

Durante el primer trimestre de 2012, la economía española prolongó la pauta de descenso de la actividad que se inició en los meses finales del año pasado, en un entorno de elevada tensión financiera. Según la información disponible, todavía incompleta, se estima que el PIB se contrajo en una magnitud levemente superior a la del cuarto trimestre del pasado año, con una tasa de variación intertrimestral del  $-0,4\%$ . La demanda nacional volvió a caer ( $-0,9$  pp), como viene ocurriendo en los últimos cuatro años, aunque el descenso fue algo más atenuado que en el período de octubre-diciembre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue de nuevo positiva ( $0,6$  pp), pero también inferior a la del trimestre precedente. En términos interanuales, el PIB retrocedió, tras siete trimestres consecutivos de subidas, situándose la tasa en el  $-0,5\%$  ( $0,3\%$  en el período anterior).

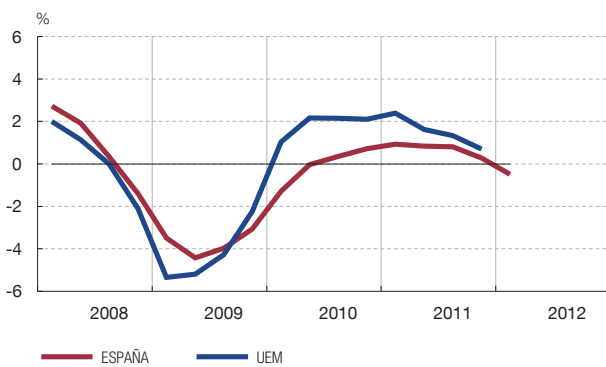
El empleo descendió, de nuevo, con intensidad, estimándose un retroceso interanual próximo al  $4\%$ , y la remuneración por asalariado se desaceleró en el conjunto de la economía, lo que, junto al elevado crecimiento de la productividad, condujo a una significativa disminución de los costes laborales unitarios, prolongando la trayectoria de los últimos ocho trimestres. La considerable debilidad del gasto interno propició una desaceleración del ritmo de variación interanual de los precios de consumo entre diciembre y marzo, alcanzando el IPC una tasa interanual del  $1,9\%$  en este último mes. La moderación fue más visible en términos del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados—, que disminuyó su tasa de crecimiento interanual hasta el  $1,2\%$ . En términos del IAPC, el diferencial de inflación con respecto a la zona del euro se situó en marzo en  $-0,9$  pp, reflejando una reducción que se extendió a todos los principales componentes del IAPC.

En el panorama económico internacional, la situación en los mercados de la zona del euro mostró una cierta mejoría respecto a los momentos de máxima tensión que se vivieron en los meses finales del pasado año, a la que contribuyeron de forma destacada las medidas de política monetaria del BCE, convencionales y no convencionales, y la aprobación del segundo programa de rescate a Grecia tras la reestructuración de su deuda en manos privadas y los avances en el proceso de reforma de la gobernanza económica del área del euro. Sin embargo, la inestabilidad retornó en los primeros días de abril, afectando con particular intensidad a España y a Italia, por las dudas surgidas en torno a los procesos de ajuste en los que se hallan inmersos ambos países.

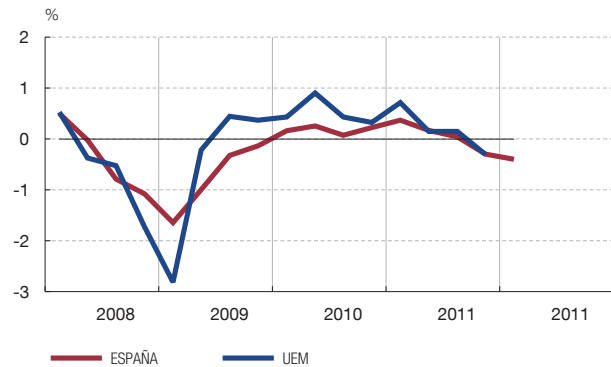
Los indicadores disponibles parecen indicar que la actividad económica de la zona del euro se estabilizó —o descendió muy moderadamente— en los meses iniciales de 2012, tras el retroceso del PIB en el cuarto trimestre del año pasado, aunque las divergencias cíclicas entre los países que la componen siguieron ampliándose. Fuera de la UEM, se observa una moderada recuperación en Estados Unidos, una cierta mejoría en Japón y una gradual desaceleración de la actividad en las economías emergentes, que mantienen, con todo, un marcado dinamismo. La inflación mundial continuó atenuándose, aunque la elevación de los precios del petróleo, que alcanzó un máximo de 125 dólares por barril en febrero, nivel desde el que ha descendido ligeramente desde entonces, supone un riesgo.

En el ámbito de las políticas económicas, las acciones en la UEM desempeñaron un papel destacado a lo largo del trimestre. En relación con la gobernanza europea, la gravedad de la crisis de deuda soberana ha llevado a reforzar el control sobre las finanzas

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL

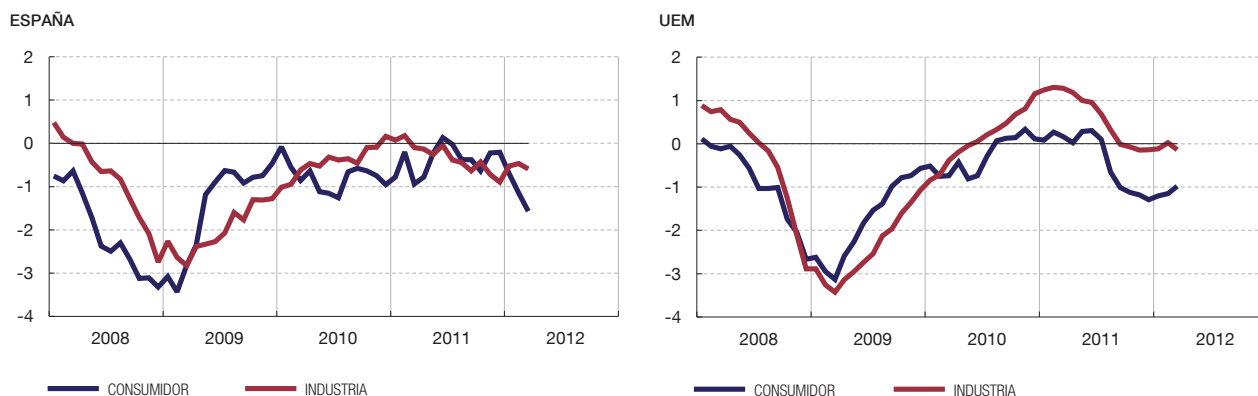


FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

públicas, lo que se ha plasmado en la firma, el 2 de marzo pasado, del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM, que incorpora el Pacto Fiscal, por el que 25 países miembros, entre los que se encuentra España, se han comprometido a trasladar a los marcos legales nacionales una regla de equilibrio presupuestario y un mecanismo de corrección automático de las desviaciones a nivel nacional. Por otra parte, para reforzar la función de vigilancia en el terreno de los desequilibrios macroeconómicos no fiscales, la Comisión presentó en febrero el primer *Informe Anual del Mecanismo de Alerta*, diseñado para detectar y corregir situaciones de riesgo en este ámbito. En él se han identificado doce países de la UE, entre ellos, España, que deberán ser examinados en mayor profundidad para determinar si el grado de severidad de los desequilibrios detectados requiere la apertura de un procedimiento de desequilibrio excesivo. En relación con los mecanismos de prevención y resolución de crisis, se produjeron también avances importantes en el ámbito de la constitución del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que ha requerido modificaciones del Tratado de la Unión Europea, adelantándose en un año su plena disponibilidad como dispositivo permanente (a julio de 2012) y ampliándose temporalmente su capacidad financiera (500 mm de euros) con los recursos no consumidos de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (véase recuadro 2).

