmo de avance de las exportaciones, lo que apunta a una ralentización adicional de la actividad. Persistieron las presiones inflacionistas, provocadas por el encarecimiento de alimentos y energía. A pesar de ello, los tipos oficiales solo se elevaron en dos países (Tailandia e India, en 25 pb), mientras que en el resto permanecieron estables ante el temor a una nueva desaceleración de las economías avanzadas, y en Indonesia incluso se redujeron en 25 pb en octubre.

En América Latina, los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una desaceleración moderada de la actividad en el tercer trimestre en casi todos los países. Asimismo, se ha producido una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para los próximos trimestres, ligada al empeoramiento del entorno exterior. La inflación aumentó cuatro décimas durante el trimestre, hasta situarse en el 7 % en septiembre. Entre las economías que mantienen objetivos de inflación, esta se sitúa por encima del límite superior del intervalo objetivo en Brasil y Perú, si bien las expectativas permanecen ancladas. En este contexto, el banco central de Brasil realizó sendas bajadas de 50 pb en sus reuniones de agosto y octubre, dejando el tipo de interés oficial en el 11,5 %. Los bancos centrales de Chile, México y Perú, por su parte, apuntan a posibles bajadas en las próximas reuniones, en función de la evolución del escenario internacional. Por otro lado, Argentina, Brasil y Perú realizaron ventas de dólares en los mercados de cambios para frenar las tensiones depreciatorias de sus monedas en la segunda quincena de septiembre, mientras que Colombia no renovó el programa de compras diarias de dólares y anunció que convocaría subastas en el mercado al contado cuando el tipo de cambio registre una fluctuación superior al 2 % respecto a la media de los diez días anteriores. Finalmente, en Argentina se celebraron elecciones presidenciales y legislativas, con la reelección de la actual presidenta.



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

A lo largo del tercer trimestre, la crisis de la deuda soberana que afecta al área del euro entró en una nueva etapa, caracterizada por una agudización y extensión de las tensiones en los mercados financieros. Durante este período, los problemas no se limitaron a los países bajo programa de asistencia financiera, donde los diferenciales soberanos siguieron ampliándose, sino que además, en agosto, se trasladaron a economías de mayor tamaño, como España e Italia, y en septiembre, a Bélgica y Francia, aunque en menor medida. Asimismo, las tensiones se propagaron al resto de mercados, afectando de forma especial al sistema bancario europeo, expuesto a la deuda de los países en dificultades. De este modo, el coste de financiación de los bancos se elevó por encima de los niveles alcanzados en 2009, a la vez que sus dificultades para obtener fondos en los mercados monetarios se incrementaron. Todo ello se tradujo en un importante retroceso de los indicadores de confianza y un endurecimiento de las condiciones de financiación de los agentes, en un contexto macroeconómico nacional e internacional adverso (véase recuadro 2).

En este contexto de inestabilidad financiera, la última información disponible apunta a un crecimiento muy modesto de la actividad en los meses de verano, tras el repunte que se produjo en la primera parte del año. Este debilitamiento de los indicadores económicos, junto con el menor empuje proveniente del sector exterior, el impacto sobre la demanda interna de las medidas de consolidación fiscal y las implicaciones del recrudecimiento de las tensiones financieras, ha llevado a los organismos internacionales y a los analistas privados a revisar a la baja sus perspectivas sobre la situación económica a medio plazo. Además, consideran que este escenario se encuentra sujeto a un elevado grado de incertidumbre, con un predominio de los riesgos a la baja, en buena medida relacionados con la situación de inestabilidad de los mercados financieros, tanto del área del euro como a escala global.

La ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante de la política monetaria llevó al Consejo de Gobierno del BCE a dejar inalterados los tipos de interés en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre. No obstante, el impacto de las turbulencias financieras sobre el funcionamiento de algunos mercados condujo al Consejo del BCE a recuperar diversas medidas de carácter no convencional para garantizar un nivel adecuado de liquidez y ayudar a restaurar la correcta transmisión de la política monetaria. Entre estas, cabe destacar la reactivación del Programa del mercado de valores y la realización de operaciones que permitan reforzar la provisión de liquidez en dólares (en coordinación con otros bancos centrales) y en euros, en este último caso mediante la realización de operaciones complementarias a plazos más largos.

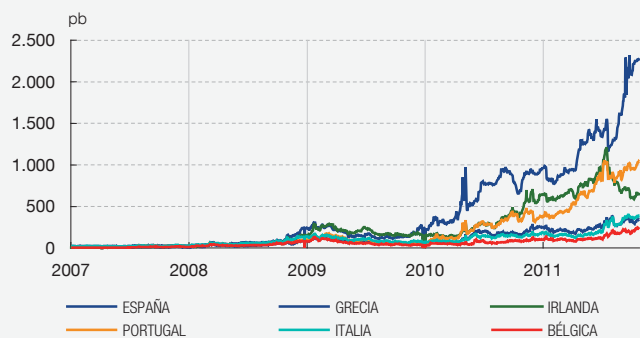
La cumbre de los jefes de Estado y de Gobierno de los países que forman parte del área del euro celebrada a finales de octubre ha supuesto un avance importante en el diseño de una estrategia suficientemente global para recuperar y reforzar la estabilidad financiera del área. Aunque todavía quedan algunos detalles concretos por resolver, el acuerdo aborda las principales debilidades detectadas y se concreta en actuaciones ambiciosas en cuatro áreas. En primer lugar, un nuevo programa de asistencia financiera a Grecia, que ahonda en la participación del sector privado y que debe asegurar que las finanzas del país retornan a una situación de sostenibilidad de forma que la ratio de deuda pública se sitúe en torno al 120 % del PIB en 2020. En segundo lugar, la maximización de la eficiencia en el uso de los recursos disponibles de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), que le permitirá multiplicar hasta por cinco su capacidad de actuación y constituirse

Durante el verano, la crisis de deuda soberana en el área del euro entró en una nueva fase caracterizada por una agudización de las tensiones, que se extendieron más allá de los tres países bajo programa, hasta afectar con virulencia a países de mayor tamaño, como Italia y España, y en menor medida, Bélgica y Francia. Así, los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas alcanzaron niveles máximos desde la creación de la moneda única, cerca-

nos a los 400 pb en los casos de los títulos italianos y españoles (véase gráfico 1).

Las turbulencias afectaron de forma singular al sistema bancario europeo, muy expuesto a la deuda de los países en dificultades. De este modo, los bancos vieron cómo sus primas de riesgo de crédito superaban los niveles alcanzados tras la quiebra de Lehman

1 DIFERENCIALES SOBERANOS A DIEZ AÑOS. DATOS DIARIOS



2 ÍNDICES ITRAXX PARA EUROPA A CINCO AÑOS (a)



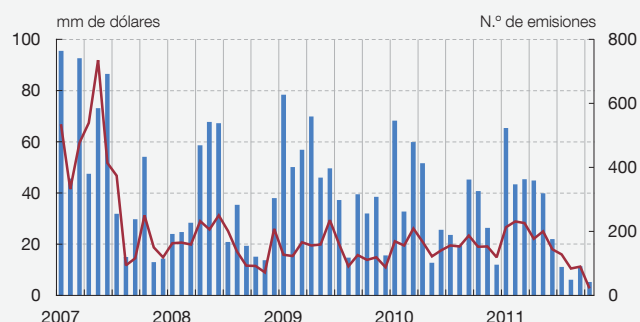
3 DIFERENCIAL EURÍBOR-REPO



4 UTILIZACIÓN DE LA FACILIDAD DE DEPÓSITO DEL BCE  
Media de 30 días naturales



5 EMISIÓN BRUTA DE DEUDA DEL SECTOR FINANCIERO DE LA UEM (b)



6 EUROSTOXX AMPLIO Y SECTOR BANCARIO



FUENTES: Banco Central Europeo, Dealogic, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, Markit Economics y Banco de España.

a Índice negociado de una cesta compuesta por seguros de riesgo crediticio de deuda emitida por 25 entidades financieras.  
b Emisiones brutas de bonos a medio y a largo plazo. Excluye covered bonds.

Brothers (véase gráfico 2), al tiempo que aumentaban sus dificultades para obtener fondos (en particular, en dólares) en los mercados monetarios y de financiación mayorista. Al igual que en episodios pasados, la tensión se reflejó en un incremento de los diferenciales entre los tipos de los depósitos no garantizados y los depósitos con garantía (véase gráfico 3) y en un aumento del recurso a la financiación del Eurosistema, que coexiste con una elevada utilización de la facilidad de depósito del BCE (véase gráfico 4). Por su parte, las emisiones de deuda de los bancos se redujeron claramente y las entidades que lograron emitir lo hicieron a tipos elevados, mientras que las radicadas en los países con programa tienen prácticamente cerrado desde julio el acceso a la financiación en este mercado (véase gráfico 5).

La situación de inestabilidad financiera se propagó también a los mercados bursátiles (véase gráfico 6), que, en un contexto de volatilidad muy elevada, se vieron afectados por caídas importantes. Así, tanto el EUROSTOXX amplio como el selectivo se situaron a finales de octubre en niveles comparables a los de finales de 2008, y las pérdidas acumuladas en el año 2011 superaron en ambos casos el 20 %. Las cotizaciones de los bancos registraron retrocesos superiores, de forma que el índice EUROSTOXX del sector bancario descendió un 39 % en los meses transcurridos de 2011.

La afectación de elementos clave del mecanismo de transmisión de la política monetaria requirió a principios de agosto la intervención del BCE, que reactivó su programa de compra de deuda soberana en los mercados secundarios. El Consejo de Gobierno del

BCE decidió también reforzar la provisión de liquidez en dólares (en coordinación con otros bancos centrales) y en euros, en este último caso mediante la realización de operaciones complementarias a plazos más largos, según el procedimiento de subasta a tipo fijo y adjudicación plena. Asimismo, se creó un nuevo programa de adquisición de *bonos bancarios garantizados (covered bonds)*, entre los que se incluyen las cédulas españolas.

En resumen, la negativa evolución de los indicadores de estrés financiero durante el tercer trimestre del año ilustra el carácter sistémico y la gravedad de la crisis que afecta al área del euro. El deterioro de la situación en Grecia, la lentitud en la implementación de los acuerdos alcanzados en la cumbre europea del 21 de julio y las dudas de los mercados sobre la suficiencia de los compromisos financieros adquiridos por los países han exacerbado la aversión al riesgo y la volatilidad, afectando a la confianza de los agentes en un momento particularmente complicado, en el que el proceso de recuperación económica ha perdido vigor y la mayoría de los Gobiernos carece de margen para la adopción de políticas de estímulo de la demanda agregada. Resulta, por tanto, esencial en este punto poner en marcha los mecanismos necesarios que permitan minimizar el riesgo de que se produzcan dinámicas perversas de retroalimentación entre riesgo soberano, riesgo bancario y pérdida de impulso de la economía. En este sentido, la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de finales de octubre ha definido una estrategia global para garantizar la estabilidad financiera del área, que trata de afrontar las debilidades que se han puesto de manifiesto durante la crisis (véase la introducción).

de esta manera en un mecanismo eficaz para detener procesos de contagio. Para ello se contemplan dos opciones de apalancamiento, que no serían mutuamente exclusivas y cuyos detalles deberán concretarse el mes próximo: la primera consiste en otorgar un aseguramiento o garantía parcial a las nuevas emisiones de bonos soberanos de Estados miembros en dificultades; la segunda supone la creación de un vehículo financiero (*special purpose vehicle*) con el fin específico de atraer inversiones de instituciones financieras privadas y públicas. Además, se fortalecerá la cooperación con el FMI para potenciar la capacidad financiera de la Facilidad. En tercer lugar, se establece un plan destinado a restaurar la confianza en el sector bancario mediante, por un lado, un programa de garantías coordinado a nivel de la UE que faciliten la financiación del sector y, por otro, una recapitalización de los principales bancos, a los que se les exigirá mantener una ratio del 9 % de capital de primera calidad en junio de 2012. Por último, se renovó el compromiso de los Gobiernos para seguir adoptando las medidas necesarias que aseguren la sostenibilidad de sus finanzas públicas y potencien el crecimiento económico, respetando los objetivos fiscales aprobados y acelerando las reformas estructurales.

Los jefes de Estado y de Gobierno acordaron también avances adicionales en la reforma de la gobernanza y en la integración del área del euro para potenciar la convergencia económica necesaria dentro de una unión monetaria. Los países del área constataron que la reciente aprobación de la reforma de la gobernanza que se inició en 2010 ha supuesto un paso

|   | 2010  |       |        |       | 2011  |       |        |       |
|---|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
|   | I TR  | II TR | III TR | IV TR | I TR  | II TR | III TR | IV TR |
| <b>CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)</b> |       |       |        |       |       |       |        |       |
| Producto interior bruto   | 0,3   | 0,9   | 0,4    | 0,3   | 0,8   | 0,2   |        |       |
| Consumo privado   | 0,4   | 0,2   | 0,3    | 0,3   | 0,2   | -0,2  |        |       |
| Consumo público   | -0,4  | 0,2   | 0,0    | 0,0   | 0,4   | -0,1  |        |       |
| Formación bruta de capital fijo   | -0,7  | 2,2   | 0,0    | -0,2  | 1,8   | 0,1   |        |       |
| Importaciones   | 3,8   | 3,9   | 1,5    | 1,1   | 1,6   | 0,2   |        |       |
| Exportaciones   | 3,0   | 4,2   | 1,8    | 1,2   | 1,4   | 0,7   |        |       |
| <b>Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)</b>                             |       |       |        |       |       |       |        |       |
| Demanda interna, excluidas existencias  | 0,0   | 0,6   | 0,2    | 0,1   | 0,5   | -0,1  |        |       |
| Variación de existencias  | 0,6   | 0,2   | 0,1    | 0,1   | 0,3   | 0,1   |        |       |
| Demanda exterior neta   | -0,2  | 0,2   | 0,2    | 0,2   | 0,0   | 0,3   |        |       |
| PIB (tasa de variación interanual)  | 0,9   | 2,1   | 2,1    | 1,9   | 2,4   | 1,6   |        |       |
| <b>INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)</b>                                  |       |       |        |       |       |       |        |       |
| IPI ajustado de días laborables y estacionalidad  | 2,7   | 2,7   | 0,8    | 1,7   | 1,1   | 0,6   | 1,5    |       |
| Sentimiento económico   | 96,4  | 99,2  | 102,3  | 105,7 | 107,4 | 105,7 | 98,8   |       |
| PMI compuesto   | 54,4  | 56,6  | 55,7   | 54,9  | 57,6  | 55,6  | 50,3   | 47,2  |
| Empleo  | 0,0   | 0,1   | 0,0    | 0,1   | 0,1   | 0,3   |        |       |
| Tasa de paro  | 10,1  | 10,2  | 10,2   | 10,1  | 10,0  | 10,0  | 10,0   |       |
| <b>INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)</b>               |       |       |        |       |       |       |        |       |
| IAPC  | 1,6   | 1,5   | 1,9    | 2,2   | 2,7   | 2,7   | 3,0    |       |
| IPRI  | 0,9   | 3,1   | 4,3    | 5,4   | 6,8   | 5,9   | 5,8    |       |
| Precio del petróleo (valor en dólares)  | 78,8  | 75,0  | 78,4   | 92,3  | 115,4 | 114,9 | 114,8  | 110,8 |
| <b>INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)</b>                                      |       |       |        |       |       |       |        |       |
| Rendimiento deuda pública a diez años UEM   | 4,0   | 3,7   | 3,5    | 4,1   | 4,6   | 4,4   | 4,0    | 4,3   |
| Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM  | -0,08 | -0,72 | -1,01  | -0,78 | -1,14 | -1,30 | -2,06  | -2,08 |
| Tipo de cambio dólar/euro   | 1,348 | 1,227 | 1,365  | 1,336 | 1,421 | 1,445 | 1,350  | 1,393 |
| Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)  | -4,5  | -10,3 | -6,3   | -8,2  | 3,5   | 3,9   | 0,7    | 1,9   |
| Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)   | -1,2  | -13,2 | -7,4   | -5,8  | 4,2   | 2,0   | -22,0  | -16,4 |

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

a Información disponible hasta el día 26 de octubre de 2011.

b Variación porcentual acumulada en el año.

importante para afrontar algunas de las debilidades detectadas en el entramado institucional de la UEM (véase recuadro 3). No obstante, su solución definitiva requiere avances más decididos hacia la integración económica que podrían requerir una reforma limitada del Tratado de la UE. Para ello, los jefes de Estado o de Gobierno han encargado al presidente del Consejo, en colaboración con los presidentes de la Comisión y del Eurogrupo, que estudie de cara a la reunión de diciembre nuevas iniciativas que profundicen en el camino emprendido y culminen con la elaboración de un informe a finales de marzo de 2012.

### 3.1 Evolución económica

Según la tercera estimación de la Contabilidad Nacional del segundo trimestre de 2011, el PIB del área del euro aumentó un 0,2 % intertrimestral, seis décimas por debajo del registrado en el período de enero-marzo (véase cuadro 1). La desaceleración del producto obedeció, en gran parte, al retroceso del consumo y de la inversión en construcción y en otros productos, mientras que la inversión en equipo y la demanda externa mostraron una evolución favorable (véase gráfico 8). Así, la aportación negativa de la demanda interna a la variación del PIB (-0,1 pp) se vio contrarrestada por la correspondiente de la demanda

El pasado 4 de octubre, el Consejo de la UE aprobó cinco reglamentos de aplicación inmediata y una directiva que deberá transponerse antes de finales de 2012, que recogen los avances consensuados hasta el momento por los Gobiernos y las autoridades europeas en lo que respecta a la reforma de la gobernanza. El proceso que culmina ahora se había iniciado en el año 2010, con el establecimiento del denominado «grupo de trabajo de Van Rompuy», que consensó una primera propuesta de reforma en octubre de 2010. A finales de marzo de 2011, el Consejo Europeo refrendó los principios generales de esa propuesta, iniciándose entonces un proceso de negociación a tres bandas entre el Consejo, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea, que ha contado con la participación del BCE.

El conjunto de las reformas aprobadas suponen un fortalecimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de incrementar el control sobre las políticas presupuestarias, poniendo más énfasis en los instrumentos de prevención y estableciendo instrumentos de sanción más gravosos en caso de que se produzca un incumplimiento de los compromisos. La supervisión se extiende también al resto de las políticas macroeconómicas y estructurales, al introducirse un nuevo procedimiento de carácter formal para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos internos y externos, que tratará de evitar la emergencia de desequilibrios que, como el crecimiento excesivo del endeudamiento privado o las divergencias en la competitividad, han resultado tan nocivos para el desarrollo de la UEM.

En el ámbito fiscal, la reforma refuerza en primer lugar el componente preventivo del Pacto, ya que, a la necesidad de avanzar hacia el cumplimiento del objetivo presupuestario a medio plazo (consistente, en general, en el logro de un saldo estructural próximo al equilibrio), se añade ahora un límite al gasto público, cuyo crecimiento no podrá superar el crecimiento del PIB a medio plazo.

En segundo lugar, se da mayor relevancia al criterio de la deuda a lo largo de todo el proceso de supervisión fiscal. Así, en la vertiente preventiva, el ajuste estructural exigido en el proceso de aproximación hacia los objetivos de medio plazo será superior para aquellos países con una ratio de deuda superior al 60 % del PIB. En el brazo correctivo se incrementa la posibilidad de abrir un procedimiento de déficit excesivo a los países con ratios de deuda superiores al 60 % del PIB, aun cuando el déficit sea inferior al 3 %, al concretar una referencia numérica sobre lo que se considera «un ajuste satisfactorio de la deuda». En cualquier caso, la implementación del criterio de la deuda mantiene un carácter menos automático que el de déficit, ya que se tendrá en cuenta un amplio conjunto de factores que inciden sobre la dinámica del endeudamiento público a la hora de abrir un PDE sobre la base del criterio de deuda. Por otra parte, la reforma introduce un período de transición de tres años hasta la plena operatividad de este criterio.

En tercer lugar, para fortalecer el cumplimiento de los compromisos, se introduce un conjunto de sanciones, que se aplicarán en una fase más temprana del proceso y, en general, mediante un

procedimiento de votación inversa en el que las propuestas de la Comisión Europea se consideran aceptadas, a no ser que el Consejo se pronuncie en contra de ellas por mayoría cualificada en un plazo de diez días. Los ingresos procedentes de estas multas reverterán en la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera.

Por último, la directiva sobre los marcos fiscales introduce la necesidad de establecer programas presupuestarios plurianuales, mejorar la calidad y la disponibilidad de las estadísticas fiscales y la obligatoriedad de que los países trasladen a sus respectivas legislaciones nacionales las reglas y compromisos fiscales adquiridos en el marco de la UEM. En el ámbito de las estadísticas, cabe mencionar que el nuevo reglamento del brazo preventivo también especifica algunos requisitos para dotar a los institutos nacionales de estadística de mayor independencia, que se añade a las medidas aprobadas con anterioridad a fin de aumentar la capacidad de Eurostat para auditar las cifras facilitadas por las autoridades nacionales.

El marco para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos consta a su vez de un brazo preventivo, el mecanismo de alerta, y de otro correctivo, que se concreta en el procedimiento de desequilibrio excesivo. El mecanismo de alerta está formado por un conjunto de indicadores económicos, financieros y estructurales, que se revisará con cierta frecuencia, para tener en consideración la naturaleza cambiante de los desequilibrios. Aunque se establecen límites cuantitativos y simétricos para detectar qué desviaciones pueden resultar excesivas, la superación de esos límites no desembocará automáticamente en la apertura de un procedimiento, sino que se tendrán en consideración las circunstancias específicas de cada economía (como la posible existencia de procesos de convergencia real). Por su parte, la vertiente correctiva establece la obligación de remitir a la Comisión y al Consejo un plan de acción para corregir los desequilibrios. El Consejo deberá decidir si este plan es suficiente y establecer los plazos para la adopción de las medidas. En caso de incumplimiento reiterado de esos compromisos, el proceso puede culminar en la imposición de una multa.

En conjunto, el grado de ambición con que se ha planteado esta reforma puede no ser suficiente para eliminar las fisuras en el proyecto del euro que han emergido durante la crisis. Esta ha sido la opinión que ha mantenido el Eurosistema, que reclamaba mayor automatismo en la aplicación de todos estos procedimientos, para reducir el grado de injerencia política. También reclamaba una menor simetría en la aplicación del procedimiento de desequilibrios excesivos, al considerar que un superávit por cuenta corriente no tiene las mismas implicaciones que los déficits. Las negociaciones en el Parlamento Europeo han concluido con una solución de compromiso que incrementa algo el automatismo respecto a la propuesta inicial del grupo de trabajo de Van Rompuy y que mantiene la simetría en la aplicación del reglamento de desequilibrio excesivo.

Sin duda alguna, las reformas adoptadas suponen un avance hacia una mayor corresponsabilidad y coordinación en el diseño y

vigilancia de las políticas fiscales y estructurales que puede contribuir a evitar la emergencia de desequilibrios. No obstante, la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de finales de octubre enfatizó la necesidad de realizar avances adicionales en la integración económica del área del euro para potenciar la convergencia necesaria dentro de una unión monetaria. Para ello encar-

gó al presidente del Consejo, en colaboración con los presidentes de la Comisión y del Eurogrupo, que estudie de cara a la reunión de diciembre nuevas iniciativas que profundicen en el camino emprendido, sin excluir la posibilidad de introducir reformas limitadas en el Tratado. A finales de marzo de 2012 deberán presentar un informe.

externa, que alcanzó los 0,3 pp, como consecuencia de una desaceleración de las importaciones más intensa que la de las exportaciones. Por su parte, la variación de existencias añadió una décima a la expansión del PIB. El desglose por ramas de actividad muestra una ralentización significativa del valor añadido de la industria y de la construcción, mientras que el de la de servicios de no mercado mantuvo su ritmo de expansión. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 1,6 %, frente al 2,4 % del trimestre precedente.