El BCE, por su parte, adoptó un amplio conjunto de medidas para restaurar los canales de transmisión de la política monetaria y reducir la probabilidad de una contracción traumática de la oferta de crédito que podría haberse originado en el contexto de creciente retroalimentación entre riesgo soberano y riesgo bancario en la zona del euro que se percibió en los meses finales de 2011. En el ámbito de las medidas estándar de política económica, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo los tipos de interés en el mínimo histórico del 1 % para las operaciones principales de financiación, tras los descensos instrumentados en noviembre y diciembre, en un contexto en el que la inflación de la zona del euro, del 2,7 % en marzo, se atribuía principalmente a los aumentos de los componentes más volátiles, y en el que las expectativas de inflación seguían ancladas en el horizonte relevante de la política monetaria. En el terreno de las medidas no estándar, el BCE aprobó en febrero los criterios específicos para admitir temporalmente otros préstamos como activos de garantía e implementó la segunda operación de financiación a tres años con adjudicación plena. Consideradas conjuntamente, las dos subastas ampliaron considerablemente el colchón de liquidez a disposición de los bancos para acometer sus



FUENTE: Comisión Europea.

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

operaciones de refinanciación, revelándose como una pieza clave para la superación de los momentos de máxima tensión vividos el pasado mes de noviembre.

Por último, a nivel de los países más afectados por la inestabilidad, se siguieron dando pasos importantes en el terreno de las reformas económicas. En España, en particular, se ha profundizado el proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema crediticio mediante un nuevo RDL encaminado a fortalecer el capital y las provisiones de las entidades<sup>1</sup>. En el frente de las reformas estructurales se aprobó una ambiciosa reforma del mercado de trabajo<sup>2</sup>, que, mediante las mayores posibilidades que proporciona para la descentralización de la negociación colectiva, el aumento de la flexibilidad interna y la racionalización de las condiciones para la extinción de los contratos indefinidos, debería facilitar el ajuste de las condiciones laborales a las circunstancias específicas de las empresas y configurar un entorno más favorable para la creación de empleo y su estabilidad, una vez superada la situación de debilidad de la actividad. Por último, en el ámbito de la sostenibilidad de las finanzas públicas, se han dado pasos de gran trascendencia para fortalecer el marco presupuestario nacional con la aprobación del Proyecto de Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria<sup>3</sup> —en las etapas finales de tramitación parlamentaria en la actualidad—, que, desarrollando los cambios que se introdujeron en la Constitución el pasado otoño, establece límites al déficit y la deuda públicos y refuerza los instrumentos para el cumplimiento de los compromisos fiscales por parte de todas las AAPP<sup>4</sup>.

No obstante, a principios de abril se produjo, como se ha señalado, un nuevo recrudecimiento de las tensiones financieras en la zona del euro, que afectó de manera singularmente severa a España. De este modo, a lo largo de este último mes, se elevó la rentabilidad de la deuda pública a diez años hasta llegar a superar puntualmente el 6 %, con lo que el diferencial con el bono alemán a ese plazo aumentó hasta el entorno de los 440 pb, y los índices bursátiles registraron importantes caídas, acumulando el IBEX 35 pérdidas próximas al 20 % desde principios de año. Por otra parte, en un contexto de elevada incertidumbre financiera, la disminución reciente de las rentabilidades interbancarias no se ha trasladado

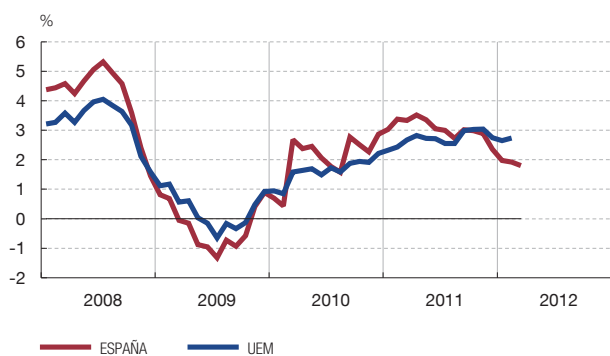
1 Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero.

2 Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral.

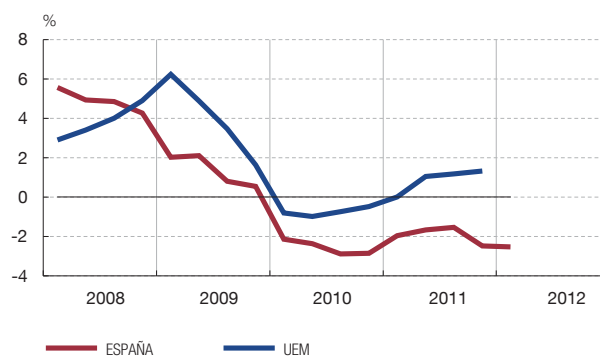
3 Proyecto de Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

4 Adicionalmente, el Gobierno ha puesto en marcha cambios en el ámbito de la transparencia en relación con el acceso a la información pública y el buen gobierno.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



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

a Tasas de variación interanual.

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

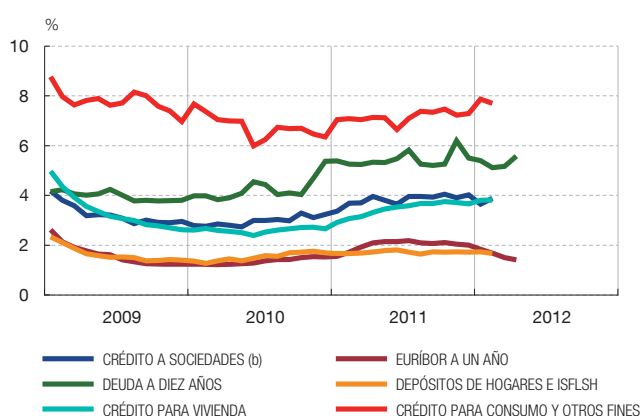
aún a los costes de los nuevos préstamos concedidos a empresas y familias. Con la información disponible hasta febrero, los tipos de interés del crédito a los hogares experimentaron un ligero aumento, mientras que los de las operaciones con empresas mostraron una leve reducción. En el mercado inmobiliario, según los datos publicados por el Ministerio de Fomento, los precios de la vivienda retrocedieron en el primer trimestre de 2012, con lo que la disminución interanual se situó en marzo en el 7,2 %, frente al 6,8 % en diciembre, y la caída acumulada desde los máximos alcanzados en 2008 asciende al 21,5 %. En el conjunto del trimestre, por tanto, la riqueza neta de los hogares se redujo, como resultado del descenso del valor tanto de los instrumentos financieros como, sobre todo, de los activos inmobiliarios.

En conjunto, la situación de inestabilidad que prevalece en los mercados financieros configura un entorno en el que las condiciones de financiación continúan siendo estrictas y en el que la confianza de los agentes sigue muy débil. Con este trasfondo, el gasto del sector privado acusó un nuevo descenso en los primeros meses del año. En el caso de los hogares, el consumo mostró una notable debilidad —se estima una caída intertrimestral del 0,4 %—, como consecuencia del deterioro de la situación del mercado laboral, del efecto del aumento de los tipos impositivos del IRPF sobre la renta disponible, de la disminución de la riqueza y, en general, del clima de mayor incertidumbre. Estos mismos factores obstaculizan la recuperación de la inversión residencial, que siguió contrayéndose en estos primeros meses del año.

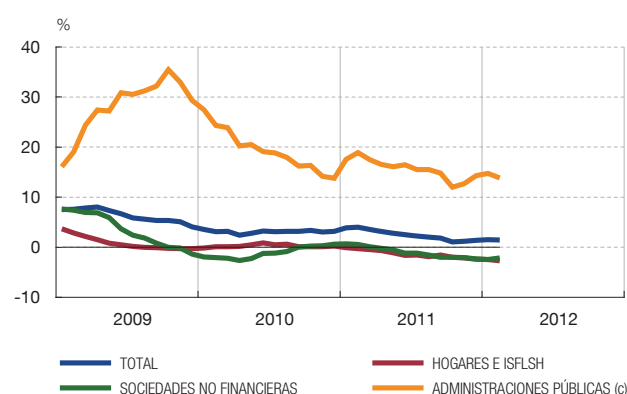
Los pasivos de las familias descendieron hasta febrero (último mes para el que se dispone de información) en un 2,7 % en términos interanuales, una reducción algo más intensa que la registrada al cierre del ejercicio anterior por el comportamiento tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como del crédito al consumo y otros fines. Según los datos de avance, la disminución de la deuda de los hogares habría permitido prolongar en estos primeros meses del año la pauta de reducción de la ratio de endeudamiento de este sector que ya se vio en 2011.

Por su parte, la inversión empresarial se vio afectada también por el deterioro económico y el recrudecimiento de tensiones financieras. La inversión en bienes de equipo mantuvo una trayectoria descendente en los primeros meses del ejercicio, que se estima en un -3,5 %

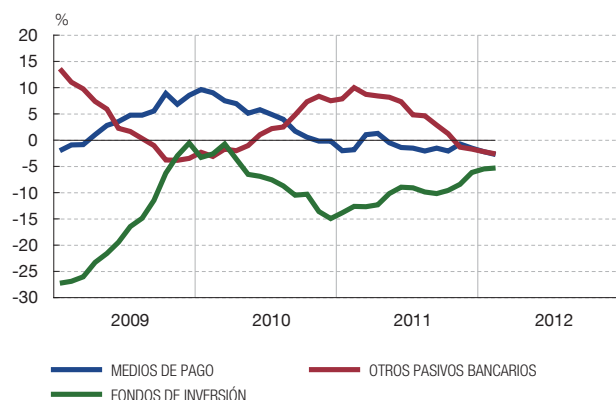
TIPOS DE INTERÉS (a)



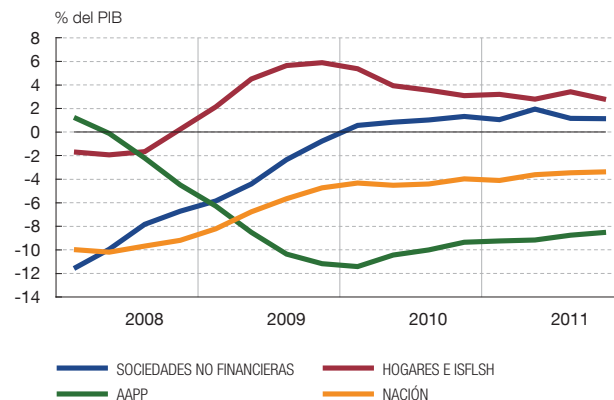
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

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

en tasa intertrimestral, influida además por la desaceleración del comercio mundial. Este comportamiento contractivo se extendió al componente de inversión en otras construcciones, en el que el sector privado acomete numerosos proyectos en colaboración con las AAPP, lógicamente muy afectados por los planes de consolidación fiscal en marcha. La deuda de las sociedades continuó cayendo, situándose la tasa de contracción interanual en el 2,2% en febrero, prácticamente igual que la observada a finales de 2011. La ratio de endeudamiento de las empresas habría mantenido la trayectoria descendente observada el año previo, aunque permanece en niveles históricamente elevados.

Los componentes públicos de la demanda nacional —consumo e inversión públicos— intensificaron la senda contractiva de los trimestres previos, reflejando el impacto del plan de ajuste fiscal y las medidas adoptadas a finales de diciembre, una vez constatada la notable desviación en el cierre de las cuentas públicas con respecto al objetivo establecido (6% del PIB). Esta desviación ascendió, finalmente, a 2,5 pp del PIB, cuando se conoció,

a finales de marzo, que el déficit de las AAPP había alcanzado el 8,5 % del PIB. El paquete fiscal adoptado en diciembre incorporaba, además de medidas tributarias temporales (con un impacto recaudatorio estimado de 8.100 millones de euros), un recorte del gasto público (que se instrumentaba mediante un acuerdo de no disponibilidad de créditos, por un valor estimado de 8.900 millones de euros), la congelación de los salarios públicos y la introducción de una serie de restricciones sobre el empleo público.

Esta estrategia de consolidación presupuestaria se profundizará en los próximos meses, cuando se empiecen a instrumentar las medidas de los Presupuestos Generales del Estado para 2012, que fueron aprobados por el Consejo de Ministros el 30 de marzo, y una vez que la ejecución presupuestaria de las Comunidades Autónomas y de las Corporaciones Locales se adecuen a los nuevos objetivos de Estabilidad Presupuestaria e incorporen, en los casos pertinentes, los ajustes adicionales a los que se han comprometido como contrapartida a su participación en el plan de apoyo financiero para el pago a proveedores (véase recuadro 4)<sup>5</sup>. La comparecencia del gobernador ante la Comisión de Presupuestos del Congreso, en este mismo Boletín, contiene una evaluación más detallada de los Presupuestos y del Proyecto de Ley de Estabilidad Presupuestaria. En conjunto, la actuación de todas las AAPP debe ser consistente con el objetivo de déficit público del 5,3 % del PIB establecido para este año, cuyo cumplimiento comporta un ajuste del saldo estructural primario de gran magnitud.

Por lo que se refiere a los intercambios con respecto al resto del mundo, la contribución de la demanda exterior neta se moderó en los tres primeros meses de este año, con un ligero retroceso de las exportaciones y un descenso algo más acusado de las importaciones en comparación con el trimestre precedente. La pérdida de dinamismo de las ventas al exterior observada en el último trimestre se ha producido en un marco de desaceleración de nuestros mercados de exportación — por la debilidad de algunos países de la zona del euro — y a pesar de las ganancias de competitividad-precio que se siguen acumulando. La caída de las importaciones muestra, por su parte, la debilidad de la demanda interna. En conjunto, la demanda exterior neta mantuvo una aportación significativa al avance del PIB en el primer trimestre, de 3,2 pp en términos de la tasa de variación interanual.

Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas, excepto las agrarias, contribuyeron al descenso del producto. Se produjo una ligera reducción en el ritmo de contracción de la industria y de la construcción, aunque, en este último caso, la caída sigue siendo muy elevada y bascula principalmente sobre el segmento de construcción no residencial, por los efectos de los planes de austeridad fiscal. Por su parte, los servicios de mercado mostraron un leve empeoramiento en los primeros meses del ejercicio, que les habría llevado a aproximarse a alcanzar registros negativos en términos intertrimestrales. El empleo prolongó la senda contractiva de la segunda mitad del año pasado, que afectó a todas las ramas productivas y se localizó, atendiendo a la estadística de afiliados, en mayor medida, en los colectivos de extranjeros y de empleados por cuenta ajena. La información de la EPA para el primer trimestre no se encuentra aún disponible, pero no cabe descartar un nuevo aumento de la tasa de paro desde el nivel del 22,8 % registrado a finales de 2011.

Por último, en el ámbito de los costes laborales, se prevé una moderada ralentización de la remuneración por asalariado en el primer trimestre del año, como consecuencia de una cierta contención de las tarifas salariales, que se situaron en el 2,2 % hasta marzo, influi-

5 El 24 de febrero, el Gobierno aprobó el Real Decreto Ley 4/2012, por el que se establece un plan extraordinario de financiación para el pago a proveedores de las entidades locales, y el 9 de marzo, el Real Decreto Ley 7/2012, por el que se crea un Fondo público para la ejecución del plan y se extiende su aplicación a las CCAA.

das todavía por el retraso acumulado en la negociación colectiva y la elevada presencia de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores. Estos aumentos salariales son, en todo caso, elevados, dadas las condiciones de la economía. Se espera, de todas formas, una moderación adicional en lo que resta de ejercicio, una vez que la reforma laboral despliegue sus efectos, a través de la prevalencia de los convenios de empresa, las posibilidades de descuelgue respecto a las condiciones establecidas en convenios o mediante la modificación de dichas condiciones.

En resumen, la economía española inicia 2012 en situación de recaída, con un patrón de contracción de la actividad que, por el lado del gasto, comporta una demanda nacional muy débil, cuyo impacto sobre la producción se ve únicamente amortiguado por la mayor fortaleza relativa del sector exterior. El mantenimiento del dinamismo de la demanda exterior neta resulta vital en las presentes circunstancias, por lo que es preciso profundizar las ganancias de competitividad mediante todos los instrumentos de política económica disponibles. Las reformas instrumentadas en los últimos meses, en particular, la del mercado de trabajo, resultan fundamentales para situar a la economía española en una senda de creación de empleo y de mejoras en la competitividad, aunque sus efectos no sean inmediatos. Por otra parte, la evolución de la economía española en los próximos trimestres está sujeta a incertidumbre y a ciertos riesgos a la baja, relacionados con los posibles avatares de la crisis de la deuda soberana. Por ello, es prioritario despejar las dudas que planean sobre la capacidad de ajuste de la economía española mediante la culminación del proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema bancario y mediante un cumplimiento estricto de los objetivos presupuestarios en 2012. Sobre este último aspecto, es imprescindible evitar la materialización de los riesgos de desviación presupuestaria que se podría producir en un contexto de mayor debilidad de los ingresos que la prevista o de dificultades para recortar determinadas partidas de gasto que están sujetas a una elevada inercia. Se requiere, por tanto, una ejecución rigurosa de los Presupuestos, que se verá facilitada por las mejoras en la transparencia y en el control que comporta la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria.

## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

Durante el primer trimestre de 2012, la evolución económica y financiera internacional ha sido, en conjunto, favorable, a pesar de que el deterioro acaecido desde finales de marzo, ante el nuevo episodio de inestabilidad asociado a la crisis soberana europea, ha revertido parcialmente los avances anteriores. Hasta ese momento, los mercados financieros registraron una mejora notable, reflejada en una disminución de la volatilidad, que ha llegado a recuperar los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers. También destacaron el repunte de la rentabilidad del bono a largo plazo estadounidense —que ha revertido en el último mes— y el alza del precio del petróleo hasta principios de marzo. En el plano económico se ha producido una estabilización del crecimiento en niveles moderados en Estados Unidos, y una cierta mejora en Japón, mientras que las economías emergentes mantienen una senda de desaceleración gradual, más acentuada en Europa del Este. En este contexto, durante el trimestre los bancos centrales de Estados Unidos, Reino Unido y Japón han adoptado nuevas medidas de apoyo a la recuperación, mientras que en los países emergentes las políticas monetarias han mantenido una tónica de acomodación, algo más suave de lo esperado a inicios de año, con la notable excepción de Brasil, donde las reducciones de tipos de interés han sido más acusadas.

En efecto, pese a la persistencia de la crisis de deuda soberana en Europa, los mercados financieros internacionales saldaron el primer trimestre de 2012 con una cierta mejoría de los principales indicadores, como resultado tanto de la buena acogida que tuvieron las operaciones de refinanciación a largo plazo del Banco Central Europeo (LTRO) de diciembre y febrero como de la publicación de datos macroeconómicos positivos en algunas economías avanzadas. El retorno del apetito por el riesgo se materializó en ganancias en las bolsas de valores, acompañadas de menor volatilidad, y en la depreciación del dólar frente a las principales monedas —con la excepción del yen—. No obstante, la situación actual de los mercados se mantiene frágil y en el último mes se han corregido parcialmente estos movimientos ante un nuevo brote de inestabilidad asociado a la crisis europea, y abonado por la aparición de algunos datos económicos peores de lo esperado en Estados Unidos y China, que ha vuelto a estimular movimientos de huida hacia la calidad. En esta línea, el tipo de interés a diez años en Estados Unidos, que al principio del trimestre se acercó al 2,4 %, coincidiendo con la mejoría en las expectativas de crecimiento interno, se ha vuelto a aproximar al 2 % a comienzos de abril. Los mercados emergentes también mostraron un mejor tono, tanto en la evolución de los precios, con subidas de las bolsas y descensos de los diferenciales soberanos, como en la de las cantidades, con una fuerte recuperación de los flujos hacia economías emergentes (véase recuadro 1), y de las emisiones de renta fija, que marcaron un nuevo máximo histórico en el trimestre. No obstante, al igual que en los mercados de las economías avanzadas, esta tendencia positiva se ha corregido parcialmente desde finales de marzo. Por su parte, en los mercados de materias primas los precios de los metales industriales y del petróleo han repuntado en el trimestre. En el caso del petróleo, el precio del barril Brent superó los 125 dólares en febrero y desde entonces ha descendido ligeramente, hasta situarse en el entorno de los 120 dólares.

En Estados Unidos, el PIB registró un crecimiento trimestral anualizado del 3 % (1,6 % interanual) en el cuarto trimestre, que descansó fundamentalmente en el consumo privado y en la variación de las existencias, con aportaciones negativas de la demanda externa y del gasto público. Los indicadores del primer trimestre continúan apuntando hacia una recuperación moderada. La producción industrial, la utilización de la capacidad productiva y la confianza empresarial mejoraron en el conjunto del trimestre, si bien se apreció un



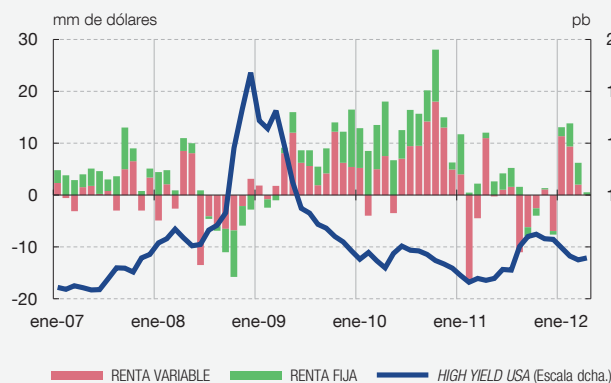
Los flujos de capitales dirigidos a las economías emergentes han mostrado una elevada volatilidad tras la crisis, con fases pendulares de entradas y salidas netas muy intensas (véase panel izquierdo del gráfico 1). En particular, durante el año 2011 los flujos de capitales registraron un comportamiento negativo. A comienzos de año, las mejores perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas dieron lugar a salidas de los fondos de bolsa y a unas menores entradas que en años precedentes en fondos de deuda. Más tarde, a raíz de las tensiones financieras del verano, se registró una retracción de flujos —que alcanzó también a los de renta fija— de cuantía similar a la acontecida tras la crisis de septiembre de 2008. No obstante, a partir del mes de diciembre se ha vuelto a observar un intenso reflujo de entrada, de modo que en el primer trimestre de 2012 las entradas en deuda ascendieron a casi 10 mm de dólares y las canalizadas hacia bolsa a casi 23 mm, lo que representa cerca del 20 % del total de flujos recibidos en 2010, cuando se alcanzó el máximo histórico. Esta evolución está

muy ligada a la percepción de riesgo global en los mercados internacionales —reflejado, por ejemplo, en el tipo de interés de los bonos de alto rendimiento (*high yield*) de Estados Unidos— y es evidente en el contraste entre la segunda mitad del año pasado y el inicio de este.

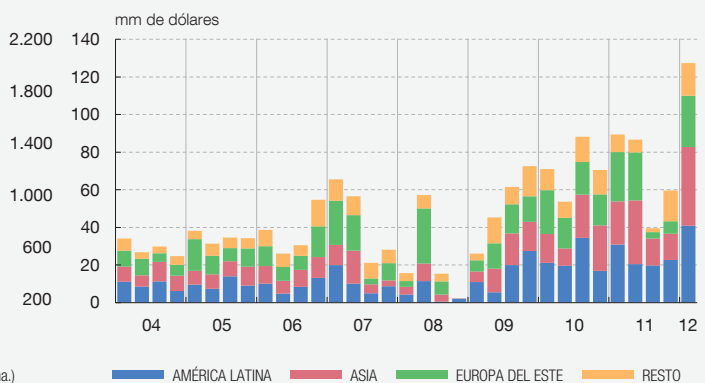
La intensidad de la recuperación del apetito por el riesgo al comienzo de 2012 queda también reflejada en el volumen de emisiones de empresas y soberanos de las economías emergentes en los mercados de renta fija. Como se aprecia en el panel derecho del gráfico 1, las emisiones superaron los 125 mm de dólares en el trimestre, lo cual supone un nuevo máximo histórico para este tipo de operaciones, repartidas a partes más o menos iguales por regiones. Cabe destacar, además, el acceso de empresas ya consolidadas a nuevos mercados (*dím-sum* en yuanes), las dos mayores emisiones de países emergentes —la petrolera brasileña Petrobras y Rusia, cada una por un importe de 7 mm de dólares— y un

1 EMISIONES INTERNACIONALES DE ECONOMÍAS EMERGENTES

FONDOS A MERCADOS EMERGENTES



EMISIONES DE ECONOMÍAS EMERGENTES



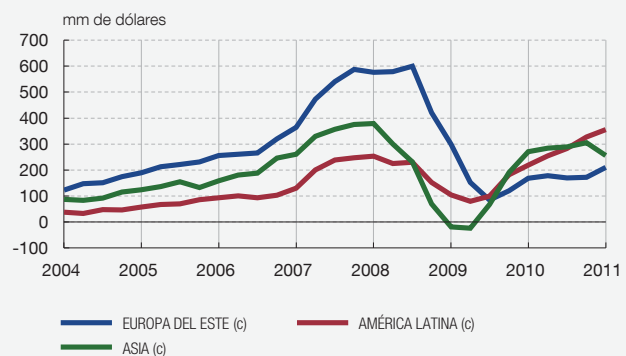
FUENTES: Dealogic, Datastream e IIF.