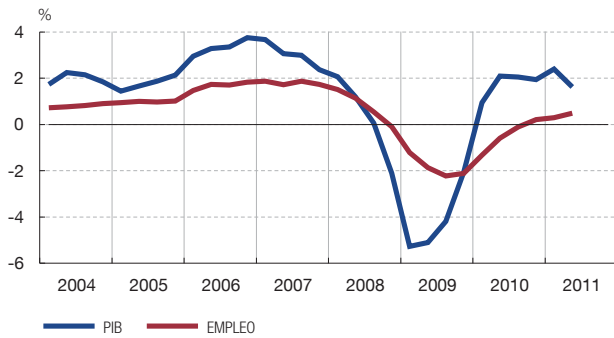
Por países, cabe destacar la fuerte desaceleración del PIB en el segundo trimestre en Alemania y en Francia, de 1,2 pp y 0,9 pp, respectivamente, hasta registrar tasas prácticamente nulas en ambos casos. Este comportamiento estuvo motivado por los mismos factores antes mencionados para la UEM, si bien Alemania registró una aportación negativa de la demanda externa y una mayor contribución positiva de la variación de existencias. En Italia el producto avanzó un 0,3 %, dos décimas más que en los dos trimestres anteriores, gracias a la expansión de la formación bruta de capital fijo y a la elevada contribución positiva del saldo exterior neto, como consecuencia de la marcada contracción de las importaciones.

Según los datos de la Contabilidad Nacional, el número de empleados en la UEM creció un 0,3 % en el período de abril-junio, por lo que la tasa interanual aumentó hasta el 0,5 %. Este comportamiento tuvo su origen en el mayor dinamismo de la actividad en el primer trimestre, que se suele trasladar al empleo con un cierto retraso. Por otro lado, la desaceleración de la productividad aparente del trabajo en el segundo trimestre, hasta el 1,1 %, y el nuevo avance de la remuneración por asalariado derivaron en un mayor crecimiento de los costes laborales unitarios, que coincidió con la tasa de avance del deflactor del PIB, lo que mantuvo relativamente estables los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

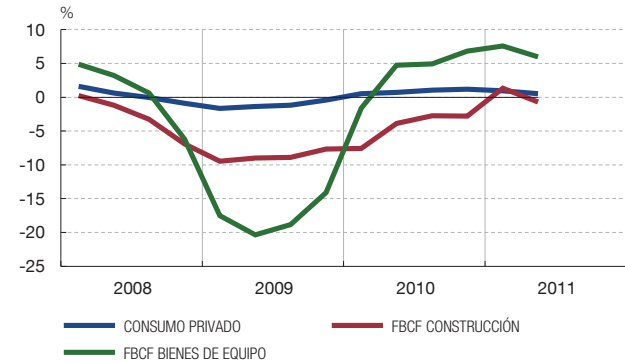
La información coyuntural más reciente refleja, en general, un crecimiento muy modesto en el tercer trimestre del año (véase gráfico 9). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial y la cartera de pedidos se aceleraron entre junio y agosto, si bien esta evolución habría que valorarla con cautela, ya que estos meses se caracterizan por una elevada volatilidad. Por su parte, la producción del sector de la construcción se contrajo. Los indicadores de confianza del sector de la industria y de los servicios elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras se situaron en septiembre muy por debajo de los niveles de junio, y, en prácticamente todos los casos, en niveles inferiores a su media histórica. En el ámbito laboral, la tasa de paro permaneció inalterada en el 10 % en el tercer trimestre, mientras que los indicadores cualitativos referidos a las expectativas de empleo cayeron entre junio y septiembre en todos los sectores.

Los indicadores relacionados con la demanda también dan señales de debilidad en la segunda parte del año. Así, en el tercer trimestre las ventas minoristas permanecieron estancadas

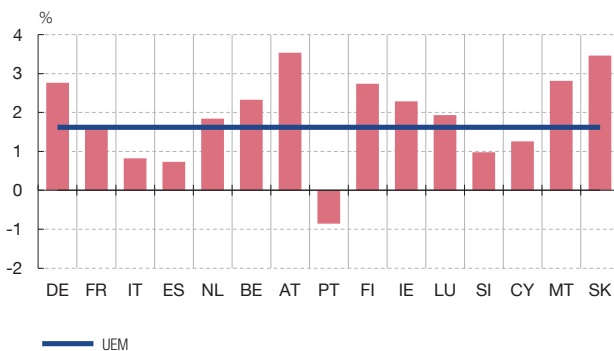
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanual



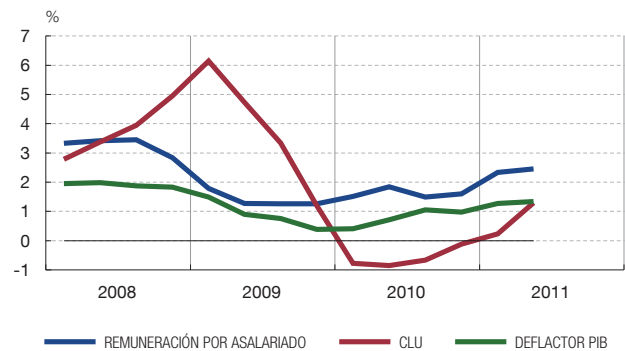
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Segundo trimestre de 2011



SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual

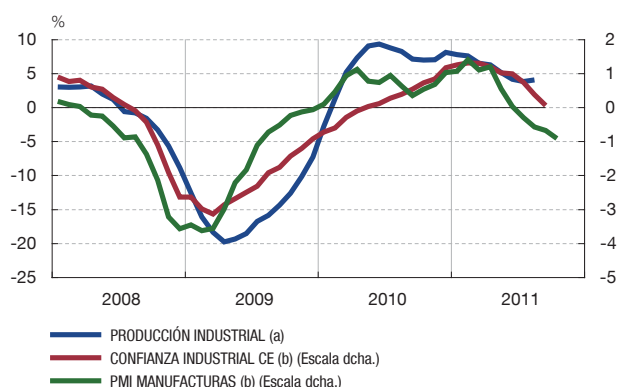


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

—con datos hasta agosto— y las matriculaciones de automóviles se redujeron, mientras que la confianza de los consumidores retrocedió sustancialmente entre julio y octubre, situándose en niveles muy inferiores a su media de largo plazo. En relación con los indicadores sobre la inversión en bienes de equipo de la Comisión Europea, el grado de utilización de la capacidad productiva empeoró en el tercer trimestre, tras dos años de mejora, y la valoración de la cartera de pedidos de la industria cayó. Según datos de balanza de pagos, las exportaciones aumentaron en julio y en agosto frente al trimestre anterior, si bien las expectativas de exportación y la valoración de la cartera de pedidos exteriores empeoraron en el tercer trimestre. Por último, la evolución del indicador de la valoración del nivel de existencias en la industria de la Comisión Europea indica que la contribución de este componente al crecimiento del PIB podría haberse reducido en el tercer trimestre.

En definitiva, la información coyuntural más reciente confirma un deterioro de la situación económica en los meses de verano, tras el dinamismo registrado en el primer semestre (véase cuadro 1). Entre los factores que, potencialmente al menos, subyacen a esta moderación del crecimiento hay que recordar que este trimestre ha estado caracterizado por una agudización de las tensiones en los mercados de deuda soberana que se ha trasladado a otros mercados financieros, y en particular al sector bancario, y ha venido acompañado por un fuerte aumento de la volatilidad y de la incertidumbre, así como por un endurecimiento de las condiciones de financiación. También hay que señalar la ralentización de

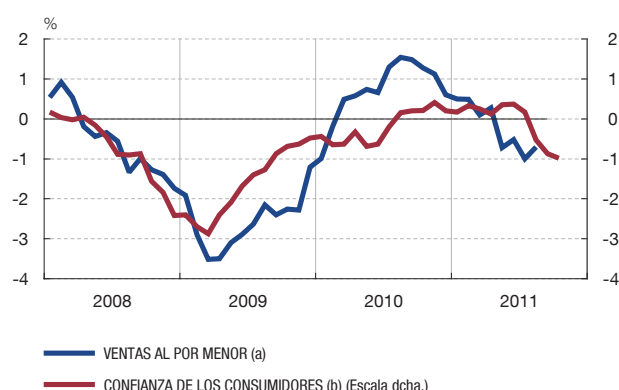
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



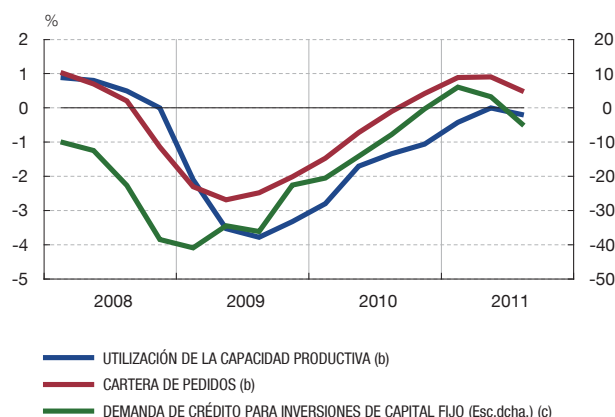
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



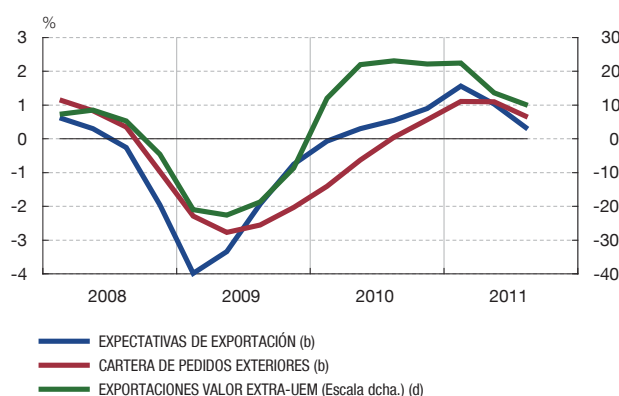
INDICADORES DE CONSUMO



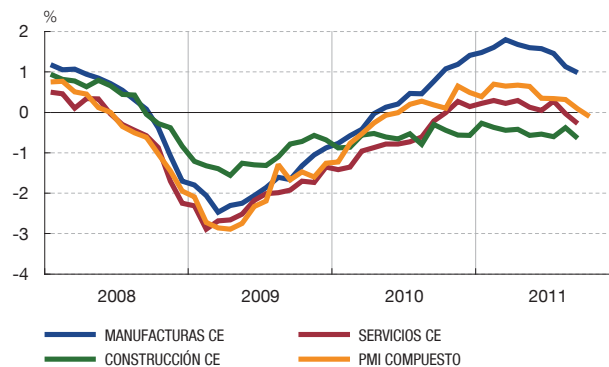
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b Series normalizadas.

c Encuesta de préstamos bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento x 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso x 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.



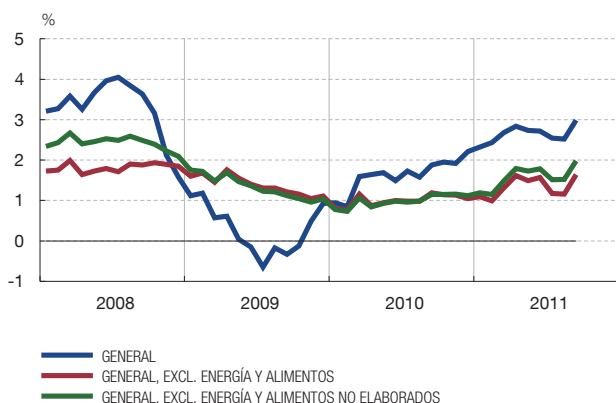
la demanda procedente del sector exterior, el aumento de los precios de las materias primas y el impacto de las medidas de consolidación fiscal. Por todo ello, los organismos internacionales y los analistas privados han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento para la segunda parte de 2011 y 2012, sugiriendo ahora un período prolongado de atonía. Este escenario, además, aparece rodeado de una elevada incertidumbre, con un predominio de los riesgos a la baja. Entre estos cabe señalar: una mayor intensificación de las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros del área del euro y a escala global, así como un impacto más pronunciado de estas sobre las decisiones de gasto de los agentes (véase recuadro 2).

La tasa interanual de inflación se situó en el 3 % en septiembre, tres décimas por encima del registro de junio, impulsada en buena medida por factores de naturaleza transitoria, como la finalización del período de rebajas, que ha tenido un mayor impacto por el cambio metodológico en el tratamiento de los productos estacionales introducido a comienzos del año, subidas de impuestos indirectos en Italia, Grecia y Portugal, y la depreciación del euro. Así, el componente energético contribuyó al auge de la inflación, a pesar de que el precio de las materias primas en dólares no registró importantes cambios. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, aumentó dos décimas, hasta el 2 %, principalmente por el repunte en los bienes industriales no energéticos, y en particular por las partidas vinculadas al vestido y al calzado, sobre las que más incide el cambio en el tratamiento de los productos de temporada (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales moderaron su crecimiento en los meses de verano, hasta situarse en el 5,9 % en agosto, con un pequeño repunte de los precios de la energía. En el medio plazo, los riesgos sobre la inflación se consideran, en general, equilibrados, puesto que, aunque no son descartables encarecimientos adicionales de las materias primas o aumentos en los impuestos indirectos y los precios administrados, estos se trasladarían solo parcialmente a la inflación, debido a las malas perspectivas sobre la actividad (véase cuadro 2). En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas.

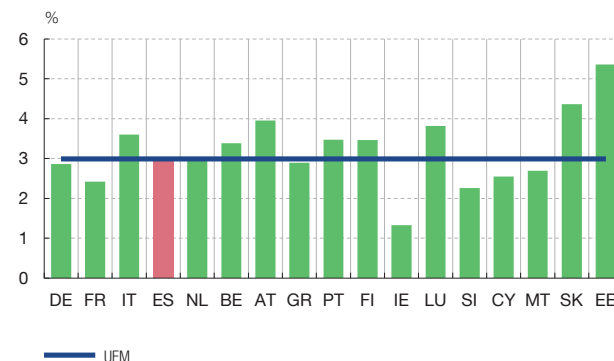
De acuerdo con la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 59,4 mm de euros (un 0,9 % del PIB) entre enero y agosto de 2011, algo por encima de los 38 mm registrados en el mismo período del año anterior (un 0,6 % del PIB). Este retroceso se debió en su mayor parte al cambio de signo del saldo de la balanza de bienes, que pasó a ser deficitario, mientras que la balanza de servicios mejoró. Dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo un menor número de salidas netas de capitales en forma de inversión directa, de 38 mm, frente a los 103 mm de 2010, mientras que los flujos de inversión de cartera netos recibidos aumentaron en 105 mm, hasta los 299 mm. De esta forma, la balanza básica, que aún a estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, pasó de deficitaria en el período de enero-agosto de 2010 a obtener superávit en el mismo período de 2011, desde los -47 mm a los 202 mm de euros (véase gráfico 11).

En el ámbito de la política fiscal, la información disponible sobre la ejecución presupuestaria y las estimaciones de los Gobiernos apuntan a que, en el conjunto de la zona del euro, se mantiene el tono claramente contractivo para el año 2011, en línea con lo previsto por la Comisión Europea la pasada primavera (véase cuadro 3). El impacto sobre el déficit de las medidas de consolidación fiscal que han introducido algunos países en los meses recientes se ha visto compensado por el efecto de los estabilizadores automáticos y por el repunte del pago de intereses, especialmente notable en aquellas economías más sometidas a presiones en los mercados de deuda soberana.

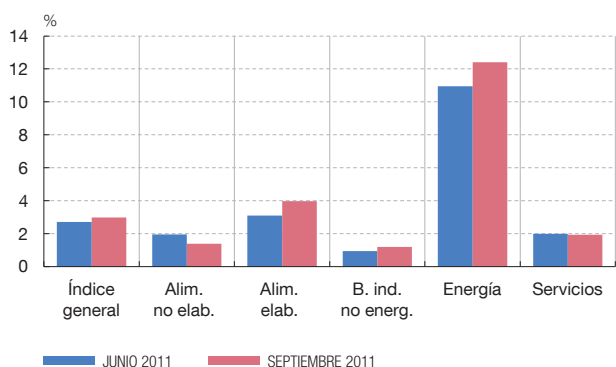
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



IAPC GENERAL  
Septiembre 2011



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

A nivel desagregado, la ejecución de las finanzas públicas en Alemania avanza mejor de lo esperado y en la actualidad el Gobierno prevé un déficit próximo al 1,5 % del PIB, de modo que se situaría por debajo del valor de referencia del 3 % dos años antes del plazo establecido por el Consejo en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo. Por el contrario, Francia, a la vista de unas perspectivas de crecimiento menos favorables, decidió adoptar medidas adicionales de ajuste fiscal para 2011 y 2012 —por un importe del 0,5 % del PIB, aproximadamente—, mediante el aumento de impuestos especiales y de los que recaen sobre las empresas, la propiedad inmobiliaria y las rentas más altas. También Italia introdujo a mediados de septiembre un conjunto de medidas con el objetivo de conseguir un presupuesto equilibrado a finales de 2013, adelantando así un año el objetivo inicial de 2014. La mayor parte del ajuste proviene de mayores ingresos fiscales y solo alrededor de un tercio recae sobre el gasto primario. Entre las medidas de aplicación inmediata para 2011 destacan el incremento del IVA y de otros impuestos especiales, mientras que en 2012 se aplicará una reforma del sistema impositivo y sanitario, cuyos efectos sobre las cuentas están sujetos a una elevada incertidumbre. En la cumbre de finales de octubre reforzó su compromiso presentando medidas adicionales para mejorar la competitividad y liberalizar la economía que están pendientes de implementación.

En cuanto a los tres países de la zona del euro sujetos a programa de asistencia financiera, el nuevo Gobierno portugués actuó con rapidez a la hora de introducir diversas medidas de

|   | 2011    |         | 2012    |         |
|---|---------|---------|---------|---------|
|   | PIB     | IAPC    | PIB     | IAPC    |
| BCE (septiembre de 2011)                    | 1,4-1,8 | 2,5-2,7 | 0,4-2,2 | 1,2-2,2 |
| Comisión Europea (mayo de 2011)             | 1,6     | 2,6     | 1,8     | 1,8     |
| Actualización ínterin (septiembre de 2011)  | 1,6     | 2,5     |         |         |
| FMI (septiembre de 2011)                    | 1,6     | 2,5     | 1,1     | 1,5     |
| OCDE (mayo de 2011)                         | 2,0     | 2,6     | 2,0     | 1,6     |
| <i>Consensus Forecast</i> (octubre de 2011) | 1,6     | 2,6     | 0,6     | 1,8     |
| Eurobarómetro (octubre de 2011)             | 1,6     | 2,6     | 0,6     | 1,7     |

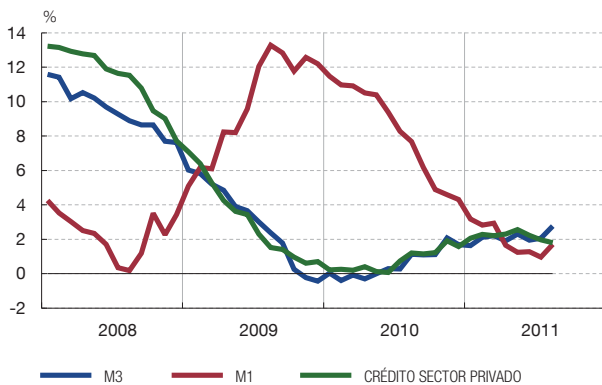
FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

a Tasas de variación anual.

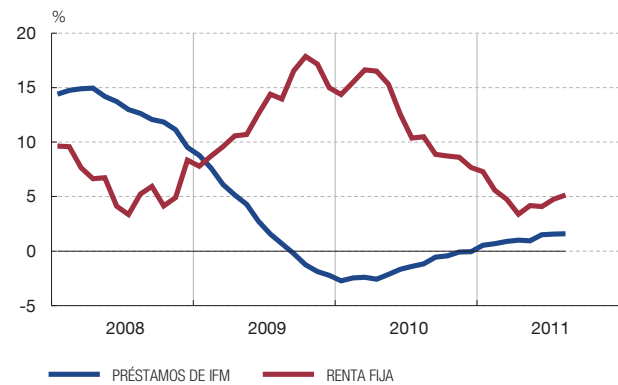
## AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS Y BALANZA DE PAGOS

GRÁFICO 11

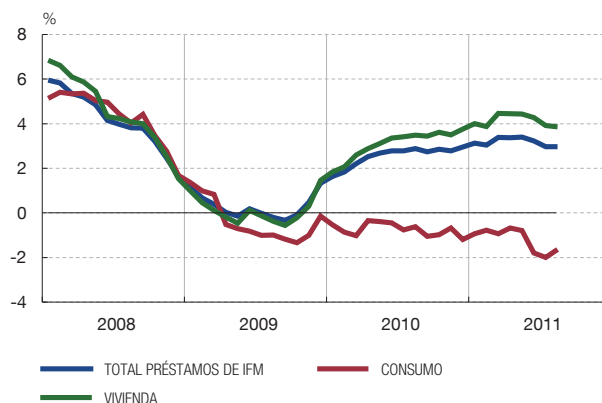
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanual



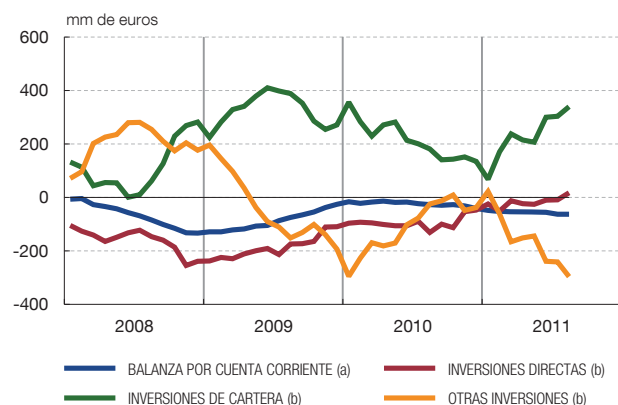
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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.

% del PIB

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

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

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

ajuste destinadas a cubrir las desviaciones presupuestarias que han surgido en algunas regiones y los riesgos que el empeoramiento de la situación económica hubiera podido generar. En concreto, para 2011 se aprobó un aumento transitorio de los impuestos sobre la renta y de sociedades, un incremento del IVA sobre el consumo de gas y electricidad, y una transferencia de los fondos de pensiones de los bancos privados a la Seguridad Social. Para los años siguientes (2012-2015) se contemplan una moderación salarial, reducciones del empleo en el sector público y un plan de privatizaciones. En Irlanda no se aprobaron medidas fiscales adicionales, pero, al igual que en el caso de Portugal, recibieron una valoración positiva por parte de la Troika (FMI, CE y BCE) en las respectivas revisiones trimestrales de la condicionalidad inherente a los programas de asistencia financiera.