2 ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS

ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS- EMERGENTES Y DESARROLLADOS (a)



ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN EMERGENTES POR ÁREAS (a)



FUENTE: Estadísticas Financieras Internacionales (Fondo Monetario Internacional).

- a Son cifras anuales acumuladas de datos trimestrales.
- b Emergentes excluye China.
- c Son una muestra de países de las diferentes regiones. Asia excluye China.

aumento de las empresas que acceden por primera vez a estos mercados. No obstante, a pesar del fuerte aumento de las emisiones los inversores se han mostrado algo más cautelosos que en otros momentos de fuertes colocaciones. Por un lado, las emisiones de bonos soberanos —que suponen, en principio, un menor riesgo que los corporativos— ascendieron a un tercio del total, algo más que la media de largo plazo; por otro lado, dentro de las emisiones corporativas han predominado las de empresas con una calificación crediticia relativamente elevada.

Aunque esta evolución está correlacionada con la cambiante aversión al riesgo de los últimos años, desde una perspectiva más amplia, puede argumentarse que los determinantes de los flujos de capitales actúan a favor de un incremento tendencial de las entradas a los países emergentes. Por un lado, la relación rentabilidad-riesgo relativa entre economías emergentes y avanzadas ha experimentado un cambio sustancial a favor de las primeras; las vulnerabilidades y dificultades de crecimiento en las avanzadas contrastan con los fundamentos, en general, relativamente sólidos y las perspectivas de crecimiento notablemente más favorables de las emergentes. Por otro lado, en respuesta a la crisis, las políticas monetarias en las economías desarrolladas han sido extraordinariamente expansivas y se han producido amplias inyecciones de liquidez, que facilitan los trasvases de flujos a las economías emergentes.

La magnitud de estos cambios se refleja en la evolución de los flujos brutos de capital. El panel izquierdo del gráfico 2 muestra los flujos de entrada de capitales en las economías desarrolladas y las emergentes desde 2004 hasta inicios de 2011<sup>1</sup>. En 2007, las economías desarrolladas llegaron a recibir ocho billones de dólares anuales, tras un crecimiento muy intenso desde el inicio de siglo, sobre todo en los años anteriores a la crisis (a un ritmo superior al 30 % anual). Los flujos a las economías emergentes representaban una proporción muy inferior, de unos 1,2 billones de dólares, si bien crecían a ritmo aún más rápido (multiplicándose por cinco desde 2004). La crisis financiera iniciada en el verano de 2007

supuso un freno y una fuerte corrección posterior de los flujos de capitales, que llegaron a ser holgadamente negativos en las economías desarrolladas (las desinversiones superaron las inversiones) y se frenaron en las emergentes. Resulta más llamativa aún la diferencia en el perfil de recuperación. Mientras que en las economías desarrolladas se estabilizaron por debajo de los cuatro billones de dólares a principios del año pasado —una reducción de más de la mitad respecto al máximo previo—, en las economías emergentes se iban acercando al billón de dólares, un tercio menos que antes de la crisis, pero en ascenso. De este modo, la diferencia entre los flujos a emergentes y a desarrollados se ha reducido notablemente.

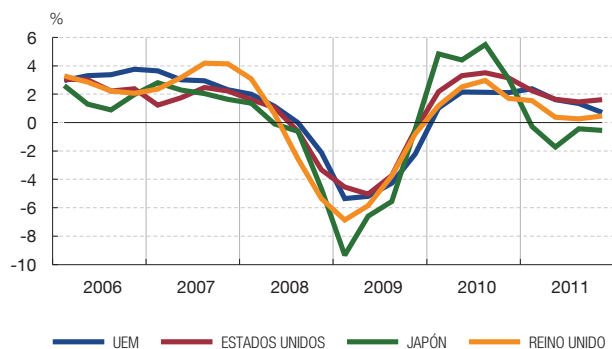
La recuperación de las economías emergentes en su conjunto esconde importantes diferencias entre regiones, dependiendo del impacto de la crisis. Como puede observarse en el panel derecho del gráfico 2, las economías de Europa del Este, que sufrieron la crisis con mayor virulencia y siguen más expuestas por su cercanía al área del euro, experimentaron una reducción mayor de los flujos de entrada, de la que apenas se han recuperado. Por el contrario, los países latinoamericanos han superado con creces el nivel de flujos de entrada previo a la crisis y han marcado un nuevo máximo a principios de 2012. La muestra de países asiáticos —de la que está excluida China— se sitúa en una posición intermedia: los flujos llegaron a ser negativos a inicios de 2009, se recuperaron con mucha intensidad, pero no han vuelto a alcanzar los niveles previos.

En definitiva, la crisis está suponiendo un retraimiento y recomposición notable en el proceso de integración financiera internacional. Mientras que se ha producido una reducción notable de los flujos a (y entre) las economías desarrolladas, algunas economías emergentes —sobre todo, en América Latina— siguen incrementando su integración financiera. Es difícil evaluar en qué medida estos cambios son estructurales o son el resultado de una integración excesivamente rápida en los años previos a la crisis en las economías avanzadas —impulsada, por ejemplo, por la proliferación de productos financieros complejos—, o implican una sobre-reacción a la baja en un entorno de crisis, reajuste e incertidumbre. Sin duda, estos últimos factores también condicionan la evolución reciente de los flujos a economías emergentes, pero, en todo caso, se observa que en este grupo de países la profundización de su integración financiera internacional sigue su curso, en muchos casos apoyada en una buena situación relativa de sus fundamentales.

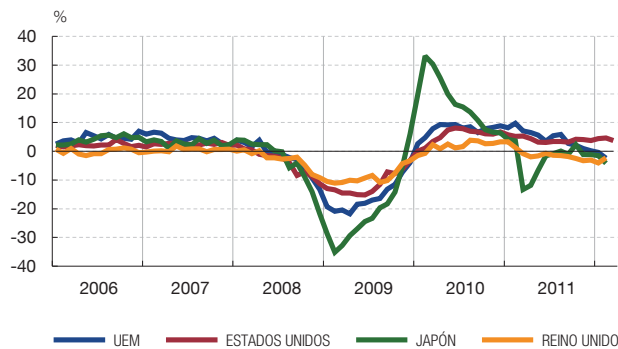
<sup>1</sup> La muestra es muy amplia en cada grupo, aunque no se incluyen —por falta de datos trimestrales— algunos países relevantes, como China. Los datos son brutos, es decir, agregan las entradas anuales en cada país (los flujos entre países no se compensan) y, por tanto, son indicativos del nivel de integración financiera de cada grupo. Las cifras recogen los flujos anuales acumulados, con frecuencia trimestral.

cierto debilitamiento hacia el final del mismo. Los indicadores relativos al consumo se mantienen sólidos, aunque el descenso de la renta disponible real suscita alguna duda sobre la fortaleza del mismo. La información del mercado laboral apunta a una consolidación de su recuperación —si bien los datos de marzo debilitaron esta señal—, con un aumento del ritmo de creación neta de empleo y una reducción de la tasa de paro hasta el 8,2%. En el mercado de la vivienda, el stock de viviendas sin vender —en términos de meses de ventas— se ha reducido, favorecido por el continuado ajuste de los precios de la

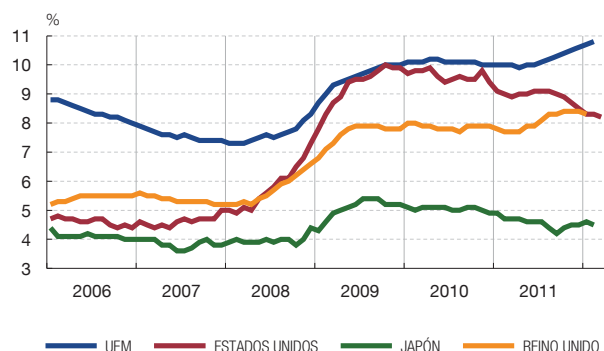
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



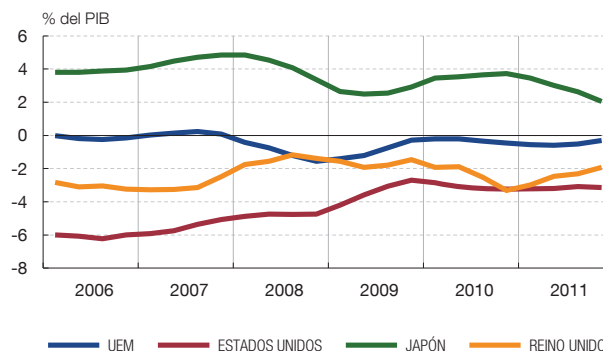
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



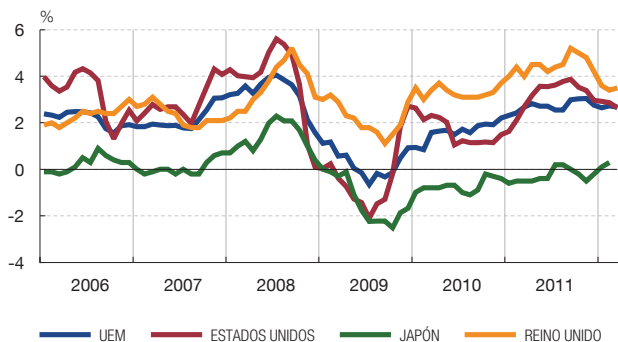
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

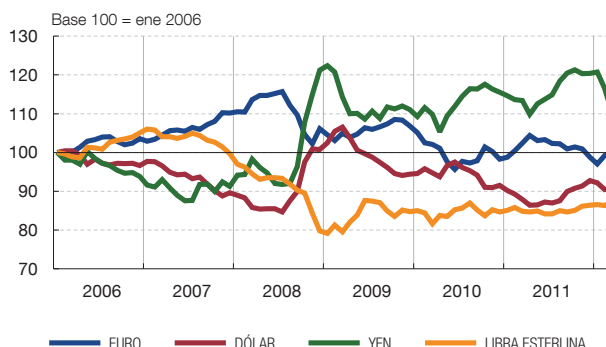
vivienda y por la mejora del mercado laboral, y a pesar de las duras condiciones crediticias. La inflación se moderó hasta el 2,7 % interanual en marzo, mientras que la inflación subyacente continuó en el 2,3 %. La Reserva Federal mantuvo el tono expansivo de la política monetaria y modificó su estrategia de comunicación, fijando un objetivo numérico de inflación a largo plazo —para el deflactor del gasto en consumo— del 2 % y publicando las previsiones de la senda del tipo oficial, que se mantendría en su nivel actual hasta finales de 2014. En el plano fiscal, destacan el acuerdo para la extensión de algunas ayudas fiscales hasta el final de 2012 y la presentación del Anteproyecto de Ley de Presupuestos para 2013.

En Japón, el PIB se contrajo un 0,2 % en tasa trimestral (-0,6 % interanual) en el cuarto trimestre, por la contribución negativa de la demanda externa y de las existencias, mientras que la demanda interna privada mantuvo un tono expansivo. Los indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial y las encuestas de confianza empresarial, señalan una recuperación de la actividad en el primer trimestre, aunque persisten las dudas sobre la dinamización de la demanda externa. Por el lado de la demanda, el consumo ha mostrado un comportamiento relativamente sólido, debido en parte al impulso de los subsidios públicos a la compra de automóviles, y la inversión en vivienda ha comenzado a repuntar, apoyada en la demanda de reconstrucción. En el ámbito externo, la balanza comercial mantuvo un saldo deficitario durante el trimestre, a pesar de la incipiente mejora de las exportaciones. En el mercado laboral, la tasa de paro se situó en el entorno del 4,5 % durante el trimestre, habiéndose observado una recuperación del empleo y de la población

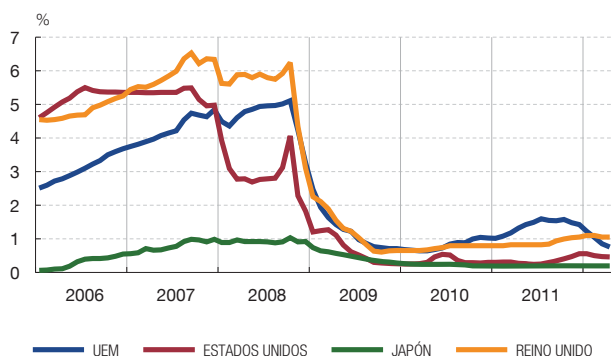
PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



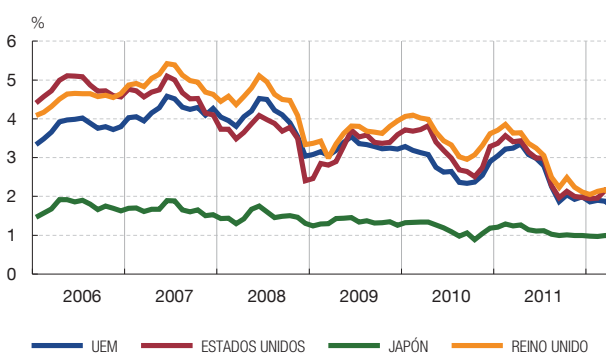
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



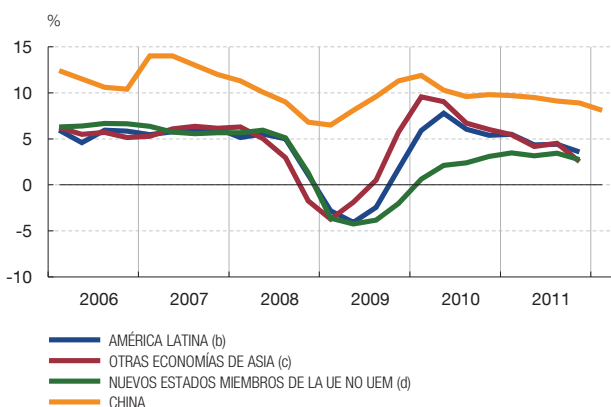
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

activa. Por su parte, la inflación se situó en el 0,3 % interanual en febrero, mientras que la tasa subyacente moderó su ritmo de descenso hasta el -0,6 % interanual. El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,1 %, amplió su programa de compra de activos hasta los 30 billones de yenes (equivalentes al 6,4 % del PIB) y concretó el objetivo de estabilidad de precios a largo plazo en el 1 % en promedio.

En el Reino Unido, el PIB registró una contracción en el cuarto trimestre del 0,3 % en tasa trimestral (un 0,5 % interanual), arrastrado por la aportación negativa de la variación de existencias. Los indicadores de mayor frecuencia del primer trimestre ofrecen señales heterogéneas. Los de confianza empresarial indican una expansión de la actividad generalizada por sectores, que no se ha visto confirmada, en las manufacturas, por los datos de producción industrial. Las ventas minoristas cayeron en febrero, tras dos meses de subidas, y la confianza del consumidor hizo lo propio en marzo. El mercado laboral mantiene un tono de debilidad, pues la tasa de paro permaneció en el entorno del 8,3 % en febrero, los salarios continuaron moderándose y el nivel de empleo, si bien repuntó ligeramente, sigue lastrado por la pérdida de empleo público. La inflación en el trimestre se moderó hasta el 3,5 % en marzo y la tasa subyacente se redujo hasta el 2,5 %, aunque comienzan a aflorar tensiones inflacionistas en los precios industriales. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 0,5 % y amplió su programa de compra de activos en 50 mm de libras, hasta los 325 mm. Finalmente, el Gobierno ha presentado en marzo un

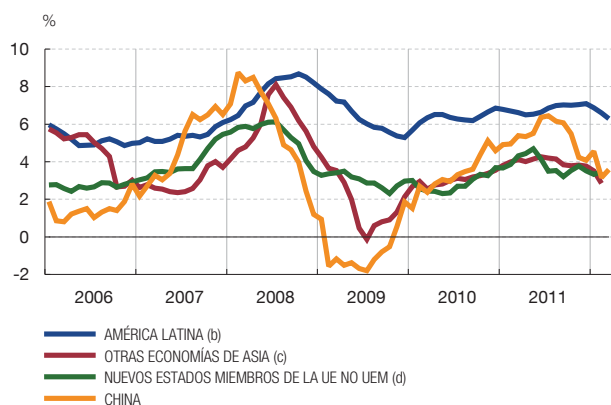
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