En cambio, en el caso de Grecia la intensidad de la recesión económica (que ha provocado que los ingresos públicos disminuyan un 3,4 % en términos de caja hasta agosto, en contraste con el objetivo establecido de incremento anual del 5,6 %) y el retraso en la implementación efectiva de algunas de las medidas aprobadas de carácter más estructural, como las privatizaciones o la reducción del empleo público, llevaron a su Gobierno a reconocer la imposibilidad de cumplir con los compromisos adquiridos en materia presupuestaria para el año 2011. Además de las medidas de consolidación contenidas en la denominada «estrategia fiscal a medio plazo», con el objetivo de compensar estas desviaciones, el Gobierno

heleno presentó a finales de septiembre otro conjunto de propuestas de ajuste fiscal, que posteriormente se vieron ampliadas. Estas medidas comprenden el aumento del IVA en algunas partidas, como los restaurantes (desde el 13 % al 23 %), la introducción de un impuesto de solidaridad a todos los ciudadanos y de un impuesto extraordinario sobre los propietarios de viviendas de gran valor, además de una reducción adicional de los salarios del sector público, recortes de las pensiones en determinados tramos y un nuevo plan de reformas estructurales y privatizaciones. A mediados de octubre, la Troika informó favorablemente sobre la concesión del sexto tramo de ayuda correspondiente al plan de asistencia acordado en mayo de 2010. Asimismo, la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno avanzó en los detalles del segundo programa de asistencia financiera, que consiste en la aportación de 100 mm de euros adicionales de financiación oficial y en una ampliación de la participación del sector privado acordada el 21 de julio, que trata de reconducir la senda de deuda pública de esta economía hasta alcanzar un 120 % del PIB en 2012.

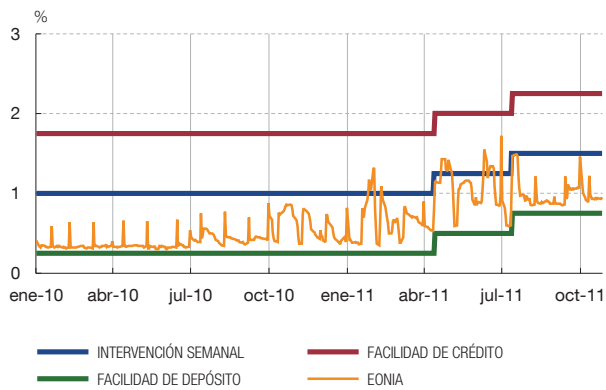
En conjunto, la implementación de medidas adicionales de consolidación fiscal en algunos países ha frenado el deterioro que venían registrando las finanzas públicas de la zona del euro, aunque todavía existe mucha incertidumbre en torno al impacto sobre las cuentas públicas del empeoramiento del escenario macroeconómico y sobre los efectos finales de estas medidas. En este sentido, los países que en el pasado registraron un mayor deterioro de sus cuentas públicas o que presentan niveles de endeudamiento elevados deben seguir avanzando en su proceso de consolidación en los presupuestos para el 2012, todavía en fase de elaboración, introduciendo una estrategia bien especificada y creíble, que ponga un mayor énfasis en el recorte del gasto. Los países que han registrado una evolución económica menos adversa y que presentan unas cuentas públicas más saneadas disponen de un margen mayor para establecer políticas fiscales anticíclicas en un entorno de deterioro económico global.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

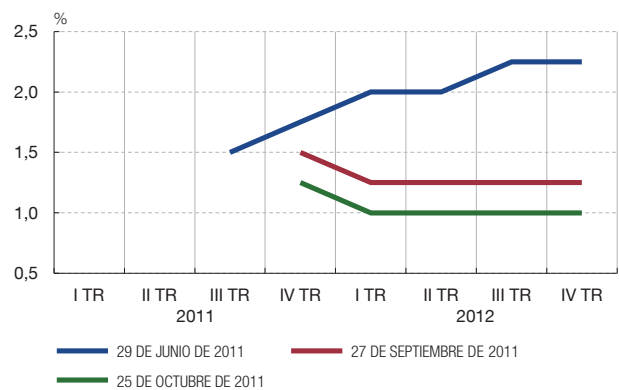
Las turbulencias financieras se relajaron ligeramente tras el acuerdo alcanzado el 21 de julio en la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro, en la que se aprobaron el segundo programa de rescate a Grecia y la flexibilización de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, pero volvieron a resurgir con virulencia desde comienzos de agosto. El recrudecimiento respondió, entre otros factores, al deterioro de la situación en Grecia, la lentitud en la implementación de los acuerdos del 21 de julio y las dudas sobre la suficiencia de los compromisos financieros asumidos por los Gobiernos. Todo ello afectó a la confianza de los agentes en un momento especialmente complicado, en el que la recuperación económica perdía intensidad y el margen de maniobra para adoptar políticas de expansión de la demanda por parte de la mayoría de los Gobiernos era, y es, muy reducido. De este modo, la crisis de deuda soberana en el área del euro se extendió más allá de los países bajo programa, hasta afectar a economías de un mayor tamaño, como Italia y España (e, incluso, Francia), y generó un deterioro de las condiciones de financiación del sistema bancario (véase recuadro 2).

La ausencia de tensiones inflacionistas significativas y el mantenimiento de las expectativas de inflación a medio plazo en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios propiciaron que el Consejo de Gobierno del BCE decidiera dejar inalterados los tipos de interés oficiales, en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre, en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación y en el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, para las facilidades de crédito y de depósito (véase gráfico 12). No obstante, el impacto de las turbulencias financieras sobre el funcionamiento de algunos mercados llevó al Consejo del BCE a recuperar diversas medidas no convencionales para garantizar un nivel adecuado de liquidez. Así, en agosto, el Consejo reactivó el Programa del mercado de

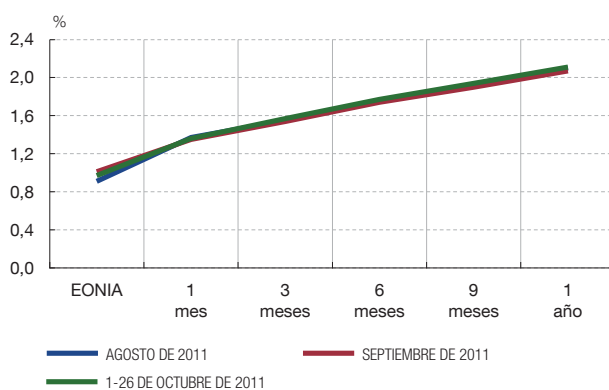
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



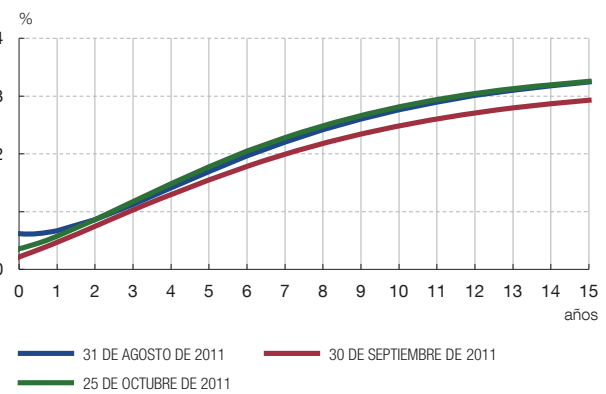
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



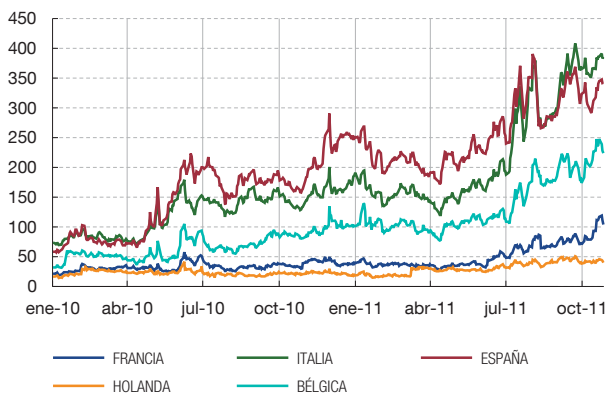
MERCADO INTERBANCARIO



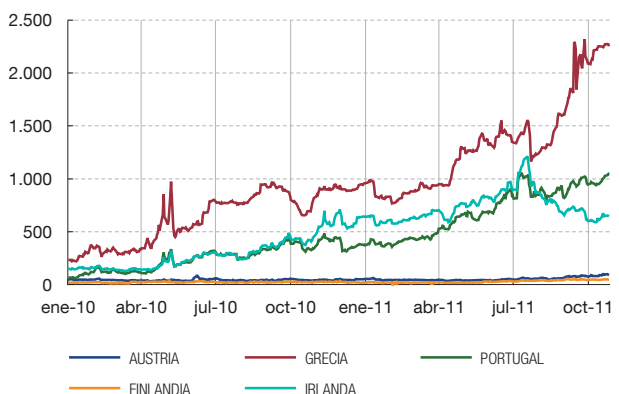
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

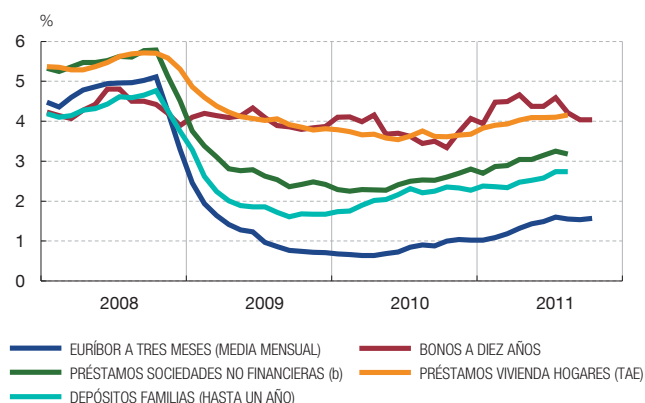


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

valores, reforzó la provisión de liquidez en dólares —en coordinación con otros bancos centrales— y llevó a cabo una operación de financiación complementaria a seis meses en euros. Asimismo, se prorrogó, en agosto y de nuevo en octubre, la vigencia del procedimiento de subasta a tipo fijo y adjudicación plena en todas sus operaciones, quedando establecido hasta mediados de 2012. También en octubre, se anunciaron dos operaciones complementarias más a doce y a trece meses, que se habrán de realizar en ese mes y en

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



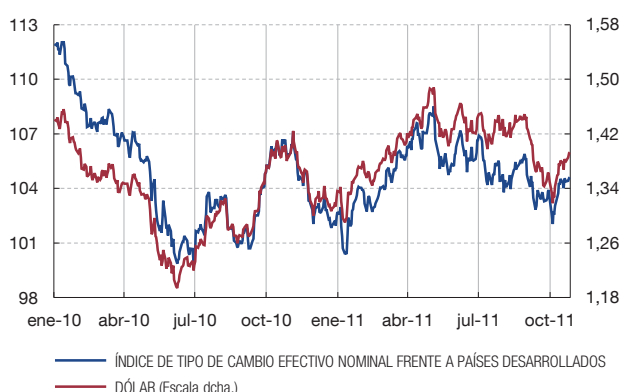
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

diciembre, respectivamente, y se creó un nuevo programa de adquisición de bonos bancarios garantizados (*covered bonds*), entre los que se incluyen las cédulas españolas, dotado con 40 mm de euros, que se ejecutará entre noviembre de 2011 y octubre de 2012. Finalmente, el Consejo destacó la interrelación entre los problemas derivados del deterioro del riesgo soberano y la situación del sector bancario, enfatizando la necesidad de que los bancos refuercen sus balances y se recapitalicen. Para ello, cuando sea necesario, podrán obtener financiación de los Gobiernos, que, a su vez, tras la reforma operativa aprobada en julio, tendrán la posibilidad de acudir a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera para obtener préstamos con esa finalidad.

Los tipos de interés del mercado interbancario se mantuvieron en general relativamente estables entre julio y septiembre (véase gráfico 13). El EONIA y los euríbor a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en el entorno del 0,9 %, el 1,6 % y el 2,1 % en octubre. Por el contrario, la rentabilidad de las operaciones con garantía —*repo*— registró un descenso, que reflejaría las expectativas de bajadas futuras de los tipos de interés oficiales, que no se trasladó al euríbor por el recrudescimiento de las tensiones financieras. De este modo, el diferencial entre ambos aumentó intensamente hasta alcanzar los 158 pb a finales de septiembre, si bien se ha moderado ligeramente en octubre. En los mercados de deuda

pública, el tipo de interés del bono alemán siguió reduciéndose hasta situarse por debajo del 1,7 % en septiembre, por su percepción como activo refugio —si bien se incrementó posteriormente—, mientras que los restantes países se vieron afectados en mayor o menor medida por las turbulencias. Entre los países sujetos a programa de asistencia, Grecia fue el que experimentó un mayor aumento desde julio en el diferencial de rentabilidad de sus bonos soberanos frente al *Bund* alemán a diez años —de más de 900 pb—, hasta sobrepasar los 2.200 pb en octubre, mientras que el de Portugal subió 197 pb y el de Irlanda se redujo significativamente —en 257 pb—. En España y en Italia el diferencial volvió a elevarse, aunque con mayor intensidad en el segundo caso, de modo que el italiano se situó por encima del español por primera vez desde el inicio de las tensiones (véase gráfico 12). Asimismo, Bélgica y Francia registraron un incremento de su diferencial de 110 pb y 54 pb, respectivamente, a lo largo de este período. Por último, desde principios de agosto el tipo de la deuda en Estados Unidos se contrajo en mayor medida que el tipo equivalente en Alemania, lo que hizo que prácticamente se haya cerrado el diferencial positivo entre ambos.

En relación con la financiación del sector privado, el saldo de las emisiones de deuda de las empresas no financieras volvió a aumentar en julio, aunque todavía a una tasa moderada, del 4,8 % interanual. Los préstamos bancarios a sociedades y a hogares no registraron cambios significativos en su ritmo de crecimiento durante el trimestre, situándose la tasa interanual en junio en el 1,6 % y el 3 %, respectivamente. En cambio, la financiación destinada al consumo moderó su retroceso en agosto, hasta alcanzar el -1,6 % interanual. En este contexto, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y sociedades se endurecieron en el tercer trimestre. Por su parte, las entidades percibieron un nuevo retroceso de la demanda de préstamos de sociedades no financieras, mientras que la de hogares experimentó una ligera mejoría.

En lo que respecta al coste de la financiación, las primas de riesgo experimentaron un fuerte ascenso, de manera particular en los títulos del sector financiero y en los países más afectados por la crisis de la deuda soberana. En relación con el crédito, el coste de los préstamos bancarios concedidos al sector privado continuó su tendencia alcista, situándose el tipo de nuevas operaciones de préstamo a sociedades no financieras en el 3,2 % en julio.

Las tensiones financieras también se trasladaron a los mercados bursátiles, que experimentaron un claro empeoramiento hasta finales de septiembre, si bien recuperaron parte de las pérdidas en octubre. Así, el índice EUROSTOXX 50 acumula un retroceso desde finales de julio de alrededor del 13 %, y el sector bancario, superior al 27 %.

El tipo de cambio del euro tampoco fue ajeno a las turbulencias de los mercados financieros en el área y la pérdida de confianza de los inversores se tradujo en una depreciación en el tercer trimestre del 3 % en términos efectivos nominales y del 6,6 % frente al dólar (véase gráfico 13), en un contexto de elevada volatilidad, tendencia que fue parcialmente corregida en octubre. Por último, el agregado monetario M3 incrementó su crecimiento, hasta alcanzar una tasa del 2,8 % interanual en agosto, debido a la aceleración de los instrumentos negociables.



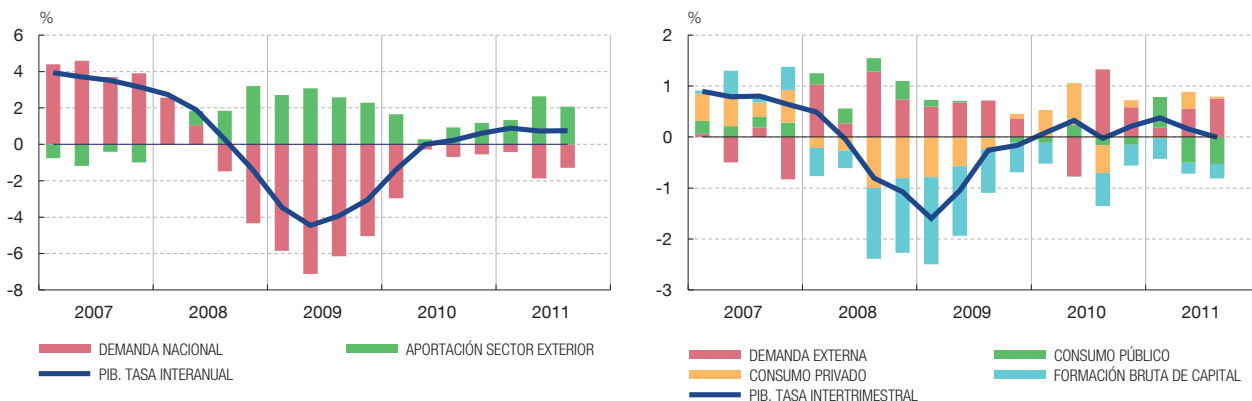
## 4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con la información disponible, se estima que la actividad económica se estancó en el tercer trimestre, con un crecimiento intertrimestral nulo del PIB (véase gráfico 14). La demanda nacional disminuyó con más intensidad que en el período de abril-junio, con una caída del 0,7 % en términos intertrimestrales, lastrada por la contracción de la inversión en construcción y por el intenso descenso del consumo público. En cambio, la demanda exterior neta amplió su contribución positiva al crecimiento del PIB, con una aportación de 0,8 pp, dos décimas más que en el trimestre anterior, gracias al empuje de las exportaciones de bienes y de turismo. En términos interanuales, el producto creció un 0,7 % en el tercer trimestre de 2011, igual que en el segundo. Estas estimaciones deben considerarse con mayor cautela de lo habitual por las diferencias estadísticas que puedan surgir debido al cambio de la Contabilidad Nacional a la base 2008, en la que el INE elaborará sus estimaciones del PIB del tercer trimestre.

El empleo disminuyó en el tercer trimestre más que en el período anterior, un 1,8 % interanual. Dada la evolución estimada del producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo alto, en torno al 2,5 %. Por el lado de los costes, se estima que la remuneración por asalariado del conjunto de la economía mantuvo un incremento modesto, de modo que los costes laborales unitarios siguieron cayendo en términos de su tasa interanual. Finalmente, en el tercer trimestre se moderó la tendencia descendente que venían registrando los precios de consumo en los meses anteriores. La tasa de variación interanual del IPC en septiembre se situó en el 3,1 %, apenas una décima por debajo del nivel de junio, y el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— se mantuvo en el 1,7 % al final del trimestre. En los próximos meses se espera que continúe la trayectoria de desaceleración de los precios, a medida que desaparezcan los efectos de comparación provocados por el alza de precios del petróleo del pasado otoño y por la subida de la imposición sobre el tabaco de diciembre de 2010.

### 4.1 Demanda

En el tercer trimestre de 2011, el consumo privado mostró cierta atonía, con un crecimiento intertrimestral modesto, del 0,1 % (véase gráfico 15). Esta debilidad se explica por la existencia de un contexto poco propicio para el gasto de los hogares, dada la desfavorable evolución del mercado laboral, unas condiciones crediticias relativamente restrictivas, la disminución del valor de la riqueza y la pérdida de poder adquisitivo por el mantenimiento de unas tasas de inflación todavía elevadas. Por componentes, en el tercer trimestre se observó una cierta recuperación de las adquisiciones de automóviles por parte de particulares, en términos de su tasa intertrimestral, mientras que las compras de otros bienes de consumo duradero retrocedieron. Los indicadores sobre el consumo de servicios fueron positivos, si bien muy probablemente reflejan más el dinamismo del turismo extranjero que decisiones de gasto de los residentes. Por su parte, los indicadores cualitativos, como los índices de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas de la Comisión Europea, se mantuvieron estables en el promedio trimestral, aunque con un deterioro significativo a lo largo del trimestre, posiblemente relacionado con la agudización de la crisis de la deuda soberana en los meses de verano. El consumo experimentó una recuperación significativa en términos interanuales, al utilizarse como término de comparación el tercer trimestre de 2010, cuando se registró una notable debilidad del consumo como consecuencia de la subida de los tipos del IVA en julio de ese año.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

La renta de las familias atenuó su ritmo de caída hasta el  $-0,1\%$  interanual en el segundo trimestre, de acuerdo con los datos acumulados de cuatro trimestres de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Esta estabilización de los ingresos de las familias fue el resultado de un menor descenso de la remuneración de los asalariados y de un mayor 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. Las familias volvieron a mantener un ritmo de crecimiento del consumo superior al de la renta, de modo que la tasa de ahorro continuó descendiendo, situándose en el  $12,8\%$  de la renta disponible con datos acumulados de cuatro trimestres,  $1,1$  pp por debajo de la ratio observada en 2010. Debe destacarse que los datos de las cuentas no financieras de los sectores correspondientes al segundo trimestre de 2011 se han publicado ya en consonancia con la Contabilidad Nacional referida a la nueva base 2008, lo que ha supuesto algunas revisiones de las series históricas (véase recuadro 4). En el caso de la tasa de ahorro de las familias, la ratio se ha revisado al alza en torno a  $1$  pp en los últimos trimestres.

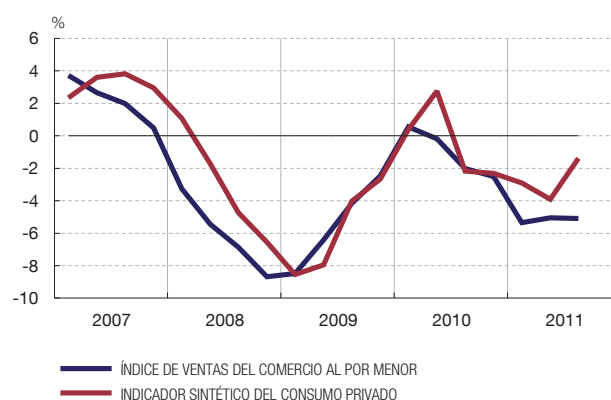
Por su parte, la inversión de bienes de equipo mantuvo en el tercer trimestre un ligero crecimiento, del  $0,6\%$  en términos intertrimestrales, al tiempo que la tasa interanual se incrementó hasta el  $2,1\%$ , frente a la caída del  $3,7\%$  del segundo trimestre (véase gráfico 16). La producción industrial de este tipo de bienes aumentó en julio y agosto, si bien se estima que una parte se destinó a exportaciones. Las matriculaciones de vehículos de carga también mostraron un buen comportamiento en el conjunto del trimestre. Hacia el futuro, es importante resaltar el deterioro de la confianza de los empresarios —tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo—, que podría reflejarse en un empeoramiento de la inversión empresarial en los próximos trimestres. En este mismo sentido, la utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera disminuyó, tras varios trimestres de suaves aumentos, lo que augura una cierta ralentización en el ritmo de recuperación de la inversión.

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 segundo trimestre de 2011, hasta alcanzar un  $1,5\%$  del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (casi  $1$  pp más que en 2010). Esta mejora se apoyó en una expansión del excedente empresarial que se habría destinado preferentemente a sanear los balances de las empresas y a fortalecer la capacidad de autofinanciación ante el endurecimiento de las condiciones de financiación.

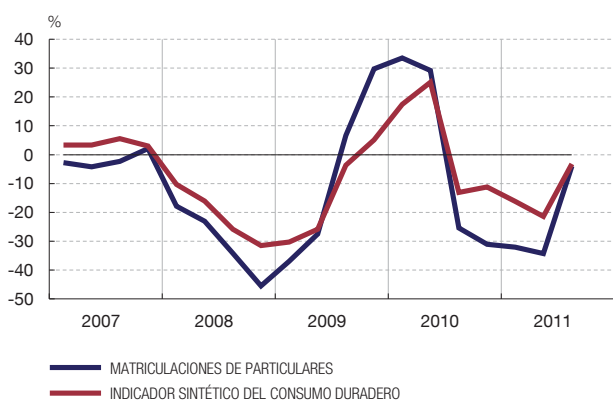
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



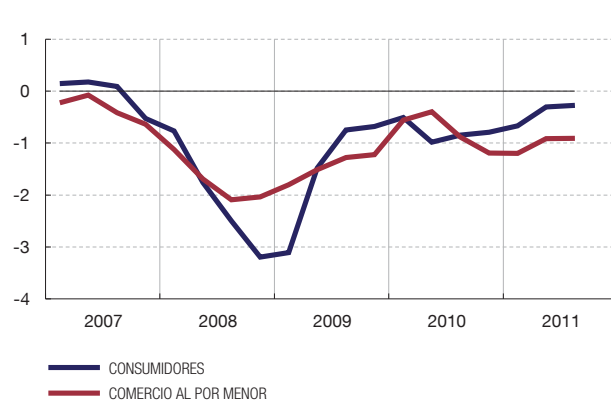
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



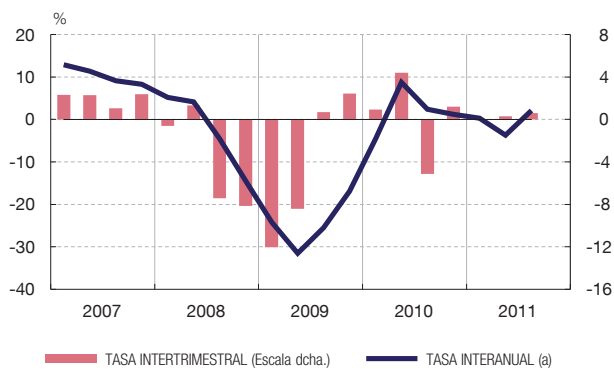
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

- 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).

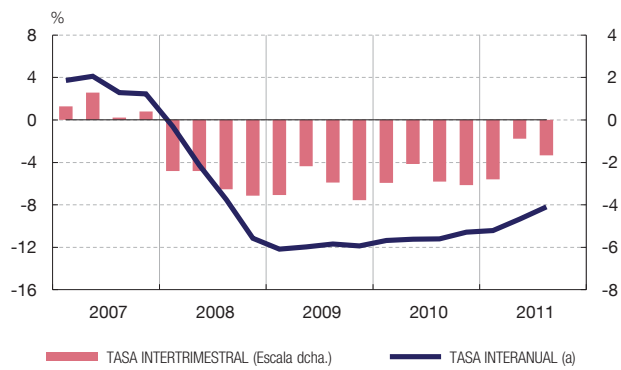
La inversión en construcción mantuvo la tónica contractiva que ha venido presentando en los últimos trimestres, que incluso pudo intensificarse en alguna medida en el tercero, dada la combinación de los procesos de ajuste en el segmento residencial y de consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos tanto a la utilización de consumos intermedios como al empleo presentaron retrocesos intertrimestrales más intensos que los del segundo trimestre. Asimismo, durante el período de julio-septiembre se agudizó la percepción negativa de los empresarios del sector, a tenor del indicador de opinión obtenido a partir de las encuestas de la Comisión Europea, que en septiembre alcanzó su nivel mínimo desde 1990.

Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial continuó disminuyendo a un ritmo intertrimestral similar al del período de abril-junio, aunque este proceso debería atenuarse en los próximos trimestres a medida que la brecha entre viviendas terminadas e iniciadas se reduzca. Por el lado de la demanda de activos residenciales, las transmisiones de viviendas nuevas del segundo trimestre fueron algo superiores a las del primero, aunque en términos acumulados de cuatro trimestres esto no modifica la trayectoria de descenso que vienen mostrando. Por su parte, la superficie visada en edificación

BIENES DE EQUIPO



CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN



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

no residencial continuó registrando una fuerte contracción hasta julio, al igual que la licitación oficial de obra civil.

Por último, se estima que el gasto público de las AAPP se contrajo sustancialmente en el tercer trimestre, tanto en el componente de consumo final como en la inversión, en línea con los planes de austeridad presupuestaria. El retroceso del consumo público estaría reflejando el recorte del empleo público y, sobre todo, de las compras netas, de acuerdo con la información disponible sobre la ejecución presupuestaria del Estado.

De acuerdo con la última información disponible sobre la demanda exterior neta, su aportación al crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,8 pp, dos décimas más que en el trimestre anterior, mientras que en términos interanuales la contribución se redujo, aunque siguió siendo elevada (2,1 pp). Este comportamiento refleja el avance de las exportaciones, mientras que las importaciones atenuaron su ritmo de caída intertrimestral (véase gráfico 17). Las ventas al exterior continuaron apoyándose en el crecimiento del comercio internacional y en las ganancias de competitividad-coste acumuladas en los últimos años, si bien las perspectivas para el último tramo del año han empeorado por la desaceleración de la economía mundial. El aumento de las exportaciones supuso que la cuota de participación de los bienes españoles en los mercados mundiales se ampliara en el primer semestre de 2011.

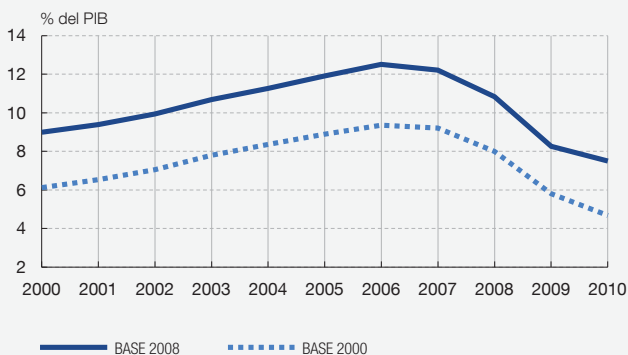
El Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó el pasado 14 de octubre las nuevas estimaciones correspondientes a la Contabilidad Nacional de España, base 2008 (CNE 2008), que se encuadran dentro de las actualizaciones periódicas que se realizan para que las cuentas nacionales ofrezcan una estimación precisa de la realidad económica. Dichas cuentas siguen rigiéndose por los principios y normas del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de 1995 (SEC 95). En esta ocasión, la revisión de la CNE conlleva modificaciones de carácter metodológico que están motivadas por la adopción de las nuevas clasificaciones de actividades y productos. Además, se han introducido cambios estadísticos derivados de modificaciones en las fuentes estadísticas o en los procedimientos de estimación, como suele ser habitual con los cambios de base<sup>1</sup>. La adaptación a las nuevas clasificaciones de actividades y de productos se realiza en todos los Estados miembros de la Unión Europea, en aplicación de un reglamento de la Comisión aprobado en 2010. En el caso español, este proceso de adaptación se va a realizar de forma progresiva, durante los meses de octubre a noviembre de 2011. Por el momento, el INE ha

publicado las cuentas anuales de los principales agregados macroeconómicos, referidas a la base 2008, así como las cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales. Finalmente, debe señalarse que también parte de los cambios introducidos en las series históricas, especialmente de los últimos años, responden a las revisiones que se realizan habitualmente una vez al año (normalmente en agosto), cuando se dispone de nuevas encuestas estructurales de ejercicios anteriores, revisión que, en el caso de 2011, no se había producido todavía.

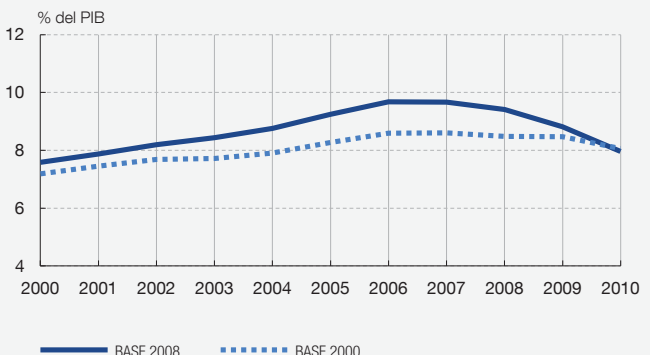
La adopción de las nuevas clasificaciones de actividades (CNAE 2009) y de productos (CPA 2008) implica un mayor desglose por ramas de actividad, que afecta, principalmente, a las ramas de los servicios. No obstante, no existe una correspondencia directa entre la antigua clasificación y la nueva, ya que, por ejemplo, las actividades inmobiliarias, encuadradas antes en la rama de servicios de mercado, se distribuyen ahora entre la rama de construcción —que incorpora la parte correspondiente a promoción y servicios jurídicos relacionados— y la nueva de actividades inmobiliarias, que incluye, entre otras, la actividad de las agencias inmobiliarias. Otro cambio relevante es que la nueva clasificación hace abstracción de la condición de mercado o no de mercado de una determinada actividad. Por tanto, desaparece la

1 Un mayor detalle de estos cambios puede encontrarse en Instituto Nacional de Estadística, *Contabilidad Nacional de España Base 2008. Características metodológicas*, octubre de 2011.

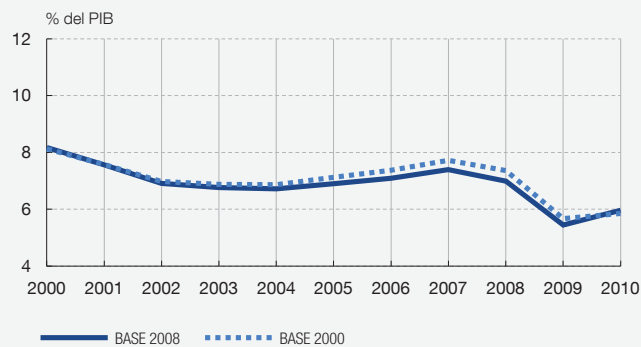
VIVIENDAS



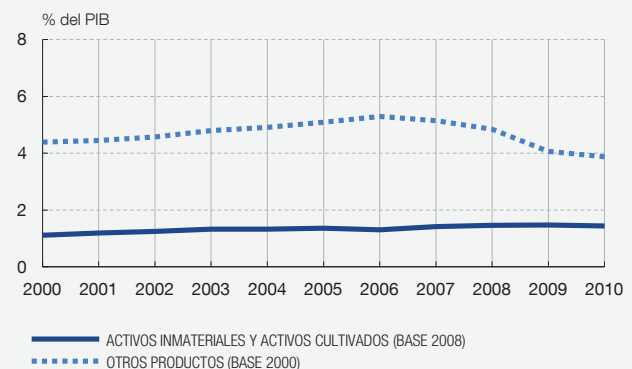
OTROS EDIFICIOS Y CONSTRUCCIONES



TRANSPORTE, MAQUINARIA Y BIENES DE EQUIPO



RESTO DE FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

rama de servicios de no mercado, que incluía la actividad de las AAPP, la cual se engloba ahora en una nueva rama —Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria; educación, y actividades sanitarias y de servicios sociales—, que incluye las actividades de este tipo desarrolladas tanto por agentes públicos como privados. Como consecuencia de todo ello, en el caso de la contabilidad trimestral, se pasa de las seis ramas que había hasta ahora a once en la nueva CNE 2008.

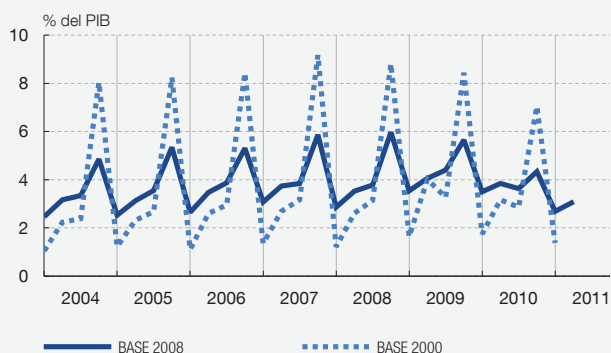
La introducción de las nuevas clasificaciones determina, además, que el desglose de la formación bruta de capital fijo, que antes se detallaba por productos —bienes de equipo, construcción y otros productos—, pase a realizarse atendiendo al tipo de activos, de modo que, por ejemplo, los bienes de equipo incorporados a una casa se incluirían en la inversión en vivienda. En la base 2008 se distingue, en un primer nivel, entre activos materiales y activos inmateriales (principalmente, *software*). A su vez, los activos materiales se clasifican en: viviendas, otros edificios y construcciones, material de transporte, otra maquinaria y bienes de equipo, y activos cultivados. Como ocurre con la clasificación por ramas de actividad, no existe una correspondencia directa entre la antigua y la nueva categorización, aunque la denominación de los activos resulta aparentemente similar<sup>2</sup>. Esta nueva clasificación de la formación bruta de capital constituye el cambio de mayor importancia cuantitativa de los que conlleva la CNE 2008, pues implica una redistribución de los componentes de la inversión, que afecta a sus valores nominales y reales a lo largo de toda la serie temporal, así como a su peso en el PIB (véase gráfico 1). En particular, se incrementa el peso de la inversión en vivienda en el PIB, entre 2 pp y 3 pp, y, en menor medida, el de otros edificios y construcciones. El antiguo componente de bienes de equipo mantiene, en cambio, una participación en el PIB similar a la de material de transporte, maquinaria y bienes de equipo, que es la categoría más parecida en la CNE 2008.

2 Así, la nueva definición de inversión en viviendas incorpora, además del valor de este tipo de edificios, los gastos de promoción inmobiliaria, notarías y otros gastos jurídicos ligados a la adquisición de este activo, que, anteriormente, se incluían como inversión en otros productos.

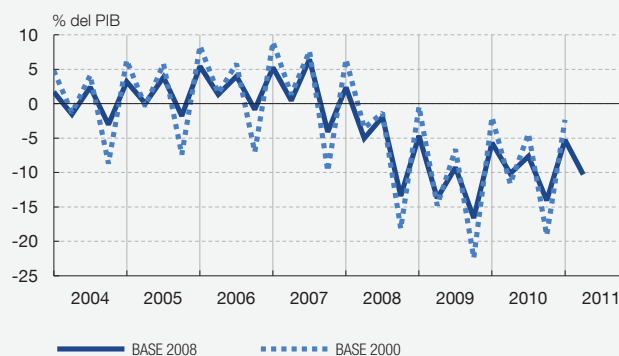
Entre los cambios de carácter estadístico, los más destacados son los que afectan a las cuentas de las AAPP. El primero se refiere a la distribución temporal de la formación bruta de capital a lo largo del año. En la base 2000, esta se registraba en el momento en que se reconocía la obligación de gasto por las AAPP, que, en su mayor parte, ocurría en el cuarto trimestre de cada año. En la nueva base 2008 se han acercado los datos de la contabilidad a la evolución económica real, suavizando la amplitud del patrón intraanual de la formación bruta de capital de este sector (véase el gráfico 2) y también la del sector de sociedades no financieras, en cuya cuenta de capital se anotaba la inversión hasta que los agentes públicos reconocían la obligación de pago por el gasto realizado. Un segundo aspecto que se ha modificado en la CNE 2008 se refiere al momento de registro de los impuestos, que se aproxima en mayor medida al de devengo económico. En la antigua base, los ingresos por impuestos de las AAPP se registraban en el momento en el que presupuestariamente se reconocía la obligación del pago por parte de los contribuyentes. En la CNE 2008 se ha realizado una corrección temporal para aproximarse al período de devengo económico. Estos cambios afectan a la necesidad de financiación de las AAPP, cuyo patrón estacional dentro de cada año se ha suavizado en comparación con la base anterior (véase gráfico 2, panel derecho).

El efecto que han tenido todos estos cambios sobre la tasa de variación del PIB en términos reales ha sido mínimo (véase cuadro 1). Asimismo, la mayor parte de los agregados macroeconómicos, salvo los relativos a la inversión, han registrado revisiones muy pequeñas de sus tasas de crecimiento en el período de 2000-2008, mientras que en los dos últimos años los cambios han sido más significativos. Así, la variación del consumo privado se ha revisado a la baja en 2009 y 2010, mientras que el crecimiento del consumo público resulta más elevado con la nueva base. En cuanto a la formación bruta de capital, se han revisado al alza las tasas de la inversión en maquinaria y material de transporte, así como de la inversión en vivienda, que retrocede en menor medida que en la CNE 2000. Por el contrario, el resto de edificios y construcciones experimenta ahora una contracción más acusada. Por su parte, la aportación neta de la demanda externa

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DE LAS AAPP



CAPACIDAD (+) /NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS AAPP



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

se mantiene sin apenas cambios, con unas tasas de avance más elevadas tanto de las exportaciones como de las importaciones. También se han modificado ligeramente los desequilibrios entre ahorro e inversión de los distintos sectores de la economía. La tasa de ahorro de las familias se ha elevado en los últimos años y

en 2010 se situó casi un punto porcentual por encima del valor que tenía con la antigua base. En cuanto a los precios, el deflactor del consumo privado y el del PIB se han revisado a la baja en 2009 y 2010, de forma que el PIB nominal es ahora inferior al estimado con anterioridad.

VARIACIONES EN VOLUMEN.

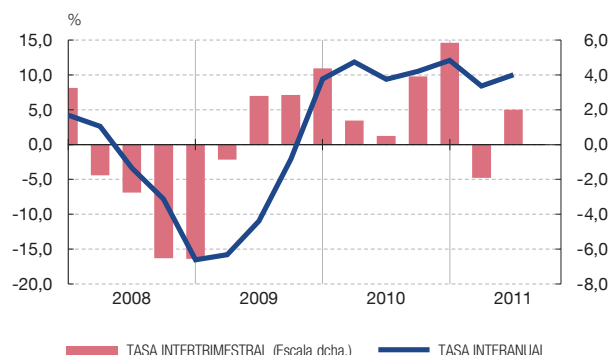
REVISIÓN DE LAS TASAS DE VARIACIÓN (BASE 2008 – BASE 2000)

|   | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|------|------|------|------|------|
| 1 Gasto en consumo final nacional   | 0,2  | -0,1 | 0,0  | 0,0  | -0,1 |
| 1.1 Gasto en consumo final nacional de los hogares e ISFLSH                 | 0,2  | -0,1 | 0,0  | -0,1 | -0,5 |
| 1.2 Gasto en consumo final de las AAPP                                      | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0,5  | 0,9  |
| 2 Formación bruta de capital  | -0,2 | -0,1 | 0,1  | -0,6 | 0,9  |
| 2.1 Transporte, maquinaria y bienes de equipo (Bienes de equipo, Base 2000) | -0,6 | -0,8 | -0,7 | 1,9  | 3,4  |
| 2.2 Construcción  | 0,7  | -0,8 | 0,1  | -3,4 | 0,9  |
| Viviendas   | 0,4  | -1,0 | 1,7  | 2,4  | 6,9  |
| Otros edificios y construcciones  | 1,0  | -0,4 | -0,8 | -7,6 | -3,2 |
| 2.3 Activos inmateriales y activos cultivados (Otros productos, Base 2000)  | -4,4 | 11,3 | 7,6  | 13,5 | 3,8  |
| 3 DEMANDA NACIONAL (1 + 2)  | 0,1  | -0,1 | 0,0  | -0,1 | 0,2  |
| 4 Exportaciones de bienes y servicios                                       | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 1,2  | 3,2  |
| 4.1 Bienes  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 1,6  | 0,4  |
| 4.2 Servicios   | 0,0  | 0,0  | 0,2  | 0,2  | 8,4  |
| 5 Importaciones de bienes y servicios                                       | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0,6  | 3,4  |
| 5.1 Bienes  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,5  | 5,1  |
| 5.2 Servicios   | 0,0  | 0,0  | 0,4  | 0,6  | -1,9 |
| Aportación de la demanda exterior neta                                      | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,1  | -0,1 |
| 6 PRODUCTO INTERIOR BRUTO   | 0,1  | -0,1 | 0,0  | 0,0  | 0,1  |
| PRO MEMORIA   |      |      |      |      |      |
| Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)      | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,4  | -0,1 |
| Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)       | 0,4  | 0,0  | -0,3 | 0,0  | -0,1 |
| Tasa de ahorro de los hogares   | -0,9 | -0,3 | 0,1  | 0,5  | 0,8  |
| Deflactor del PIB   | 0,0  | -0,1 | 0,0  | -0,5 | -0,6 |
| Deflactor del consumo privado   | 0,1  | -0,1 | 0,0  | -1,3 | -0,4 |
| Empleo total (puestos de trabajo equivalente)                               | 0,2  | 0,1  | 0,3  | 0,2  | -0,3 |
| Remuneración por asalariado   | -0,2 | -0,1 | -0,3 | 0,2  | -0,7 |
| Coste laboral unitario  | 0,0  | 0,1  | 0,0  | 0,4  | -1,0 |

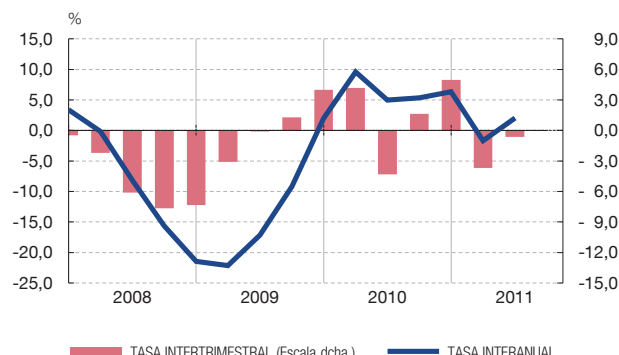
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Según los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes crecieron en el período de julio-agosto un 12,6 % en términos interanuales, tasa superior a la registrada en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 17). Por grupos de productos, el dinamismo fue prácticamente generalizado, destacando el repunte de las ventas al exterior de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos. Las exportaciones de bienes de consumo se desaceleraron ligeramente, aunque las ventas de automóviles continuaron creciendo a un ritmo intenso. Por áreas geográficas, dentro de las exportaciones destinadas a la UE destacó el buen comportamiento de las dirigidas al Reino Unido, a

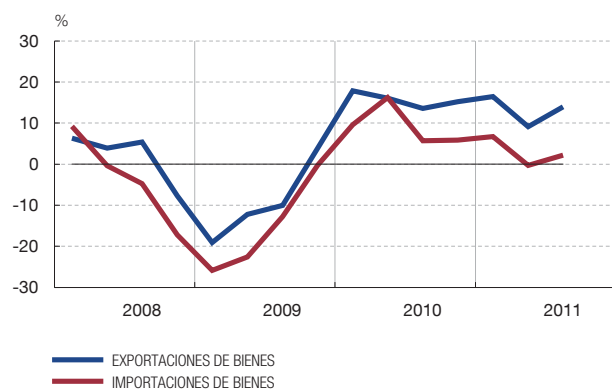
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



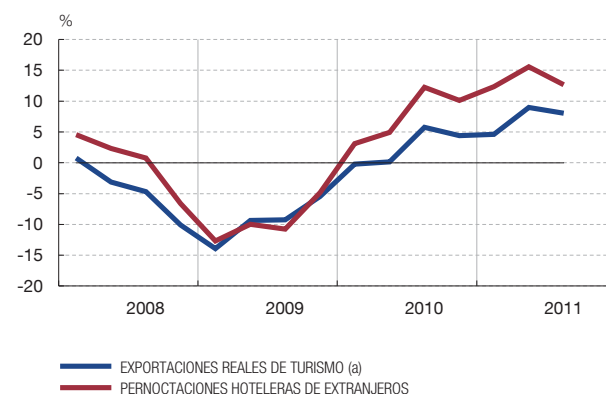
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



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.

los nuevos países de la ampliación europea y a Francia, mientras que se desaceleraron las destinadas a Portugal. En el resto del mundo, destaca el vigor de las ventas dirigidas a los países miembros de la OPEP y a Rusia.