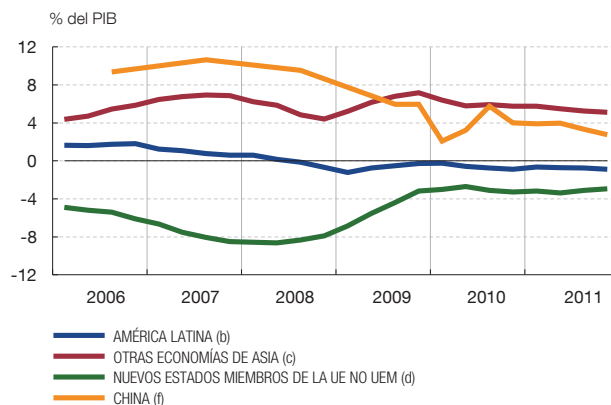
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



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

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

presupuesto austero para el año fiscal 2012/2013, en línea con su compromiso de consolidación fiscal.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció en promedio un 2,8 % interanual en el cuarto trimestre de 2011, tasa inferior al 3,4 % registrado en el tercero. La desaceleración fue generalizada, si bien destacaron las contracciones intertrimestrales observadas en Rumanía y la República Checa —en esta última, por segundo trimestre consecutivo—. Los datos más recientes de producción industrial apuntan a una nueva moderación de la actividad en los primeros meses de 2012. La inflación en la región aumentó en los dos primeros meses del año, sobre todo como consecuencia del aumento de tipos impositivos en la República Checa y en Hungría. Los bancos centrales mantuvieron sin cambios los tipos oficiales, con la excepción de Rumanía, que los redujo en 50 pb, hasta el 5,25 %, en un contexto de debilidad económica y reducida inflación. Finalmente, cabe destacar la decisión del Consejo Europeo de suspender la concesión de unos 500 millones de

euros (equivalentes al 0,5 % del PIB) del Fondo de Cohesión a Hungría, ante la ausencia de un compromiso efectivo del Gobierno de este país para la reducción del déficit.

En China, el PIB del primer trimestre de 2012 aumentó un 8,1 % interanual (frente al 9,1 % del trimestre anterior), el menor registro en los últimos tres años, acentuándose la tendencia a la moderación del crecimiento, que sigue apoyándose principalmente en la fortaleza de la demanda interna, pues la externa ha continuado su ajuste, en buena medida, por la caída de las exportaciones hacia Europa. La tasa de inflación continuó su reducción gradual durante el trimestre, con cierto repunte en marzo, hasta el 3,6 %, por el incremento de los precios de los alimentos, aunque se mantiene por debajo del objetivo para 2012 (4 %). En un contexto de riesgos a la baja para el crecimiento, tanto por la atonía de la demanda externa como por la menor actividad en el mercado inmobiliario, el banco central redujo el coeficiente de reservas para los bancos comerciales en 50 pb (hasta en 2 pp en algún caso); también duplicó la banda diaria de fluctuación del yuan, hasta el 1 %. Finalmente, el Gobierno ha reducido el objetivo oficial de crecimiento del PIB para 2012 hasta el 7,5 %, frente al 8 % mantenido desde 2005, aunque esta cifra ha sido superada sistemáticamente. En las demás economías de Asia emergente, el crecimiento interanual del PIB se desaceleró hasta el 4,3 % interanual en el cuarto trimestre de 2011. Los datos de producción industrial de enero y febrero sugieren una prolongación de esta moderación de la actividad. Asimismo, durante el primer trimestre de 2012 continuó el suave descenso de la inflación interanual en la mayoría de los países del área, si bien se registraron repuntes en la India en febrero, y en Tailandia e Indonesia en marzo, por el alza de precios de los alimentos y la energía. Los tipos oficiales se redujeron en India, Tailandia y Filipinas, manteniéndose el tono de la política monetaria en el resto de la región.

En América Latina, el PIB registró un avance del 0,6 % intertrimestral en el cuarto trimestre, por el menor dinamismo de la actividad en México, Argentina y Brasil, confirmando la tendencia de desaceleración iniciada en el trimestre anterior y en contraste con la fortaleza mostrada en el primer semestre de 2011. En términos interanuales, el crecimiento fue del 3,6 %, frente al 4,4 % del trimestre previo. No obstante, los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al primer trimestre de 2012 sugieren una cierta recuperación de la actividad. Por su parte, la inflación en el área mostró una apreciable corrección durante el primer trimestre, hasta el 6,2 % interanual, frente al 7,1 % del trimestre anterior. En el ámbito de la política monetaria, el banco central de Chile redujo de forma inesperada los tipos de interés oficiales en 25 pb en enero, hasta el 5 %, y los mantuvo inalterados en las reuniones posteriores ante el dinamismo de la demanda interna. En Brasil, el banco central continuó con el ciclo de bajadas del tipo oficial, que redujo en un total de 200 pb, hasta el 9 %. Por su parte, en Colombia se mantuvo el ciclo de subidas hasta febrero, interrumpiéndose en marzo. En el ámbito fiscal, el Gobierno brasileño anunció un plan de estímulo de la inversión industrial, que incluye reducciones selectivas de impuestos y una dotación de recursos al Banco de Desarrollo de Brasil (BNDES) del 1 % del PIB. Por último, en Argentina se aprobó la reforma de la Ley de Convertibilidad y de la Carta Orgánica del banco central, que amplía los límites de la financiación que el banco central puede otorgar al Tesoro y permite un uso más discrecional de las reservas internacionales; los objetivos del banco central se han ampliado más allá de la estabilidad monetaria, y se ha otorgado un mayor papel al banco central para orientar el crédito hacia ciertas actividades. Asimismo, la retirada sucesiva de diversas concesiones de explotación a YPF por parte de varias provincias argentinas culminó con el envío del Gobierno argentino al Congreso de un proyecto de ley para expropiar a Repsol del 51 % del capital de YPF (Repsol mantenía una participación del 57,43 %) y la intervención de la empresa mediante un Decreto de Necesidad y Urgencia. No se conoce la cuantía de la compensación ni el origen de los fondos para el pago de la misma.

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

En el primer trimestre de 2012 se produjo una cierta relajación de las tensiones financieras que habían afectado con especial intensidad al conjunto del área del euro en la segunda parte de 2011. El alivio se ha visto reflejado en la evolución de la mayor parte de indicadores financieros, si bien su manifestación más evidente ha sido la mejora experimentada en las condiciones de acceso a la financiación por parte de los bancos, lo que ha reducido el riesgo de que se produzca, en el conjunto del área, un episodio de contracción traumática de la oferta de crédito (véase recuadro 3). Las medidas de política monetaria, convencionales y no convencionales, adoptadas por el BCE en los últimos meses de 2011 y, en particular, las dos operaciones de inyección de liquidez a tres años, la aprobación del segundo programa de ayuda a Grecia tras la reestructuración con éxito de su deuda en manos privadas y los avances en el diseño de la gobernanza económica del área, han supuesto pasos importantes para recuperar la confianza. No obstante, la situación continúa siendo inestable, como demuestra el rebrote de las tensiones que se ha producido en abril y que ha afectado de forma particular a España y a Italia, como consecuencia de las dudas surgidas en torno a los procesos de ajuste en los que se hallan inmersas estas economías.

En este contexto, la evolución de los indicadores económicos publicados más recientemente es indicativa de un estancamiento o una ligera contracción de la actividad del conjunto del área en el primer trimestre del año. Más a medio plazo, las predicciones publicadas por los diversos organismos internacionales y analistas privados coinciden en anticipar una tasa de crecimiento del PIB ligeramente negativa para el conjunto de 2012, compatible con una recuperación gradual en la segunda parte del año, que vendría impulsada por el impacto positivo de los bajos tipos de interés, las medidas adoptadas en los diversos frentes para restablecer el normal funcionamiento del sistema financiero y recuperar la confianza de los agentes, y la mayor fortaleza del comercio mundial. No obstante, en torno a este escenario central existen una gran incertidumbre y riesgos a la baja asociados a los posibles avatares de la crisis de la deuda soberana y a un potencial aumento de los precios de las materias primas.