En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información disponible señala el mantenimiento de un fuerte crecimiento en los meses de verano, según se desprende del dinamismo de las entradas de turistas y de las pernoctaciones hoteleras, que, en el conjunto del tercer trimestre, aumentaron a un ritmo interanual del 8,5% y 12,9%, respectivamente. La inestabilidad geopolítica en el Norte de África y Oriente Próximo está favoreciendo una recomposición de los flujos de turistas hacia España, con una recuperación del número de turistas británicos y un elevado dinamismo de las entradas de turistas holandeses, nórdicos y del este de Europa. En cuanto al gasto nominal de los turistas, los datos disponibles de julio y agosto de EGATUR muestran un incremento interanual del 8,7% en esos dos meses. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos moderaron ligeramente su senda de crecimiento interanual.

En la vertiente importadora, las compras al exterior, según los datos de Aduanas, cayeron en julio-agosto a un ritmo análogo al del segundo trimestre (un -0,5%). Por grupos



de productos, este retroceso se concentró en las compras de bienes de equipo y en las de bienes energéticos. Las importaciones de bienes de consumo y de bienes intermedios no energéticos prácticamente se estabilizaron en los niveles de un año antes. Dentro de las importaciones de bienes de consumo destacó el repunte de las compras al exterior de automóviles. Por último, las importaciones reales de servicios siguieron disminuyendo, con descensos tanto en las compras de servicios no turísticos como en los pagos por turismo.

#### 4.2 Producción y empleo

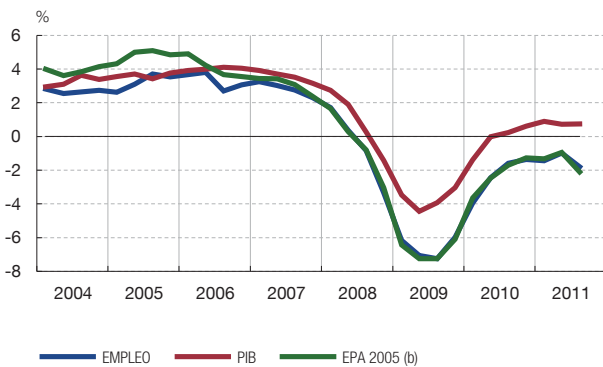
Durante el tercer trimestre del año, el valor añadido bruto de la economía de mercado experimentó un modesto avance en términos intertrimestrales, con una evolución divergente por ramas. La información disponible apunta hacia un ligero incremento en la rama de industria y energía en comparación con el trimestre anterior y a una tasa levemente positiva en el valor añadido de los servicios de mercado, mientras que la construcción habría agudizado su contracción (véase gráfico 18). Con todo, existen dudas sobre la continuidad de esta expansión de la industria y de los servicios de mercado en los próximos trimestres, dado el retroceso de las perspectivas de negocio que han mostrado recientemente los principales indicadores de opinión.

En el tercer trimestre se produjo una mejora de la actividad industrial, tras el retroceso del período anterior. Así, el índice de producción industrial aumentó en el período de julio-agosto; en particular, la producción de bienes de equipo y, en menor medida, la de bienes de consumo. Sin embargo, el número de afiliados a la Seguridad Social retrocedió de forma notable, señalando un mayor ajuste del empleo que de la actividad. También los indicadores cualitativos referentes al sector industrial mostraron un claro deterioro en este período. En concreto, el PMI de manufacturas disminuyó en el tercer trimestre, manteniéndose muy por debajo del nivel 50, valor que se interpreta como la frontera entre la contracción y la expansión. Este empeoramiento, que fue generalizado, pues afecta a la cartera de pedidos interiores y exteriores y a las perspectivas de empleo, sugiere que el repunte en la actividad industrial en el tercer trimestre podría ser transitorio, sin que se vislumbre a corto plazo una recuperación sostenida para este sector.

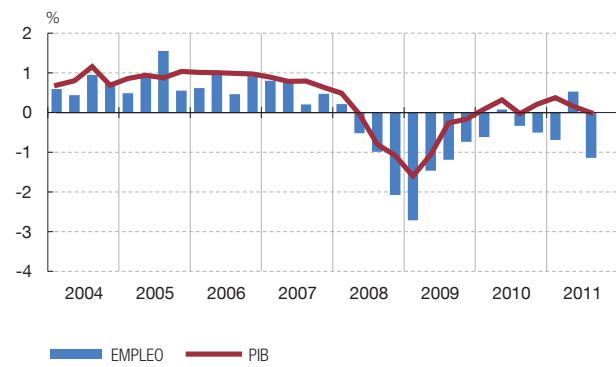
Los indicadores disponibles referentes a los servicios de mercado señalan un ligero avance intertrimestral del VAB de esta rama en el tercer trimestre de 2011. Tanto el índice de actividad del sector servicios como las ventas de grandes empresas, con información hasta agosto en ambos casos, recogen modestos crecimientos interanuales. Al igual que en el sector de manufacturas, en la rama de servicios se produjo un deterioro significativo de las perspectivas, tanto en los indicadores de opinión de la Comisión Europea como en las encuestas de los directores de compras. En concreto, el PMI de servicios cayó por debajo del umbral de 50, situándose en niveles de finales de 2009. Esta evolución desfavorable de la confianza del sector se extendió al empleo, de forma que, tras varios meses de tímidos avances, el número de afiliados del sector se estancó en el tercer trimestre.

En el mercado de trabajo, los indicadores mensuales mostraron una intensificación de la destrucción de empleo en el tercer trimestre. En concreto, los afiliados a la Seguridad Social experimentaron un descenso del 1,2 % con respecto al mismo período del año anterior, caída que fue dos décimas superior a la del segundo trimestre. En términos intertrimestrales, la afiliación retrocedió un 0,5 %, frente al descenso del 0,3 % de abril-junio. Por otra parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) mostró una gran atonía en el tercer trimestre, con un ritmo de crecimiento interanual del 0,2 %, tras el repunte del 3,1 % observado en el período precedente. Esta ralentización se debió tanto al menor dinamismo de los contratos temporales durante el verano de 2011

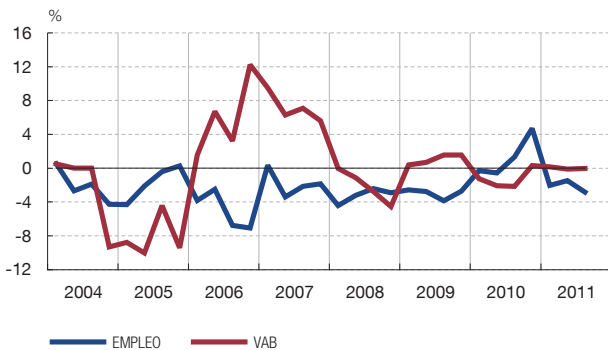
TOTAL ECONOMÍA



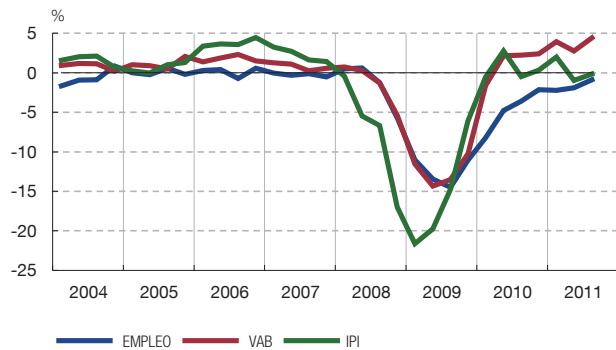
TOTAL ECONOMÍA (c)



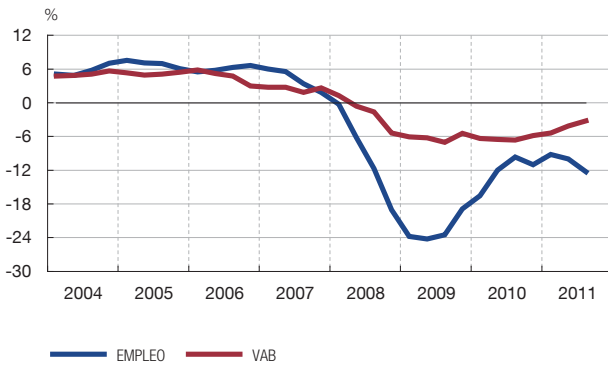
AGRICULTURA



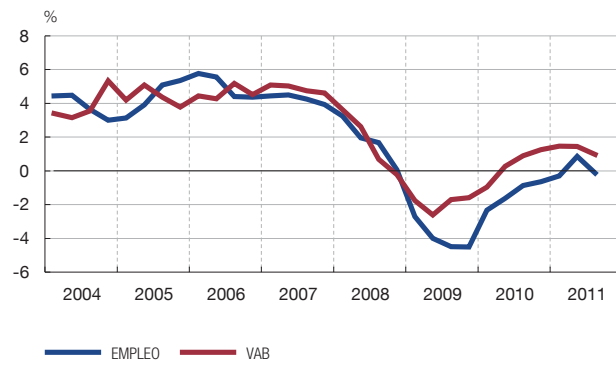
INDUSTRIA Y ENERGÍA



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 periodo 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.

como a la intensificación del retroceso de los indefinidos, impulsada en este período por una contracción de las conversiones, tras los avances observados desde finales de 2010. El peso de los indefinidos en el total de la contratación disminuyó, como es habitual en el verano, hasta el 6,9% en el tercer trimestre, cifra que se sitúa más de un punto por debajo de su nivel de hace un año.

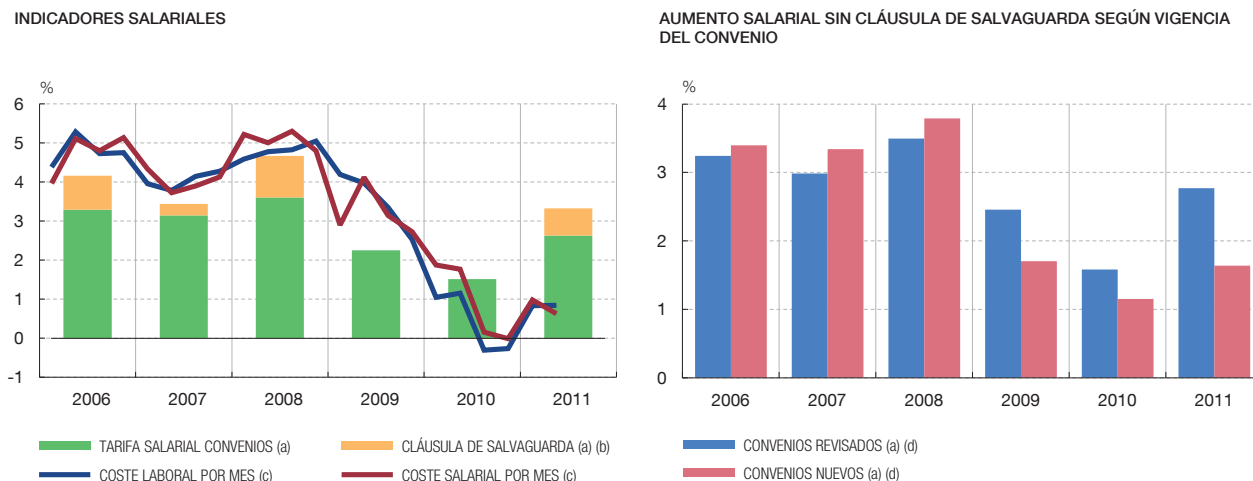
Por su parte, la EPA del tercer trimestre mostró una caída interanual del empleo del 2,1 %, lo que intensificó su ritmo de descenso en 1,2 pp respecto a la cifra del trimestre anterior. Con la excepción de la industria, las restantes ramas presentaron un comportamiento interanual peor que en el segundo trimestre, destacando el descenso interanual observado en los servicios. Este deterioro tuvo lugar tanto en las ramas de mercado, donde se interrumpió la creación de empleo de los últimos trimestres, como en las actividades de no mercado, que pasaron a mostrar un crecimiento interanual nulo. La intensificación en el ritmo de caída del empleo se produjo tanto en el colectivo de no asalariados (-3,8 %) como especialmente entre los asalariados, que empeoraron 1,3 pp hasta el -1,8 %. Por nacionalidad, la destrucción de puestos de trabajo también se trasladó a ambos colectivos, con un descenso del 8,6 % entre los ocupados extranjeros y del 1,1 % entre los de nacionalidad española. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales detuvieron su ritmo de avance en este trimestre, al tiempo que el colectivo con empleo indefinido intensificó en 1,1 pp su descenso interanual, hasta un 2,4 %. Como resultado, la ratio de temporalidad aumentó hasta el 26,0 %. Por último, la contratación a tiempo parcial moderó su ritmo de avance (hasta el 1,1 %), mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 2,6 %, nueve décimas más que en el trimestre previo. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 13,2 %, frente al 12,8 % de un año antes.

La población activa avanzó a un ritmo lento, similar al del trimestre anterior (0,1 %), en un entorno de crecimiento nulo de la población mayor de 16 años, por lo que la tasa de actividad se estabilizó en el 60,1 %. Atendiendo a la desagregación por sexos, la brecha entre las tasas de crecimiento de ambos colectivos se recortó unas décimas, ya que la población activa femenina creció un 1,6 %, pero cinco décimas menos que en el segundo trimestre, mientras que la población activa masculina se recortó un 1,2 %, ritmo de retroceso tres décimas inferior al del trimestre previo. Por nacionalidad, se intensificó el descenso tanto de la población como de los activos de nacionalidad extranjera. En el primer caso, el descenso fue del 2,3 % (-2 % en el trimestre anterior), mientras que en el segundo la caída interanual fue del 4 %, frente al -2,2 % del segundo trimestre del año. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron un 0,8 %, y su tasa de actividad repuntó ligeramente, hasta el 57,9 %.

Finalmente, el desempleo aumentó en 144.700 personas respecto al segundo trimestre de 2011, de forma que el número de parados se situó en 4.978.300 personas. En términos interanuales, el ritmo de avance interanual del paro más que se duplicó, hasta una tasa del 8,8 %. Por su parte, la tasa de paro repuntó fuertemente en el trimestre, hasta alcanzar el 21,5 % de la población activa, seis décimas peor que el trimestre anterior. De igual forma, los parados registrados en el SPEE intensificaron su ritmo de aumento interanual hasta el 4,6 %, quebrando, por el momento, la senda de moderación del crecimiento del desempleo que venía observándose desde la segunda mitad de 2009.

### 4.3 Costes y precios

Las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos hasta septiembre aumentaron un 2,6 % entre enero y septiembre, apenas una décima menos que el incremento acordado hasta junio. El avance de la negociación sigue siendo limitado, de modo que el número de trabajadores afectados hasta septiembre (5,1 millones) es la cifra más baja para este mes de los últimos quince años. Hay que tener en cuenta, no obstante, que casi todos los convenios registrados hasta la fecha corresponden a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores, en los que los incrementos de tarifas (del 2,8 %) están, en gran medida, referenciados al aumento interanual del IPC de diciembre de 2010, que fue del 3 %. Por su parte, el incremento de las tarifas en los convenios de



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

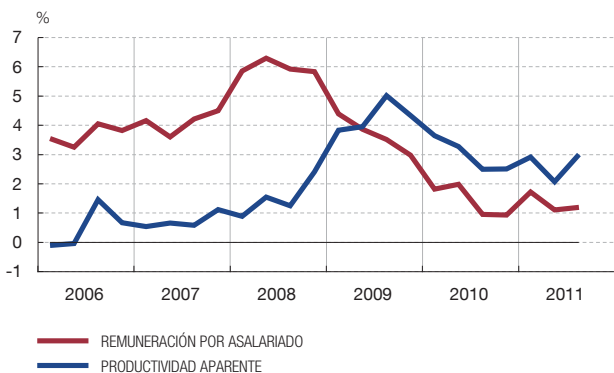
- a El último año, con información de convenios colectivos hasta septiembre de 2011.  
 b Cláusula de salvaguarda del año anterior.  
 c ETCL. Tasas de variación interanuales.  
 d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior 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.

nueva firma es el 1,6 %, en línea con el punto medio de la banda salarial recomendada por el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) de febrero de 2010 (véase panel derecho del gráfico 19). En la medida en que el avance de la negociación en los próximos meses se concentró en este segundo tipo de convenios, cabe esperar que el elevado crecimiento salarial medio pactado hasta la fecha se modere en el tramo final del año. A ello debería contribuir, además, la desaceleración de la inflación y quizá los efectos de la reforma relativa a la negociación colectiva aprobada el pasado mes de junio. Por otra parte, la estimación de la cláusula de salvaguarda respecto a la inflación del año 2010, que se cobra en el presente año, se mantiene en 0,7 pp. Esta evolución de las tarifas salariales contrasta con la mayor moderación que muestran otros indicadores, como la Encuesta Trimestral de Coste Salarial (ETCL), que en el segundo trimestre de 2011 experimentó un avance del 0,8 % interanual (véase panel izquierdo del gráfico 19). En el tercer trimestre de 2011 se prevé que el incremento interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se establezca en torno al 1 % (véase gráfico 20). Dado que se estima que la productividad aumentó en torno al 3 % interanual, los costes laborales unitarios habrían seguido descendiendo en el tercer trimestre a un ritmo significativo.

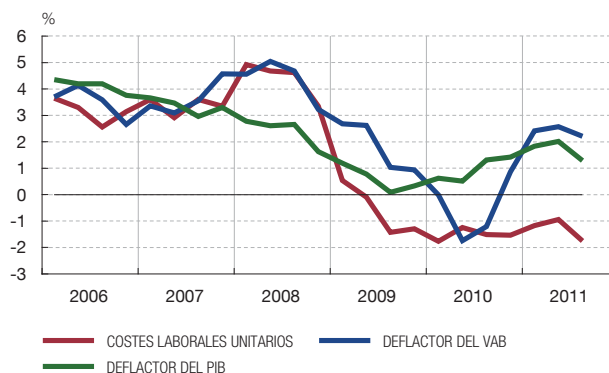
En el tercer trimestre de 2010, los deflatores de la mayor parte de los componentes de la demanda registraron crecimientos interanuales algo menores que en el segundo trimestre. La moderación de los ritmos de avance de los deflatores respondió en buena medida a la evolución de los precios de producción interior —medidos por el deflactor del PIB—, cuya tasa disminuyó tres décimas respecto al segundo trimestre, pero también a los precios de los bienes importados, que mostraron un crecimiento algo menos intenso.

Durante el tercer trimestre de 2011, los principales indicadores de precios de consumo moderaron la tendencia descendente que venían registrando en los meses anteriores. La tasa interanual del IPC en septiembre fue del 3,1 %, una décima por debajo de la cifra de junio (véase gráfico 21), mientras que la variación respecto al mismo mes del año anterior del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos

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.

no elaborados—se situó en el 1,7 %, la misma cifra que en junio. Esta estabilidad es el resultado de comportamientos diferenciados de sus principales componentes. Así, los precios de los alimentos elaborados se vieron impulsados en septiembre por el encarecimiento del tabaco, que compensó los descensos anteriores. Por el contrario, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron su ritmo de avance, del 0,9 % en junio al 0,5 % en septiembre, a pesar de los mayores precios de producción nacional e importada de este tipo de bienes, reflejando el agotamiento del efecto base de los aumentos del año pasado de los tipos del IVA. Los precios de los servicios se moderaron igualmente por este motivo, alcanzando una variación del 1,6 % en septiembre, tres décimas por debajo de la tasa de junio. El componente energético incrementó en cinco décimas su crecimiento interanual respecto a junio, acusando la depreciación del euro frente al dólar, que encareció el petróleo en euros. Por el contrario, los precios de los alimentos no elaborados redujeron su ritmo de avance durante el trimestre.

La estabilidad de la inflación en España —medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— contrastó con el repunte en el área del euro, con lo que el diferencial en septiembre se redujo en tres décimas respecto a junio, hasta anularse (véase gráfico 22). El diferencial en términos de IPSEBENE fue negativo (-0,5 pp). Destaca el correspondiente a los servicios, que se situó en septiembre en -0,4 pp. Por el contrario, el diferencial de crecimiento de los precios energéticos continuó siendo considerable, en parte por los mayores aumentos de los precios del gas y de la electricidad en España, pero también porque los precios de los carburantes se encarecieron en mayor medida en nuestro país. También se observó un incremento superior de los precios de los alimentos no elaborados en España respecto a los de la zona del euro.

El índice de precios industriales registró un repunte en el tercer trimestre, con un aumento del ritmo de variación interanual hasta el 7,1 % en septiembre, cuatro décimas más que en junio. Esta evolución se explica por el encarecimiento de los productos energéticos, que crecieron un 18,4 % en septiembre. Los precios de los bienes industriales de consumo y de equipo mantuvieron tasas interanuales de variación similares a las del trimestre anterior (2,5 % en el primer caso y 1,2 % en el segundo), mientras que los precios de los bienes intermedios se desaceleraron casi 1 pp, hasta el 5,6 % interanual en septiembre. Por su parte, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales se

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



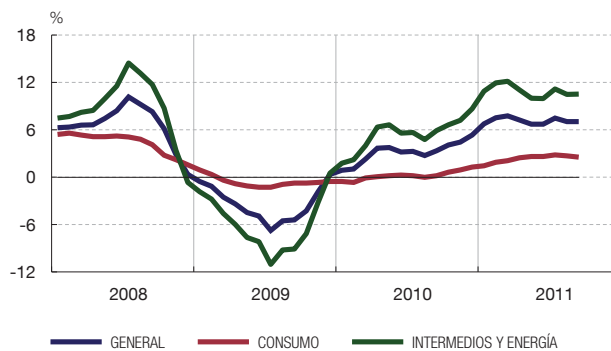
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

aceleraron, alcanzando en agosto tasas interanuales del 8,9 % y del 5,4 %, respectivamente. En ambos casos, los precios de los productos energéticos también mostraron ritmos de variación muy elevados. Por otro lado, los datos de los IVU de exportaciones e importaciones correspondientes a agosto mostraron un comportamiento menos expansivo.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

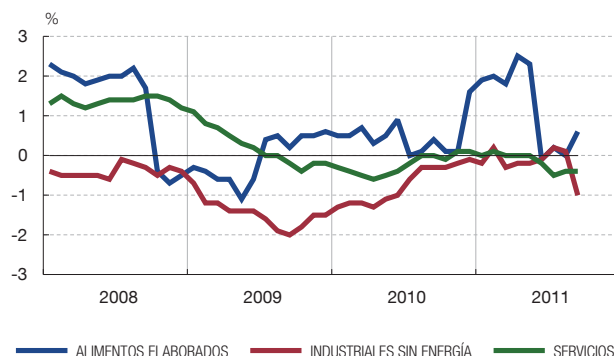
La última información estadística disponible relativa al conjunto del sector de las Administraciones Públicas (AAPP) se refiere al segundo trimestre de 2011. Esta información ha sido publicada en términos de la nueva base de Contabilidad Nacional, que introduce cambios en las cuentas de las AAPP, tales como una aproximación mayor al criterio de devengo en determinados impuestos y una distribución más homogénea del gasto en inversión pública a lo largo del año (para un mayor detalle, véase recuadro 4). No obstante, se dispone de información más reciente relativa a la ejecución presupuestaria del Estado y de la Seguridad Social hasta septiembre y agosto, respectivamente.

En términos de Contabilidad Nacional, según los datos de ejecución presupuestaria hasta septiembre, el Estado habría registrado un déficit de 37 mm de euros, frente al déficit acumulado en el mismo período de 2010 de 44,5 mm de euros. Por otra parte, en términos de caja, el Estado acumuló entre enero y septiembre de 2011 un déficit de 31 mm de euros, lo que supone una mejora del 18 % en relación con el saldo también negativo

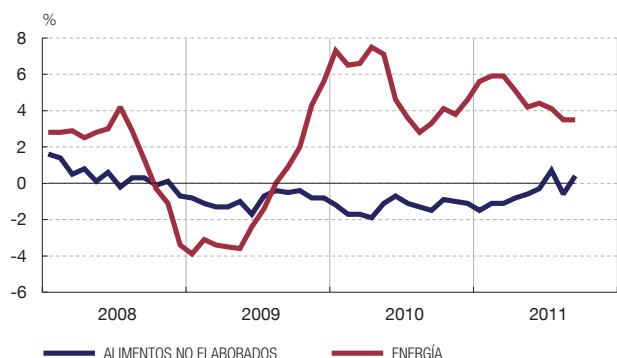
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



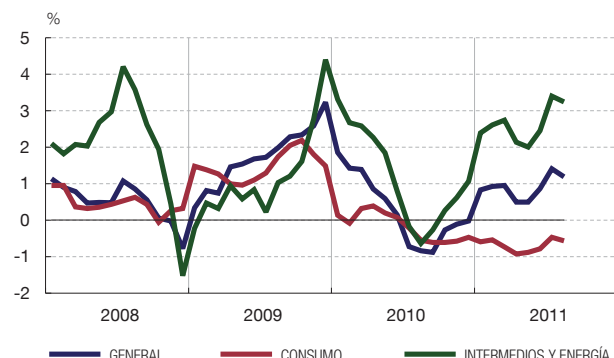
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

registrado un año antes (véase cuadro 4). Los pagos presentaron una caída del  $-17,3\%$  en los últimos doce meses hasta septiembre, lo cual resultaría, en líneas generales, coherente con el objetivo del Gobierno para el Estado en el conjunto del año. El descenso observado en los datos acumulados del período de enero-septiembre responde en su mayor parte a los menores pagos por transferencias a las CCAA, como consecuencia del nuevo sistema de financiación. Respecto al resto de partidas, los gastos de personal aumentaron un  $0,9\%$ , las compras se redujeron un  $10\%$  y los pagos por intereses crecieron un  $5,7\%$ , significativamente por debajo de la tasa de crecimiento presupuestada, cercana al  $40\%$  para el conjunto de 2011. Debe tenerse en cuenta, además, que las cifras hasta septiembre no incorporan el impacto de las medidas adoptadas en julio y agosto, en particular los ingresos por la subasta del espacio radioeléctrico y la modificación de los pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades.

En términos de la recaudación total, que tiene en cuenta la participación del Estado y de las Administraciones Territoriales (AATT), los ingresos por los impuestos especiales y de sociedades continúan presentando crecimientos muy alejados de los objetivos presupuestarios ( $-3\%$  y  $-12,3\%$ , respectivamente, en el acumulado de enero a septiembre, frente al  $5,1\%$  y  $-1,2\%$  presupuestado para 2011), aunque en la segunda de estas figuras impositivas se espera un cierto repunte en la recaudación del último trimestre del año como consecuencia de los cambios señalados en la periodificación de los pagos fraccionados.

|   | Liquidación<br>2010 | Variación<br>porcentual<br>2010/2009 | Presupuesto<br>inicial<br>2011 | Variación<br>porcentual<br>2011/2010 | Liquidación<br>ene-jun.<br>Variación<br>porcentual<br>2011/2010 | Liquidación     |                 |                         |
|---|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|---|-----------------|-----------------|-------------------------|
|   |                     |                                      |                                |                                      |   | 2010<br>ene-sep | 2011<br>ene-sep | Variación<br>porcentual |
|   | 1                   | 2                                    | 3                              | 4 = 3/1                              | 5   | 6               | 7               | 8 = 7/6                 |
| <b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>  | 127.337             | 24,8                                 | 106.020                        | -16,7                                | -17,5   | 92.676          | 74.082          | -20,1                   |
| Impuestos directos  | 59.262              | 9,5                                  | 55.239                         | -6,8                                 | -19,9   | 42.320          | 36.157          | -14,6                   |
| IRPF  | 39.326              | 29,2                                 | 35.494                         | -9,7                                 | -22,4   | 28.090          | 23.701          | -15,6                   |
| Sociedades  | 16.198              | -19,8                                | 16.008                         | -1,2                                 | -15,6   | 11.334          | 9.941           | -12,3                   |
| Otros (a)   | 3.738               | 7,5                                  | 3.737                          | -0,0                                 | -6,2  | 2.896           | 2.515           | -13,1                   |
| Impuestos indirectos  | 51.825              | 80,8                                 | 36.142                         | -30,3                                | -21,1   | 40.131          | 27.274          | -32,0                   |
| IVA   | 38.486              | 143,8                                | 24.968                         | -35,1                                | -17,9   | 30.090          | 20.039          | -33,4                   |
| Especiales  | 10.338              | 1,9                                  | 8.179                          | -20,9                                | -39,2   | 7.818           | 4.993           | -36,1                   |
| Otros (b)   | 3.001               | 9,5                                  | 2.995                          | -0,2                                 | 3,0   | 2.223           | 2.242           | 0,8                     |
| Otros ingresos  | 16.251              | -15,7                                | 14.639                         | -9,9                                 | 4,7   | 10.225          | 10.650          | 4,2                     |
| <b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>   | 179.572             | -5,1                                 | 150.056                        | -16,4                                | -19,7   | 130.616         | 105.163         | -19,5                   |
| Personal  | 26.975              | 1,5                                  | 26.982                         | 0,0                                  | 0,5   | 19.420          | 19.595          | 0,9                     |
| Compras   | 4.632               | -4,7                                 | 3.384                          | -26,9                                | -8,5  | 2.827           | 2.542           | -10,1                   |
| Intereses   | 19.638              | 11,3                                 | 27.421                         | 39,6                                 | -2,0  | 16.712          | 17.665          | 5,7                     |
| Transferencias corrientes   | 104.656             | -6,9                                 | 74.598                         | -28,7                                | -25,8   | 74.875          | 54.005          | -27,9                   |
| Fondo de contingencia y otros imprevistos   | —                   | —                                    | 2.668                          | —                                    | —   | —               | —               | —                       |
| Inversiones reales  | 8.782               | -16,1                                | 5.793                          | -34,0                                | -26,8   | 6.157           | 4.502           | -26,9                   |
| Transferencias de capital   | 14.890              | -14,2                                | 9.208                          | -38,2                                | -36,6   | 10.624          | 6.854           | -35,5                   |
| <b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>  | -52.235             | —                                    | -44.036                        | —                                    | —   | -37.939         | -31.081         | —                       |
| PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales) |                     |                                      |                                |                                      |   |                 |                 |                         |
| <b>TOTAL</b>  | <b>135.862</b>      | <b>16,3</b>                          | <b>141.538</b>                 | <b>4,2</b>                           | <b>6,0</b>  | <b>101.785</b>  | <b>104.094</b>  | <b>2,3</b>              |
| IRPF  | 66.977              | 4,9                                  | 71.761                         | 7,1                                  | 6,5   | 49.453          | 51.483          | 4,1                     |
| IVA   | 49.079              | 46,2                                 | 48.952                         | -0,3                                 | 9,4   | 37.410          | 38.136          | 1,9                     |
| Imp. especiales   | 19.806              | 2,4                                  | 20.825                         | 5,1                                  | -4,0  | 14.923          | 14.476          | -3,0                    |

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.

La evolución del IVA sigue siendo mejor de lo presupuestado para el conjunto del año, aunque su tasa de crecimiento ha continuado moderándose (1,9% hasta septiembre), una vez que ha ido desapareciendo el efecto base asociado a la subida de tipos de julio de 2010. Por último, se mantiene el débil comportamiento del IRPF, con una tasa de crecimiento del 4,1% hasta septiembre, inferior a la presupuestada para el conjunto del año (7,1%).

En el caso de las CCAA, los datos de ejecución del segundo trimestre de 2011 muestran un déficit en términos de contabilidad presupuestaria del 1,2% del PIB (véase cuadro 5). Estos datos indican riesgos de desviación respecto al objetivo anual del subsector, aunque resultan difíciles de cuantificar, dado que no se dispone de información sobre la ejecución presupuestaria en la segunda parte del año, en que se concentrarían las medidas de ajuste anunciadas por la mayoría de CCAA.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, los últimos datos acumulados de ejecución disponibles son los correspondientes a agosto de 2011 (véase cuadro 6). Estas cifras



**COMUNIDADES AUTÓNOMAS. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**
**CUADRO 5**

Millones de euros y porcentaje

|   | Liquidación<br>2010 | Variación<br>porcentual<br>2010/2009 | Presupuesto<br>inicial<br>2011 | Variación<br>porcentual<br>2011/2010 (a) | Liquidación<br>ene-mar.<br>Variación<br>porcentual<br>2011/2010 | Liquidación     |                 |                                |
|---|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------|--|---|-----------------|-----------------|--------------------------------|
|   |                     |                                      |                                |  |   | 2010<br>ene-jun | 2011<br>ene-jun | Variación<br>porcentual<br>(b) |
|   | 1                   | 2                                    | 3                              | 4 = 3/1                                  | 5   | 6               | 7               | 8 = 7/6                        |
| <b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>            | 134.318             | 44,2                                 | 138.087                        | 2,8                                      | -2,2  | —               | 60.966          | -3,6                           |
| Ingresos corrientes                         | 127.134             | 45,9                                 | 128.870                        | 1,4                                      | -1,4  | —               | 59.198          | -3,8                           |
| Impuestos directos                          | 29.477              | 50,0                                 | 40.382                         | 37,0                                     | 42,5  | —               | 20.211          | 41,6                           |
| Impuestos indirectos                        | 33.730              | 46,6                                 | 51.050                         | 51,3                                     | 45,0  | —               | 23.797          | 40,1                           |
| Tasas, precios y otros ingresos             | 5.551               | 44,6                                 | 4.942                          | -11,0                                    | -19,4   | —               | 2.206           | -15,8                          |
| Transferencias corrientes                   | 57.962              | 39,9                                 | 32.006                         | -44,8                                    | -56,2   | —               | 12.762          | -53,6                          |
| Ingresos patrimoniales                      | 413                 | 45,3                                 | 489                            | 18,5                                     | 151,5   | —               | 222             | 40,4                           |
| Ingresos de capital                         | 7.184               | 19,2                                 | 9.217                          | 28,3                                     | -27,2   | —               | 1.768           | 3,1                            |
| Enajenación de inversiones reales           | 287                 | 4,5                                  | 1.960                          | 583,3                                    | 8,0   | —               | 89              | 1,5                            |
| Transferencias de capital                   | 6.897               | 23,1                                 | 7.257                          | 5,2                                      | -29,1   | —               | 1.679           | 3,2                            |
| <b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>               | 157.183             | 48,3                                 | 153.170                        | -2,6                                     | 5,4   | —               | 74.032          | 0,5                            |
| Pagos corrientes                            | 134.812             | 50,6                                 | 130.366                        | -3,3                                     | 5,6   | —               | 65.933          | 0,3                            |
| Gastos de personal                          | 58.795              | 50,6                                 | 56.311                         | -4,2                                     | -3,3  | —               | 28.474          | -3,7                           |
| Gastos corrientes en bienes y servicios     | 28.011              | 50,9                                 | 27.076                         | -3,3                                     | 22,8  | —               | 13.788          | 8,7                            |
| Gastos financieros                          | 2.999               | 44,3                                 | 4.554                          | 51,8                                     | 75,6  | —               | 2.019           | 68,0                           |
| Transferencias corrientes                   | 45.007              | 51,2                                 | 42.309                         | -6,0                                     | 3,9   | —               | 21.652          | -3,0                           |
| Fondo de contingencia y otros imprevisibles | —                   | —                                    | —                              | —  | —   | —               | —               | —                              |
| Pagos de capital                            | 22.371              | 35,5                                 | 22.804                         | 1,9                                      | 4,2   | —               | 8.100           | 2,3                            |
| Inversiones reales                          | 9.685               | 35,3                                 | 10.015                         | 3,4                                      | 11,3  | —               | 3.538           | -4,5                           |
| Transferencias de capital                   | 12.686              | 35,7                                 | 12.789                         | 0,8                                      | -2,0  | —               | 4.562           | 8,4                            |
| <b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>    | -22.866             | 86,6                                 | -15.083                        | -34,0                                    | —   | —               | -13.066         | —                              |

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

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

**SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**
**CUADRO 6**

Millones de euros y en porcentaje

|  | Presupuesto<br>inicial<br>2010 | Variación<br>porcentual<br>2010/2009 | Presupuesto<br>inicial<br>2011 | Variación<br>porcentual<br>2011/2010 | Liquidación<br>ene-jun.<br>Variación<br>porcentual<br>2011/2010 | Liquidación     |                 |                                      |
|--|--------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|---|-----------------|-----------------|--------------------------------------|
|  |                                |                                      |                                |                                      |   | 2010<br>ene-ago | 2011<br>ene-ago | Variación<br>porcentual<br>2011/2010 |
|  | 1                              | 2                                    | 3                              | 4 = 3 / 1                            | 5   | 6               | 7               | 8 = 7 / 6                            |
| <b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>         | 119.481                        | -3,4                                 | 123.405                        | 3,3                                  | -0,2  | 79.793          | 79.016          | -1,0                                 |
| Cotizaciones sociales                    | 108.358                        | -4,4                                 | 111.778                        | 3,2                                  | -0,9  | 71.115          | 70.345          | -1,1                                 |
| Transferencias corrientes                | 8.357                          | 12,3                                 | 8.154                          | -2,4                                 | 5,3   | 6.120           | 6.141           | 0,3                                  |
| Otros ingresos                           | 2.765                          | -6,7                                 | 3.473                          | 25,6                                 | 12,2  | 2.558           | 2.530           | -1,1                                 |
| <b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>            | 116.601                        | 1,9                                  | 118.826                        | 1,9                                  | 3,0   | 72.863          | 75.107          | 3,1                                  |
| Personal                                 | 2.483                          | 1,2                                  | 2.378                          | -4,2                                 | -2,5  | 1.547           | 1.522           | -1,6                                 |
| Compras                                  | 2.032                          | 1,9                                  | 1.719                          | -15,4                                | -2,6  | 1.020           | 958             | -6,0                                 |
| Transferencias corrientes                | 111.557                        | 1,9                                  | 114.279                        | 2,4                                  | 3,2   | 70.166          | 72.513          | 3,3                                  |
| Pensiones contributivas                  | 95.320                         | 2,1                                  | 99.090                         | 4,0                                  | 5,0   | 60.466          | 63.501          | 5,0                                  |
| Incapacidad temporal                     | 7.373                          | -9,5                                 | 7.009                          | -4,9                                 | -11,8   | 3.516           | 3.184           | -9,5                                 |
| Resto                                    | 8.864                          | 11,0                                 | 8.181                          | -7,7                                 | -4,9  | 6.184           | 5.828           | -5,8                                 |
| Otros gastos                             | 529                            | -6,1                                 | 450                            | -15,0                                | -22,7   | 130             | 113             | -13,2                                |
| <b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b> | 2.880                          | —                                    | 4.579                          | —                                    | —   | 6.931           | 3.909           | —                                    |

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

Millones de euros

|          |                             | Enero-julio |         | Tasa de variación |
|----------|-----------------------------|-------------|---------|-------------------|
|          |                             | 2010        | 2011    | 2011/2010 (b)     |
| INGRESOS | Cuenta corriente            | 192.750     | 213.519 | 10,8              |
|          | Mercancías                  | 108.440     | 127.710 | 17,8              |
|          | Servicios                   | 53.151      | 56.623  | 6,5               |
|          | Turismo                     | 21.617      | 23.722  | 9,7               |
|          | Otros servicios             | 31.534      | 32.901  | 4,3               |
|          | Rentas                      | 22.434      | 20.802  | -7,3              |
|          | Transferencias corrientes   | 8.725       | 8.383   | -3,9              |
|          | Cuenta de capital           | 5.213       | 3.772   | -27,7             |
|          | Cuentas corriente + capital | 197.964     | 217.291 | 9,8               |
| PAGOS    | Cuenta corriente            | 224.832     | 242.438 | 7,8               |
|          | Mercancías                  | 136.416     | 151.054 | 10,7              |
|          | Servicios                   | 38.082      | 37.895  | -0,5              |
|          | Turismo                     | 6.660       | 6.565   | -1,4              |
|          | Otros servicios             | 31.422      | 31.329  | -0,3              |
|          | Rentas                      | 35.763      | 38.977  | 9,0               |
|          | Transferencias corrientes   | 14.571      | 14.512  | -0,4              |
|          | Cuenta de capital           | 1.035       | 746     | -27,9             |
|          | Cuentas corriente + capital | 225.867     | 243.184 | 7,7               |
| SALDOS   | Cuenta corriente            | -32.082     | -28.919 | 3.163             |
|          | Mercancías                  | -27.976     | -23.344 | 4.632             |
|          | Servicios                   | 15.069      | 18.729  | 3.660             |
|          | Turismo                     | 14.957      | 17.157  | 2.200             |
|          | Otros servicios             | 112         | 1.572   | 1.459             |
|          | Rentas                      | -13.329     | -18.174 | -4.845            |
|          | Transferencias corrientes   | -5.846      | -6.129  | -283              |
|          | Cuenta de capital           | 4.178       | 3.025   | -1.153            |
|          | Cuentas corriente + capital | -27.904     | -25.894 | 2.010             |

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

muestran un superávit no financiero de 3,9 mm de euros, lo que supone una reducción de 3 mm de euros en comparación con el superávit acumulado hasta agosto del pasado año. Por el lado de los ingresos, las cotizaciones sociales disminuyeron un 1,1 %, significativamente por debajo de la previsión presupuestaria, como consecuencia del comportamiento desfavorable de las afiliaciones a la Seguridad Social. Por su parte, los gastos registraron un aumento del 3,1 %, debido al alza del gasto en pensiones contributivas en un 5 %, que se vio parcialmente compensado por la reducción en el resto de transferencias corrientes. Por lo que respecta al Servicio Público de Empleo Estatal, los datos disponibles hasta el mes de agosto de 2011 apuntan a una caída en los pagos por prestaciones de desempleo de un -8,6 %, en consonancia con la disminución en el número de beneficiarios del sistema de protección por desempleo. La tasa de cobertura disminuyó unos 6 puntos entre diciembre de 2010 y agosto de 2011.

#### 4.5 La balanza de pagos

Durante los siete primeros meses de 2011, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 25,9 mm de euros, un 7 % inferior al del mismo

período del año anterior (véase cuadro 7). Esta disminución del déficit se explica por la reducción del saldo negativo por cuenta corriente, mientras que se contrajo el superávit de la cuenta de capital. El descenso del desequilibrio por cuenta corriente reflejó la caída del déficit de la balanza comercial y la ampliación del superávit de servicios. Esta evolución compensó el incremento de los déficits de transferencias corrientes y, sobre todo, de rentas.

En los siete primeros meses de 2011, el déficit de la balanza comercial disminuyó un 17 %, hasta situarse en 23,3 mm de euros, debido a la notable corrección del saldo no energético, que compensó el incremento de la factura energética. El superávit de la balanza de servicios aumentó un 24 %, hasta 18,7 mm de euros, gracias tanto al saldo turístico como al del resto de servicios. En sentido contrario, el saldo negativo de la balanza de rentas se amplió un 36 %, hasta situarse en 18,2 mm de euros, y el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 5 %, hasta 6,1 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital disminuyó un 28 %, hasta 3 mm de euros.

### 5.1 Rasgos más destacados

Durante el tercer trimestre de 2011, la evolución financiera de la economía española ha estado marcada por la intensificación de las tensiones en los mercados financieros internacionales. Dichas tensiones se reflejaron en nuevas ampliaciones de los diferenciales de rentabilidad de los títulos emitidos por el sector público dentro de la UEM, que llegaron a alcanzar registros máximos desde la creación del euro, y se extendieron a otros mercados y áreas geográficas. Así, en España se elevaron las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado, los índices bursátiles registraron importantes caídas y aumentaron las dificultades de las entidades para la obtención de financiación mayorista.

La intensificación de las tensiones en los mercados europeos de deuda soberana llevó, a principios de agosto, a la reactivación del programa para los mercados de valores por parte del BCE, actuación que, junto con las medidas de política económica adoptadas por el Gobierno español, contribuyó a que la rentabilidad de los bonos a diez años emitidos por el Estado, que había llegado a superar el 6 %, descendiera, estabilizándose en valores próximos al 5 %, aunque dentro de un contexto de elevada volatilidad (véase gráfico 23). A finales de septiembre se situaba en el 5,14 %, 37 puntos básicos (pb) por debajo de los niveles con los que cerró el primer semestre. No obstante, a pesar de este retroceso, el diferencial con respecto a la referencia alemana se elevó 70 pb durante el mismo período, hasta alcanzar los 323 pb, ya que el tipo de interés de los títulos alemanes al mismo plazo, utilizados habitualmente como valor refugio en los episodios de mayor incertidumbre, mostró un descenso mayor. También aumentaron las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado, tanto de las empresas financieras como de las no financieras. En la parte transcurrida de octubre hasta la fecha de cierre de este informe<sup>1</sup>, la rentabilidad de los títulos públicos españoles a diez años, cuya calificación crediticia ha sido revisada a la baja por las tres principales agencias de medición de riesgos durante este período, se ha incrementado 36 pb, y su diferencial con respecto a la alemana al mismo plazo, 19 pb.

En este contexto, las entidades de crédito han experimentado importantes dificultades para captar fondos en los mercados mayoristas, especialmente en los de renta fija y en el interbancario sin garantías. En los primeros, las emisiones netas fueron negativas (con información disponible hasta agosto), como ya sucedió tras la quiebra de Lehman Brothers, con las primeras turbulencias derivadas de la crisis griega a mediados de 2010 y a finales de ese mismo año con la crisis irlandesa. En el interbancario se registraron también importantes tensiones, como denota el significativo aumento que mostró en este período el diferencial entre el euríbor a doce meses y el eurepo al mismo plazo. Así, aunque el primero descendió 8 pb en el tercer trimestre, hasta el 2,08 %, esta disminución fue mucho más moderada que la del coste de las operaciones con colateral al mismo plazo (eurepo), lo que aumentó el diferencial entre ambos hasta los 153 pb, el nivel más elevado desde finales de 2008. De este modo, las instituciones financieras recurrieron al Eurosistema y a los mercados interbancarios con garantía (y, en concreto, a transacciones frente a entidades de contrapartida central) para cubrir sus necesidades de liquidez en este período. Las medidas anunciadas por el BCE a principios de octubre (reactivación del programa de compra de bonos garantizados y reintroducción de subastas de liquidez a un año) contribuirán previsiblemente a suavizar el impacto de las tensiones en los mercados monetarios.

<sup>1</sup> El 26 de octubre de 2011.

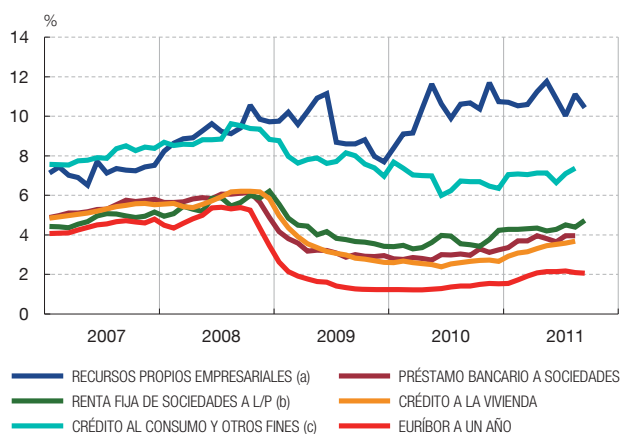
## ÍNDICES BURSÁTILES



## DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



## COSTE DE FINANCIACIÓN



## PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



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

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

En los mercados bursátiles, las cotizaciones descendieron y aumentó la volatilidad. En concreto, el IBEX 35 cayó un 17,5% en el tercer trimestre, retroceso inferior al del EUROSTOXX 50 (23,5%), pero mayor que el del S&P 500 (14,3%). No obstante, en octubre se ha apreciado una cierta recuperación del precio de las acciones en los principales mercados internacionales, de modo que las pérdidas acumuladas por el índice español en la parte transcurrida de 2011 se han reducido hasta el 10,4%, frente a unas minusvalías del 16,4% del europeo y del 1,2% del estadounidense.

En el mercado inmobiliario, el descenso del precio de la vivienda libre se prolongó durante el tercer trimestre de 2011, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento. Así, el ritmo de disminución interanual se situó en septiembre en el 5,6%, frente a una caída del 5,2% a finales del primer semestre. En términos intertrimestrales, el retroceso fue muy similar al de junio (1,3%). De este modo, el valor de mercado de este activo acumula una caída del 18% desde finales de 2007 (23%, en términos reales).

El coste de la financiación bancaria a empresas y familias aumentó moderadamente entre junio y agosto de 2011 (último dato disponible). El grueso de este ascenso recoge, en la mayoría de los segmentos, una elevación de los diferenciales aplicados por las entidades sobre las rentabilidades interbancarias de referencia, en un contexto de importantes dificultades y mayores costes de captación de fondos para las instituciones financieras en los mercados mayoristas. Durante el tercer trimestre (con información hasta septiembre) también se elevó el coste de las emisiones de renta fija de las empresas, mientras que el de las de renta variable descendió.

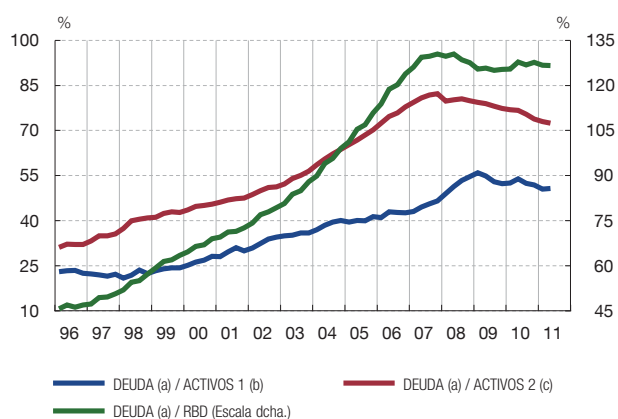
De acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre, el recrudecimiento de las tensiones financieras no se tradujo en un endurecimiento de los criterios de concesión de créditos a empresas, que se mantuvieron, en conjunto, estables por quinto trimestre consecutivo<sup>2</sup>. Tampoco variaron los aplicados en los préstamos a hogares para consumo y otros fines, mientras que en los destinados a la compra de vivienda las entidades reportan un ligero endurecimiento, idéntico al del julio. Por su parte, según esta misma encuesta, descendió la solicitud de financiación de las sociedades y las familias. De cara a los últimos meses del año, las entidades participantes anticipan una nueva reducción de las peticiones de fondos y un mantenimiento de las condiciones de concesión de créditos en todos los segmentos.

En este contexto, los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a agosto, muestran un ritmo de caída similar al de finales del segundo trimestre en el caso de los hogares y algo más acusado para las sociedades. En el primero de estos sectores, la contracción de los pasivos se mantuvo, en términos interanuales, en el 2 %, como resultado de escasas variaciones en el descenso tanto del crédito para consumo y otros fines como del destinado a la adquisición de vivienda. Por su parte, los recursos ajenos de las sociedades descendieron un 1,1 %, 0,4 pp más que en junio. Existen, no obstante, diferencias importantes por instrumentos. Así, en los préstamos procedentes de las entidades residentes se intensificó algo el ritmo de contracción, mientras que para el resto de la deuda (vía utilizada fundamentalmente por las grandes compañías) se continuó observando un comportamiento más expansivo. Los datos más recientes del crédito por finalidades, referidos al segundo trimestre de 2011, reflejan una desaceleración generalizada por ramas de actividad, que llevó a que en todas ellas se registrase una disminución del saldo vivo de la financiación bancaria, aunque con una intensidad desigual. La información provisional del mes de septiembre apunta a que la tasa de descenso interanual del crédito concedido por las instituciones financieras residentes a las familias se habría reducido algo, mientras que la del destinado a las empresas apenas habría variado.

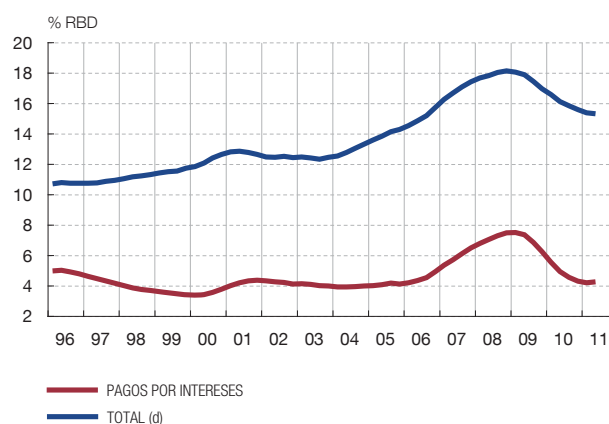
Como resultado del estancamiento que, en términos intertrimestrales, presentaron los pasivos y las rentas de las familias en el segundo trimestre del año, la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) apenas varió (véase gráfico 24). Esta evolución, unida a la estabilidad del coste medio de las deudas, llevó a que el indicador de carga financiera se mantuviera en niveles similares a los de tres meses antes. Por su parte, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro de los hogares una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los préstamos habrían mantenido el perfil descendente que presentan desde principios de 2010. Ello fue compatible, no obstante, con un aumento de la capacidad de financiación del sector. La riqueza neta de estos agentes siguió reduciéndose en este período, como resultado, fundamentalmente, de la caída en su

<sup>2</sup> Para más detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2011», de Maristela Mulino, en este mismo *Boletín Económico*.

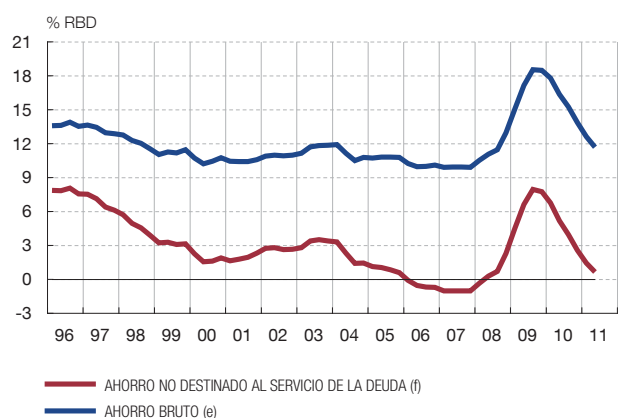
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



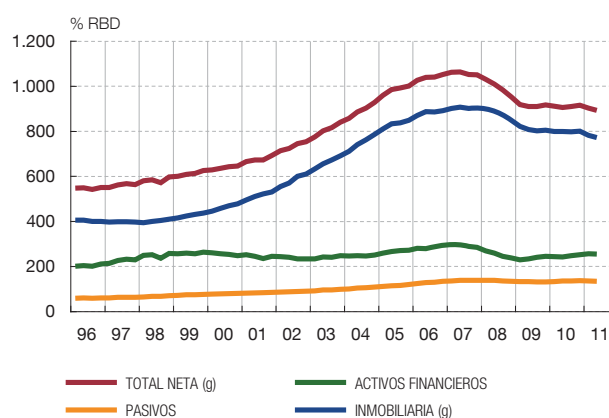
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



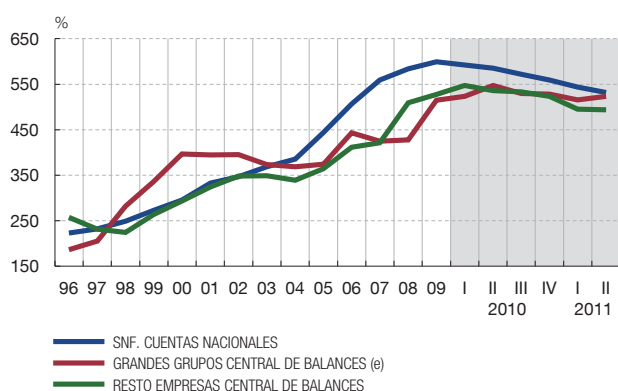
FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a** Incluye crédito bancario y crédito titulizado 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.

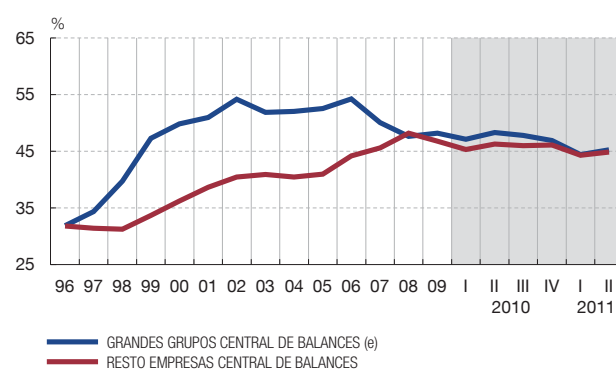
componente inmobiliario. La información provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a que entre junio y septiembre se habría registrado una reducción moderada de la ratio de endeudamiento, la carga financiera y el valor del patrimonio de las familias.

En el caso de las sociedades, la contracción de los pasivos, unida al ascenso moderado de sus rentas permitió un nuevo descenso de la ratio de endeudamiento. Como resultado de esta evolución y del ligero incremento en el coste medio de financiación, la carga financiera se mantuvo estable durante este período (véase gráfico 25). En paralelo, se produjo un aumento de la capacidad de financiación de este sector. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, el avance de los beneficios ordinarios en el primer semestre de 2011, menor que el registrado en los mismos meses de 2010, no fue suficiente para evitar una leve caída de la rentabilidad del activo, con respecto a 2010. De acuerdo con las expectativas de los analistas, el deterioro de los resultados empresariales de las compañías cotizadas continuaría durante los próximos doce meses (véase gráfico 26). La información

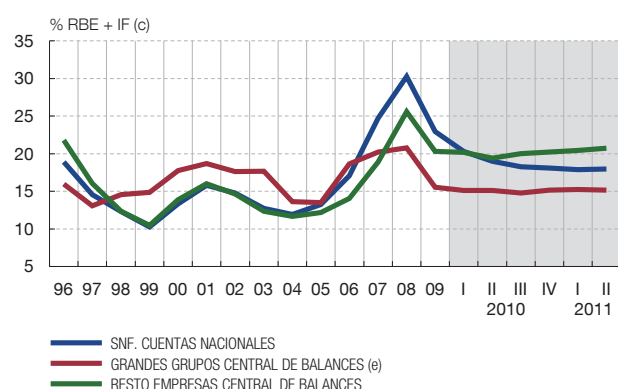
DEUDA (b) / REB + IF (c)



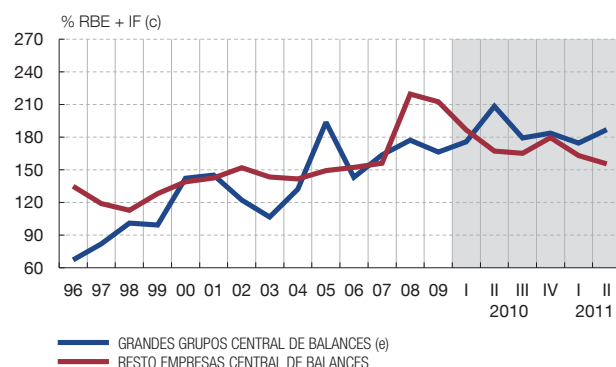
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



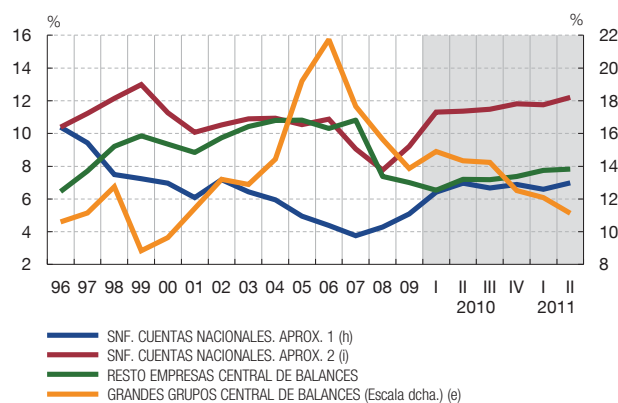
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



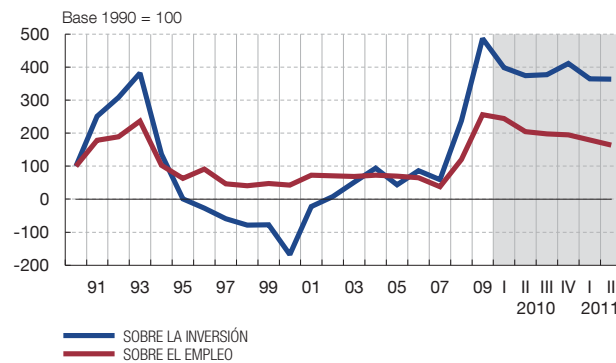
CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la CBT.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- h Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j 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 |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|------|-------|
|   |       |       |       |       | II TR | III TR | IV TR | I TR | II TR |
| Economía nacional                                       | -8,4  | -9,6  | -9,2  | -4,7  | -4,5  | -4,4   | -3,9  | -4,0 | -3,5  |
| Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH            | -11,5 | -13,4 | -6,5  | 5,1   | 4,7   | 4,5    | 4,4   | 4,3  | 4,9   |
| Sociedades no financieras                               | -9,8  | -11,5 | -6,7  | -0,8  | 1,1   | 1,3    | 1,3   | 1,1  | 1,3   |
| Hogares e ISFLSH  | -1,7  | -1,9  | 0,2   | 5,9   | 3,6   | 3,2    | 3,1   | 3,2  | 3,5   |
| Instituciones financieras                               | 0,7   | 1,9   | 1,8   | 1,3   | 1,1   | 1,0    | 0,9   | 0,9  | 0,8   |
| Administraciones Públicas                               | 2,4   | 1,9   | -4,5  | -11,1 | -10,3 | -9,9   | -9,2  | -9,2 | -9,1  |
| PRO MEMORIA:  |       |       |       |       |       |        |       |      |       |
| Brecha de financiación de sociedades no financieras (a) | -17,8 | -15,9 | -11,9 | -8,9  | 1,3   | -0,2   | -0,7  | -1,5 | -1,1  |

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.

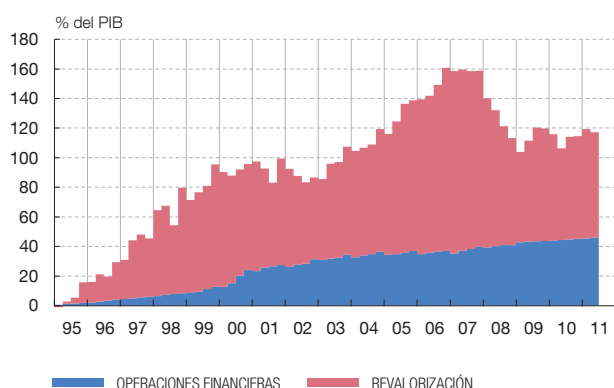
provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a un nuevo retroceso de la ratio de endeudamiento del sector y a un ligero ascenso de la carga financiera asociada.

En el caso de las AAPP ha continuado la desaceleración de la deuda, aunque la tasa de expansión sigue siendo muy elevada (15,4 % en agosto, frente al 16,5 % de junio). El ascenso de la deuda pública, unido al débil avance del PIB, se ha reflejado en un nuevo aumento de la ratio de endeudamiento del sector, que se situó en junio en el 65 % del PIB, y ha supuesto también, junto con la ligera elevación del coste medio de financiación, un incremento de la carga financiera asociada, hasta el 2,3 % del PIB (véase gráfico 27).

Por su parte, el volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando. Esta evolución, junto con la reducción de la deuda concedida al conjunto de los otros sectores residentes, resultó en un ascenso de la ratio de dudosos, que alcanzó en agosto (último dato disponible) el 7,1 %, 0,45 pp más que en junio.

La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente a junio, recoge una nueva disminución de las necesidades de financiación de la nación, que supusieron el 3,5 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,6 pp por debajo del nivel de marzo (véase cuadro 8). Por sectores, esta contracción resultó del aumento del ahorro neto de los hogares y las sociedades no financieras, que compensó el ligero descenso del saldo acreedor de las instituciones financieras, mientras que la posición deudora de las AAPP apenas varió. El grueso de los fondos captados del exterior en el segundo trimestre se canalizó a través de las entidades de crédito en el mercado interbancario. En contraposición, el saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP frente al exterior pasó a ser acreedor como resultado, fundamentalmente, de la desinversión de los no residentes en valores de renta fija. Los recursos netos captados en el resto del mundo por los sectores distintos al Banco de España fueron insuficientes para cubrir las necesidades de financiación de la nación, por lo que el saldo que presentaron las operaciones financieras netas de este último frente al exterior fue nuevamente deudor, equivalente al 2 % del PIB. La información de la Balanza de Pagos de julio muestra que, en dicho mes, la financiación de nuestra economía se canalizó fundamentalmente a través de esta última vía, mientras que las entradas netas de capital realizadas a través de instrumentos emitidos por las instituciones financieras monetarias y las Administraciones Públicas fueron negativas.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS

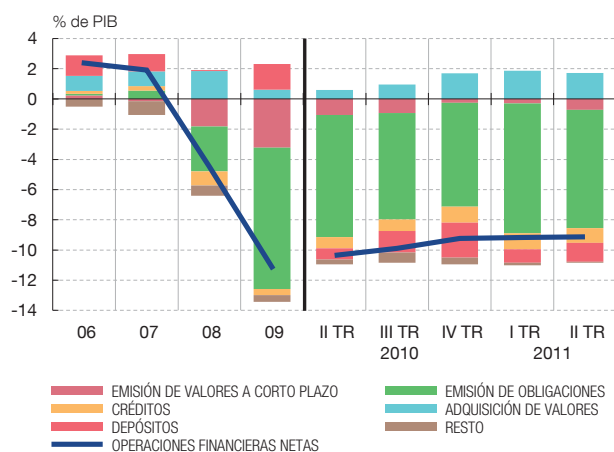


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

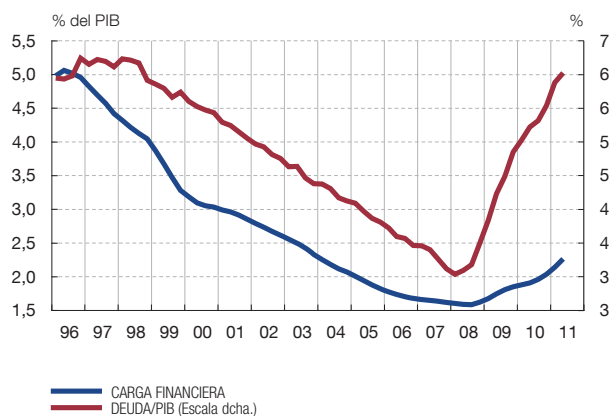
a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Datos acumulados de cuatro trimestres

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.

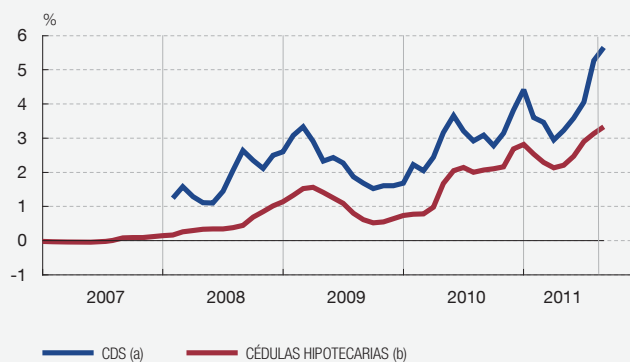
En resumen, durante el tercer trimestre de 2011 la evolución financiera en España ha estado marcada por la intensificación de las tensiones en los mercados financieros, lo que ha derivado en un deterioro importante de las condiciones de financiación mayorista a las que se enfrentan las entidades financieras. Por el momento, estos desarrollos parecen haber tenido un impacto moderado sobre la oferta de crédito, en un contexto de debilidad de la demanda (debida a perspectivas poco favorables sobre las rentas y a la necesidad de desapalancamiento de empresas y familias) y de criterios de partida de concesión de créditos muy estrictos, tras los sucesivos endurecimientos acumulados desde 2007 (véase recuadro 5). En cualquier caso, la persistencia por un período de tiempo prolongado de las dificultades en el acceso a los mercados mayoristas podría resultar en una acentuación en el ritmo de contracción del crédito.

Desde el inicio de la crisis de la deuda soberana en Europa (en la primavera de 2010), la prima que deben pagar las entidades de crédito (ECA) españolas para financiarse en los mercados mayoristas de financiación se ha elevado sustancialmente, superando claramente los niveles alcanzados en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 (véase panel 1 del gráfico adjunto). De hecho, en determinados momentos, las posibilidades de obtener fondos en el mercado con unas condiciones asumibles se vieron notablemente limitadas para la totalidad o una gran parte de las entidades. Así, en el panel 2 del mismo gráfico puede verse cómo en varios episodios las emisiones netas de las ECA españolas fueron negativas: tras la quiebra de Lehman Brothers; en mayo-junio de 2010 con la primera crisis griega; en

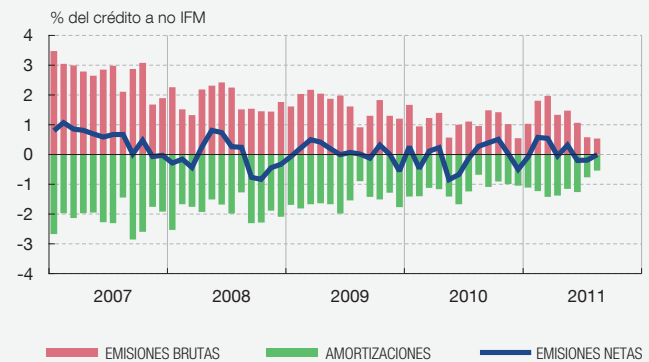
noviembre-diciembre de ese mismo año con la crisis irlandesa, y en los últimos meses con el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro.

A pesar de ello y de la relevancia que ha alcanzado en los últimos años la financiación mayorista en el negocio de las ECA españolas, la evidencia disponible apunta a que los efectos sobre el volumen y el coste del crédito habrían sido, hasta ahora, moderados. Así, si bien recientemente el ritmo de avance de los fondos concedidos a los hogares y a las sociedades ha tendido a reducirse, de acuerdo con las ecuaciones disponibles en el Banco de España, dicha evolución no difiere significativamente de la que se derivaría del comportamiento observado en las variables fundamentales que históri-

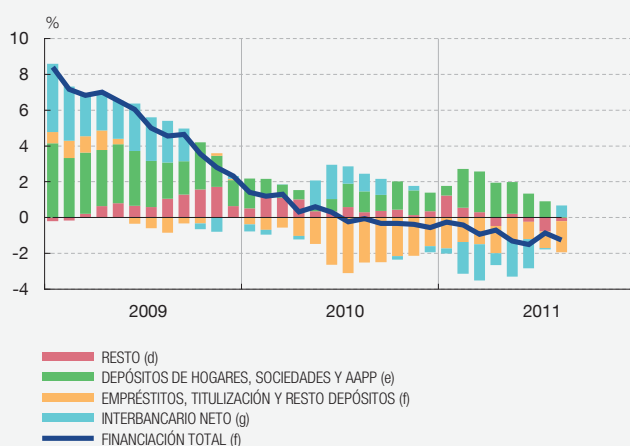
1 PRIMA DE LOS CDS Y DIFERENCIAL DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS



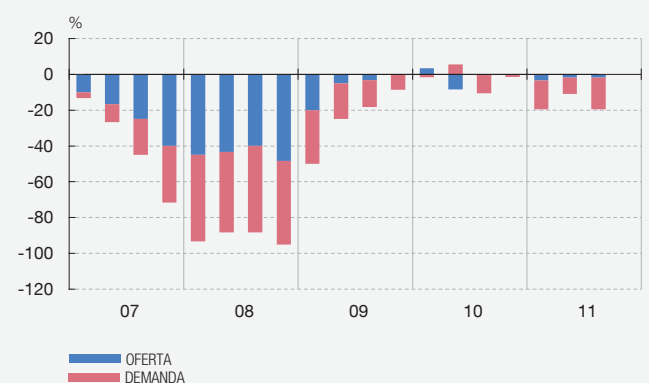
2 VALORES DE RENTA FIJA DE ENTIDADES DE CRÉDITO (c)



3 FINANCIACIÓN DE LOS FONDOS CONCEDIDOS A NO IFM. ECA  
Contribuciones al crecimiento interanual (T1,12)



4 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS. VARIACIÓN DE LA OFERTA Y DE LA DEMANDA DE PRÉSTAMOS EN ESPAÑA (h)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a CDS a cinco años. Promedio de siete entidades.
- b *Asset swap spread* medio a tres-cinco años.
- c Incluye emisiones de filiales residentes. No incluye emisiones de subordinadas y preferentes.
- d Fondos propios netos de efectivo, renta variable, inmovilizado y otros activos y pasivos.
- e Residentes en España.
- f Incluye titulizaciones fuera de balance.
- g Pasivo menos activo frente a IFM, incluyendo Banco de España. Incluye el neto de las operaciones con entidades de contrapartida central.
- h Valores negativos indican una disminución neta de la oferta o de la demanda. Los indicadores presentados se calculan como el promedio (para los préstamos a sociedades, a hogares para adquisición de vivienda y a hogares para consumo y otros fines) del porcentaje neto de entidades que relajaron sus criterios de aprobación en el trimestre (oferta) y el porcentaje neto de entidades que indicaron un incremento en la demanda (demanda), ponderando las variaciones considerables por 1 y «ciertas variaciones» por 1/2.

camente han determinado su crecimiento (entre las que no se incluye explícitamente ninguna que recoja la existencia de estas tensiones). Por su parte, los tipos de interés aplicados han tendido a incrementarse ligeramente más de lo que se deduciría de su patrón histórico de comportamiento, pero, nuevamente, las desviaciones habrían sido pequeñas. Asimismo, según las contestaciones de las entidades españolas participantes en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), desde mediados de 2010 no se habrían producido variaciones significativas en los criterios de aprobación de nuevos préstamos (véase panel 4 del gráfico adjunto).

Los factores que podrían explicar estos efectos moderados de las tensiones financieras sobre el crédito bancario en España tienen que ver, fundamentalmente, con la existencia de colchones y fuentes de financiación alternativas por parte de las ECA. Así, en primer lugar, cabe destacar el hecho de que el plazo de vencimiento medio de los valores en circulación emitidos por estas, antes de la crisis, era relativamente alto, lo que habría contribuido a que las amortizaciones mensuales a las que han tenido que ir haciendo frente las entidades no fueran muy abultadas. Por otro lado, a pesar de las tensiones, no ha dejado de haber cierto volumen de emisiones, de modo que, aunque la contribución de los recursos mayoristas (empréstitos, titulizaciones y otros depósitos) al crecimiento de la financiación de los fondos concedidos a no IFM viene siendo negativa desde principios de 2010 (véase panel 3 del gráfico adjunto), dicha contribución negativa no ha superado en ningún momento los 3 pp, en términos interanuales. Estas caídas fueron parcialmente compensadas por el crecimiento de los depósitos de la clientela residente, que, aunque no muy elevado, permaneció en valores positivos, desde diciembre de 2009, impulsado principalmente por los de los hogares (que suponen más de un 70 % del total). Puntualmente, en los momentos de mayor tensión, el recurso a la pignoración de los activos líquidos disponibles, como garantía de operaciones en el mercado interbancario (bien sea con el banco central o con otras entidades), habría contribuido también en cierto modo a compensar las emisiones netas negativas de valores. Por último, hay que tener en cuenta, además, que durante este período, en un contexto de atonía económica y necesidades de despalancamiento del sector privado, la demanda de fondos de los hogares y las familias ha presentado un escaso dinamismo, limitando por esta vía el posible efecto contractivo de las tensiones sobre el crédito, como ponen de manifiesto las contestaciones de las entidades españolas a la EPB (véase panel 4 del gráfico adjunto).

En cualquier caso, incluso teniendo en cuenta la elevada vida media de los valores en circulación y la atonía de la demanda de crédito, el mantenimiento prolongado de una situación de dificultades para la obtención de fondos en los mercados, por parte de las entidades, tendería a agotar los márgenes disponibles para contrarrestar estos efectos. Por un lado, la posibilidad de un mayor crecimiento de los depósitos de la clientela —o la colocación entre esta de valores negociables— se encuentra limitada por el ahorro de los hogares y sociedades españolas y el alcance de los posibles desplazamientos entre activos, dentro de las carteras de esos mismos agentes. En este sentido, en los últimos ocho trimestres hasta el segundo de 2011, las familias españolas ya dedicaron un 70 % (60 %) de su ahorro bruto (neto) a la adquisición de depósitos de ECA, mientras que los fondos de inversión, principal activo alternativo, habrían visto reducido su patrimonio en un 45 % desde sus valores máximos de junio de 2007. Por tanto, una aceleración significativa en el ritmo de captación de nuevos fondos por esta vía resulta complicada e implicaría sin duda un encarecimiento de los mismos.

Por otro lado, el volumen de activos líquidos disponibles para su venta u oferta como colateral de préstamos, en julio de 2011, se estima en torno al 9 % del balance total de las ECA, cifra claramente superior a la media de los años 2005-2007 (5,6 %), pero que recoge ya un descenso desde el máximo del 11,7 % alcanzado en marzo del año en curso. Ahora bien, la opción de la venta de estos activos para obtener liquidez podría no ser factible (sin asumir pérdidas elevadas) para una parte importante de los mismos. La alternativa de utilizarlos como garantía para obtener fondos en el mercado interbancario, en un entorno de desconfianza y de dificultades de acceso a la financiación mayorista, conlleva un riesgo de tipo de interés y de refinanciación, que, dadas las cantidades consideradas, resulta no despreciable.

En definitiva, si bien las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro no parecen haberse traducido, hasta ahora, en un endurecimiento significativo adicional de la oferta de crédito por parte de las entidades españolas, el mantenimiento prolongado de la situación actual tendería a agotar los márgenes de actuación de estas para contrarrestar estos efectos. Si bien las medidas recientes de apoyo a la liquidez adoptadas por el Euro-sistema constituyen una ayuda importante, un escenario de tensiones continuadas se terminaría traduciendo en una acentuación en el ritmo de contracción del crédito.

## 5.2 El sector hogares

Entre junio y agosto, el coste de la financiación bancaria a los hogares aumentó, tanto en el caso de los créditos destinados a la compra de inmuebles (15 pb) como en el de los créditos de consumo y otros fines (74 pb; véase gráfico 23). Para estos últimos, los criterios de concesión de préstamos se habrían mantenido estables en el tercer trimestre de 2011, de acuerdo con la EPB de octubre, mientras que para los primeros las entidades reportan un ligero endurecimiento, idéntico al de julio. Los mayores costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos para prestar volvieron a ser los principales factores que frenaron la oferta en este segmento. Según esta encuesta, durante el mismo período disminuyó la solicitud de financiación en ambas finalidades, aunque de forma más acusada en el caso de los préstamos para vivienda, con una contracción que habría sido más intensa que en el segundo trimestre. De cara a los últimos meses del año, las entidades participantes anticipan una nueva reducción de las peticiones de fondos y un mantenimiento de las condiciones de concesión de créditos en ambos casos.

En este contexto, la deuda de las familias volvió a descender. En agosto (último dato disponible), el retroceso se mantuvo, en términos interanuales, en el 2 %, como resultado de escasas variaciones en la contracción tanto del crédito para consumo y otros fines como del destinado a la adquisición de vivienda, que cayeron un 5 % y un 1,1 %, respectivamente. Para ambos componentes, la variación intertrimestral anualizada evidencia caídas más pronunciadas, pero algo inferiores a las de junio.

Como resultado del estancamiento de las rentas y los pasivos, el endeudamiento de los hogares se mantuvo durante el segundo trimestre de 2011 en torno a los mismos niveles de marzo (véase gráfico 24). Esta evolución, unida a la estabilidad del coste medio de las deudas, permitió que la ratio de carga financiera apenas variase. Por su parte, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro de estos agentes una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los préstamos habrían mantenido el perfil descendente que presentan desde principios de 2010. No obstante, la capacidad de financiación del sector aumentó 0,3 pp entre marzo y junio, hasta situarse en el 3,5 % del PIB. La riqueza neta de las familias se redujo nuevamente en este período, como resultado, fundamentalmente, del descenso en el valor de su componente inmobiliario.

De acuerdo con la información más reciente de Cuentas Financieras, la inversión de los hogares en activos financieros descendió 1,8 pp entre marzo y junio, hasta el 1,7 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 9). Por instrumentos, la materializada en valores de renta fija registró la mayor caída y pasó a mostrar un flujo negativo, del 0,6 % del PIB. Las familias redujeron también, a lo largo de los últimos doce meses, sus tenencias de acciones y participaciones en fondos de inversión, si bien en el caso de estos últimos la desinversión fue algo más moderada que en el trimestre previo. En contraposición, el saldo de los depósitos a plazo del sector volvió a aumentar, en línea con lo ocurrido tres meses antes.

Por último, en el segundo trimestre no se observaron grandes cambios en las ratios de dudosos del sector, que se situaron en el 2,52 % en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y en el 6,43 % en los destinados a consumo y otros fines.

## 5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre junio y agosto de 2011, los tipos de interés de la financiación bancaria de las sociedades aumentaron 6 pb y 28 pb, según fueran operaciones de menos o más de un millón de euros, respectivamente. Este ascenso recoge, fundamentalmente, una elevación de los diferenciales aplicados por las instituciones financieras sobre las rentabilidades interbancarias de referencia. En línea con esta evolución, las entidades indicaban en la última EPB

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

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.

(de octubre de 2011) que en el tercer trimestre del año habían incrementado ligeramente los márgenes aplicados a los nuevos créditos concedidos a este sector, si bien los criterios de aprobación se mantuvieron estables. Según esta encuesta, la solicitud de financiación bancaria por parte de las empresas descendió durante estos meses. Asimismo, durante este trimestre también se elevó el coste de las emisiones de renta fija a corto y largo plazo (20 pb y 46 pb, respectivamente), mientras que el de las de renta variable descendió 45 pb.

Durante el tercer trimestre se acentuó el ritmo de contracción de la deuda de las sociedades, que se situó en agosto, en términos interanuales, en el 1,1 %, 0,4 pp superior al de

junio. Existen, no obstante, diferencias importantes por instrumentos. Así, la tasa de caída interanual de los préstamos de las entidades residentes se intensificó, hasta alcanzar el 3,4 %, frente al 2,7 % de finales del primer semestre, si bien la disminución en términos intertrimestrales se moderó ligeramente. Por el contrario, para los valores de renta fija y los préstamos del exterior (vías utilizadas fundamentalmente por las empresas de mayor dimensión) se ha continuado observando un comportamiento más expansivo. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre de 2011, refleja una desaceleración generalizada por ramas de actividad, que llevó a que en todas ellas se registrase una contracción del saldo vivo de la financiación bancaria. De nuevo, el retroceso interanual fue especialmente acusado en la construcción (15 %) y en los servicios inmobiliarios (4,2 %), y comparativamente más moderado en el resto de servicios (0,4 %). En la industria alcanzó el 3,9 %, frente al 2,4 % de marzo.

De acuerdo con la información de las Cuentas Financieras, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial aumentó ligeramente en el segundo trimestre de 2011, hasta alcanzar el 1,3 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp más que en marzo. Este ascenso fue similar al que presentó la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, que presentó un saldo negativo equivalente al 1,1 % del PIB, frente al -1,5 % de los tres primeros meses del año.

La contención de la deuda de sociedades, unida a la mejoría de los excedentes empresariales que recoge la Contabilidad Nacional para el segundo trimestre de 2011, permitió que la ratio de endeudamiento del sector volviera a disminuir, de modo que acumula una caída algo superior al 10 % desde el máximo que alcanzó en 2009. Como resultado de esta evolución y del ligero ascenso en el coste medio de financiación, la carga financiera se mantuvo estable durante este período (véase gráfico 25). Asimismo, la mejoría en las rentas permitió que la rentabilidad de los recursos propios aumentase. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa, con los datos disponibles para el primer semestre de 2011, que el resultado económico bruto (REB) descendió entre enero y junio un 1,6 % con respecto al mismo período de 2010. A pesar de esta caída del REB, el notable crecimiento de los ingresos financieros permitió que el resultado ordinario neto de estas sociedades aumentase durante este período, pero menos que en los mismos meses de 2010 (3,5 %, frente a un 8 % en 2010), y no evitó la reducción de la rentabilidad del activo en tres décimas con respecto a 2010, hasta el 5 %. Esta caída afectó a todos los sectores, y especialmente a aquellos en los que el retroceso de la actividad productiva fue más acusado, como el de comercio y hostelería o el de información y comunicaciones. En términos acumulados de doce meses, las rentas se mantuvieron en niveles similares a los de marzo, así como también los pasivos, por lo que la ratio de endeudamiento de estas sociedades apenas varió en el segundo trimestre. Esta evolución, unida al incremento de los tipos de interés, resultó en una ligera elevación de la carga financiera. A pesar de ello, el indicador sintético de presión financiera sobre la inversión no mostró variaciones significativas, mientras que el del empleo descendió ligeramente. De cara a los próximos trimestres, los analistas revisaron a la baja las expectativas de crecimiento a largo plazo de los beneficios de las sociedades cotizadas, y sobre todo las referidas al corto plazo (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó creciendo en el segundo trimestre de 2011, y con mayor intensidad en los créditos a las empresas dedicadas a la

construcción y los servicios inmobiliarios (cuya ratio se incrementó 2,3 pp, hasta el 17%) que en los del resto de sociedades (para los que aumentó en 0,3 pb, hasta el 4,4%).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Según las Cuentas Financieras, en el segundo trimestre de 2011 las necesidades de financiación de las AAPP apenas variaron, situándose, en términos acumulados anuales, en el 9,1 % del PIB, 0,1 pp menos que en marzo (véase cuadro 8). Una vez más, la principal vía de obtención de recursos fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que obtuvieron fondos equivalentes al 7,8 % del PIB, 0,8 pp menos que en marzo (véase gráfico 27). Los créditos y los valores de renta fija a corto plazo aportaron otro 1,7 % del PIB (0,3 pp más que en el primer trimestre), mientras que, por el lado del activo, descendieron ligeramente las adquisiciones netas de valores, hasta el 1,7 % del PIB, y se redujo el saldo de depósitos por un importe equivalente al 1,3 % del PIB. Por sectores, fueron las instituciones financieras residentes las que en este trimestre adquirieron un mayor volumen de títulos emitidos por las AAPP, mientras que el resto del mundo redujo sus tenencias de este tipo de activos.

El ritmo de crecimiento de la deuda de las AAPP sigue siendo elevado (15,4 % en agosto), si bien se ha moderado nuevamente (1,1 pp menos que en junio). El aumento de los pasivos, unido al débil avance del PIB, se ha reflejado en un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector, que alcanzó el 65 % del PIB a finales del primer semestre de 2011, 1,4 pp más que en marzo. Esta evolución, junto con la ligera elevación del coste medio de financiación, se ha traducido en un incremento de la carga financiera asociada, que se situó en el 2,3 % del PIB.

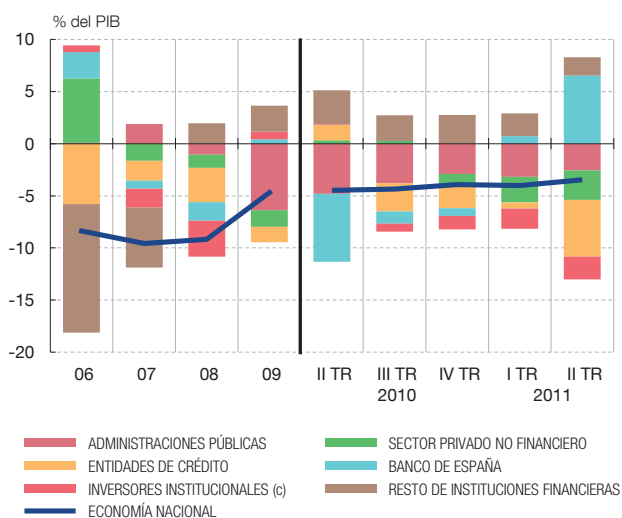
#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

Las necesidades de financiación de la nación se han vuelto a reducir en el segundo trimestre de 2011, situándose en el 3,5 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, cifra 0,6 pp inferior a la registrada en marzo, según las Cuentas Financieras (véase cuadro 8). Este descenso se debió al aumento del ahorro neto de los hogares y las sociedades no financieras, que compensó el ligero retroceso del saldo acreedor de las instituciones financieras, mientras que la posición deudora de las AAPP apenas varió.

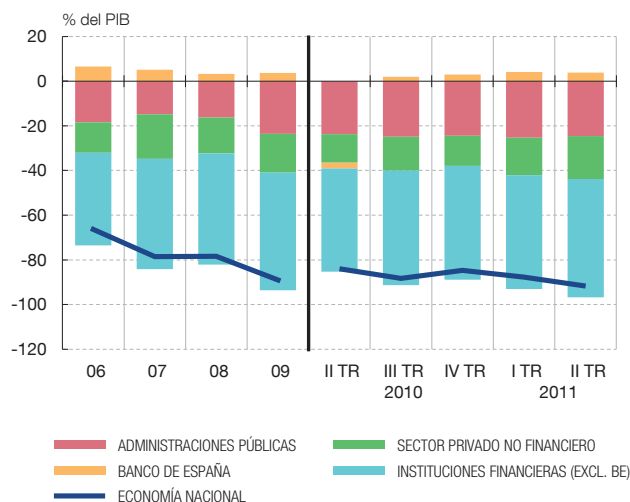
El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al resto del mundo muestra que, entre marzo y junio de 2011, el grueso de financiación exterior se canalizó a través de las entidades de crédito, por un volumen neto equivalente al 5,4 % del PIB (cifra similar a la del conjunto de los últimos doce meses; véase gráfico 28), lo que supone un incremento en comparación con tres meses antes. También se incrementaron las entradas de capital asociadas a la actividad de los inversores institucionales, que siguieron reduciendo sus tenencias de activos foráneos. Por el contrario, para el resto de sectores se observó un descenso de estos flujos, que fue especialmente acusado en el caso de las AAPP. Los recursos netos obtenidos en el extranjero por los agentes distintos al Banco de España fueron insuficientes para cubrir las necesidades de financiación de la nación, por lo que el saldo que presentaron las operaciones financieras netas de este último frente al exterior fue nuevamente deudor, equivalente al 2 % del PIB. La información de la Balanza de Pagos de julio muestra que, en dicho mes, la financiación de nuestra economía se cubrió principalmente a través de esta última vía y, en menor medida, mediante la captación neta de fondos en el resto del mundo por parte de los «otros sectores residentes» (que incluyen a hogares, sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias), mientras que, en contraposición, el flujo neto de recursos obtenido por las instituciones financieras monetarias y por las AAPP fue negativo, fundamentalmente por la desinversión de los no residentes en bonos y obligaciones emitidos por estos sectores.



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.

El detalle por instrumentos muestra que el grueso de las entradas de capital se canalizó, entre marzo y junio, a través del mercado interbancario (incluyendo las operaciones frente a entidades de contrapartida central), que, en términos netos, permitió captar a las entidades de crédito fondos por una cuantía equivalente al 15,5 % del PIB (y un 6,2 % del PIB, en términos acumulados de doce meses; véase cuadro 10). En contraposición, el flujo asociado a los valores de renta fija presentó un importante retroceso, y pasó a ser negativo, por importe equivalente al 7,8 % del PIB (en términos acumulados de cuatro trimestres fue, no obstante, ligeramente positivo, 0,1 % del PIB). La desinversión de los no residentes en títulos emitidos por los agentes nacionales afectó a todos los sectores. También descendió la captación de recursos instrumentada a través de acciones y otras participaciones, que presentó un signo negativo, y la inversión directa del exterior en España, aunque en el período de julio 2010-junio 2011 esta última aumentó hasta alcanzar el 2,4 % del PIB, 0,3 pp más que en marzo.

Las salidas de capital se incrementaron en el segundo trimestre de 2011, hasta alcanzar el 5,6 % del PIB (1,7 %, en términos acumulados de cuatro trimestres). Por instrumentos, se observó, nuevamente, una desinversión de los residentes en valores de renta fija emitidos por el resto del mundo, aunque inferior a la de los tres primeros meses del año, un aumento del saldo de préstamos al exterior y un descenso de las adquisiciones netas de acciones y otras participaciones. También se redujo la inversión directa de España en el exterior, que se situó en el 3 % del PIB, aunque en el período de julio 2010-junio 2011 aumentó 0,6 pp, hasta el 3,5 % del PIB.

Como consecuencia de la evolución de las entradas y salidas de capital y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española frente al resto del mundo equivalía al 91,7 % del PIB en el segundo trimestre de 2011, 4 pp más que en marzo (véase gráfico 28). Este incremento fue debido al aumento en 5,8 pp del saldo deudor del sector privado no financiero y de las

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

a Incluye operaciones *repo* bilaterales.

b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

instituciones financieras (excluido el Banco de España) frente a los no residentes, que compensó la reducción del endeudamiento exterior neto de las AAPP. Por su parte, la posición acreedora del Banco de España frente al resto del mundo se redujo ligeramente.

28.10.2011.