La inflación de la zona del euro es probable que se mantenga por encima del 2 % hasta principios de 2013, impulsada, principalmente, por el aumento de los precios de la energía y las subidas de los impuestos indirectos. Más a medio plazo, el entorno de debilidad económica dominante en el conjunto del área no permite anticipar tensiones inflacionistas subyacentes en un contexto en el que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. Juzgando que los riesgos para dicho objetivo están equilibrados en el horizonte relevante de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE dejó inalterados los tipos de interés en sus reuniones de febrero, marzo y abril.

Por su parte, la Unión Europea ha seguido dando pasos encaminados a reformar la gobernanza del área del euro y reforzar los mecanismos de gestión y resolución de crisis que han sido creados durante la crisis actual. El 2 de marzo, veinticinco Estados miembros firmaron el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM que incorpora el Pacto Fiscal, por el que se comprometieron a trasladar a los marcos legales nacionales una regla de equilibrio presupuestario más estricta que la que ya existe en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y que favorece el equilibrio de las finanzas públicas a lo largo del ciclo. El Tratado entrará en vigor previsiblemente el 1 de marzo de 2013, cuando lo hayan

ratificado al menos doce de los diecisiete Estados miembros de la UEM. En esta línea de reforzar la función de vigilancia, la Comisión presentó el 14 de febrero su primer *Informe anual del mecanismo de alerta*, diseñado para detectar y corregir situaciones de riesgo en el ámbito macroeconómico y que dará lugar, en los próximos meses, a un examen a fondo por parte de la Comisión de los países identificados. Por su parte, el 30 de marzo, el Eurogrupo decidió reforzar la capacidad de préstamo de los actuales mecanismos de gestión de crisis (véase recuadro 2).

En el frente fiscal, el deterioro generalizado de las finanzas públicas durante la crisis ha convertido la consolidación fiscal en la principal prioridad de política económica en aquellos países que han venido experimentando mayores dificultades. En un contexto en el que los ajustes requeridos son muy elevados en varios casos, es esencial que las medidas que se habrán de implementar se diseñen con vistas a garantizar la capacidad de crecimiento a largo plazo de las economías al tiempo que se trata de minimizar sus inevitables efectos de corto plazo. El Consejo Europeo de marzo estableció las líneas estratégicas a este respecto.

### 3.1 Evolución económica

Según los datos de Contabilidad Nacional del área del euro, el PIB se redujo un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2011, tras haber aumentado un 0,1 % tres meses antes, configurándose, así, un segundo semestre de 2011 de fuerte desaceleración (véase cuadro 1). La contracción afectó a todos los componentes de la demanda interna, mientras que la demanda exterior neta experimentó una contribución positiva al PIB como consecuencia de que las exportaciones se redujeron menos de lo que lo hicieron las importaciones. En este contexto, el empleo sufrió una caída adicional del 0,2 % respecto al trimestre anterior, que se tradujo en la primera tasa interanual negativa desde 2010 (véase gráfico 8). El retroceso del PIB fue generalizado entre los países grandes de la UEM, con la excepción de Francia, que registró un crecimiento moderado. En el promedio del año, el conjunto del área avanzó un 1,5 % (1,9 % en 2010), aunque las diferencias entre países fueron notables, destacando la fortaleza de Alemania y Austria y, en menor medida, de Francia, frente al modesto dinamismo de España e Italia y la recesión en los países con programa, especialmente Grecia y Portugal.

La información coyuntural más reciente sugiere algunos signos de estabilización de la actividad en un nivel bajo (véase gráfico 9). Desde el lado de la oferta, la producción industrial se incrementó ligeramente en enero y febrero, pero los nuevos pedidos industriales mantuvieron un tono muy débil en este inicio del año. Por su parte, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras referidos a la industria y los servicios continúan en niveles inferiores al umbral teórico de expansión tras aumentar en el conjunto del primer trimestre y experimentar un cierto retroceso en marzo. La construcción, pese a las ligeras mejoras respecto al cuarto trimestre, mantiene el tono de extrema debilidad. En el ámbito laboral, los indicadores de expectativas de creación de empleo en la industria y los servicios frenaron algo el deterioro registrado en el trimestre anterior, mientras que la tasa de paro volvió a incrementarse una décima en febrero, hasta el 10,8 %.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo mostraron un tono muy débil, similar al de los últimos meses de 2011. Así, las mejoras de las ventas minoristas con las que se inició el año no se consolidaron en febrero y la confianza de los consumidores continuó por debajo de la media histórica. Por su parte, la matriculación de automóviles y la disposición para la compra de bienes duraderos mantuvieron un tono muy deprimido en el transcurso del trimestre. En general, la debilidad de la renta real, consecuencia



|   | 2010   |       | 2011  |       |        |       | 2012  |       |
|---|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|   | III TR | IV TR | I TR  | II TR | III TR | IV TR | I TR  | II TR |
| <b>CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)</b> |        |       |       |       |        |       |       |       |
| Producto interior bruto   | 0,4    | 0,3   | 0,7   | 0,1   | 0,1    | -0,3  |       |       |
| Consumo privado   | 0,3    | 0,4   | 0,0   | -0,5  | 0,2    | -0,5  |       |       |
| Consumo público   | 0,1    | 0,1   | 0,0   | 0,0   | -0,2   | -0,3  |       |       |
| Formación bruta de capital fijo   | 0,1    | -0,5  | 1,6   | -0,2  | -0,2   | -0,5  |       |       |
| Importaciones   | 1,6    | 1,5   | 0,7   | 0,4   | 0,7    | -1,4  |       |       |
| Exportaciones   | 2,1    | 1,5   | 1,3   | 1,2   | 1,4    | -0,4  |       |       |
| <b>Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)</b>                             |        |       |       |       |        |       |       |       |
| Demanda interna, excluidas existencias  | 0,2    | 0,2   | 0,3   | -0,3  | 0,0    | -0,4  |       |       |
| Variación de existencias  | -0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | -0,2   | -0,3  |       |       |
| Demanda exterior neta   | 0,3    | 0,1   | 0,3   | 0,4   | 0,4    | 0,4   |       |       |
| PIB (tasa de variación interanual)  | 2,1    | 2,1   | 2,4   | 1,6   | 1,3    | 0,7   |       |       |
| <b>INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)</b>                                  |        |       |       |       |        |       |       |       |
| IPI ajustado de días laborables y estacionalida   | 0,8    | 1,8   | 1,1   | 0,2   | 0,7    | -2,0  | -0,6  |       |
| Sentimiento económico   | 101,9  | 105,3 | 106,9 | 105,2 | 98,4   | 93,6  | 94,1  |       |
| PMI compuesto   | 55,7   | 54,9  | 57,6  | 55,6  | 50,3   | 47,2  | 49,6  |       |
| Empleo  | 0,0    | 0,2   | 0,0   | 0,2   | -0,2   | -0,2  |       |       |
| Tasa de paro  | 10,1   | 10,1  | 10,0  | 10,0  | 10,2   | 10,5  | 10,8  |       |
| <b>INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)</b>               |        |       |       |       |        |       |       |       |
| IAPC  | 1,9    | 2,2   | 2,7   | 2,7   | 3,0    | 2,7   | 2,7   |       |
| IPRI  | 4,3    | 5,4   | 6,8   | 5,9   | 5,8    | 4,3   | 3,6   |       |
| Precio del petróleo (valor en dólares)  | 78,4   | 92,3  | 115,4 | 114,9 | 114,8  | 108,7 | 126,8 | 121,6 |
| <b>INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)</b>                                      |        |       |       |       |        |       |       |       |
| Rendimiento deuda pública a diez años UEM   | 3,5    | 4,1   | 4,6   | 4,4   | 4,0    | 4,1   | 3,3   | 3,4   |
| Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM  | -1,01  | -0,78 | -1,14 | -1,30 | -2,06  | -2,17 | -1,12 | -1,39 |
| Tipo de cambio dólar/euro   | 1,365  | 1,336 | 1,421 | 1,445 | 1,350  | 1,294 | 1,336 | 1,309 |
| Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)  | -6,3   | -8,2  | 3,4   | 3,7   | 0,7    | -2,1  | 0,9   | -0,4  |
| Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)   | -7,4   | -5,8  | 4,2   | 2,0   | -22,0  | -17,1 | 6,9   | -1,4  |

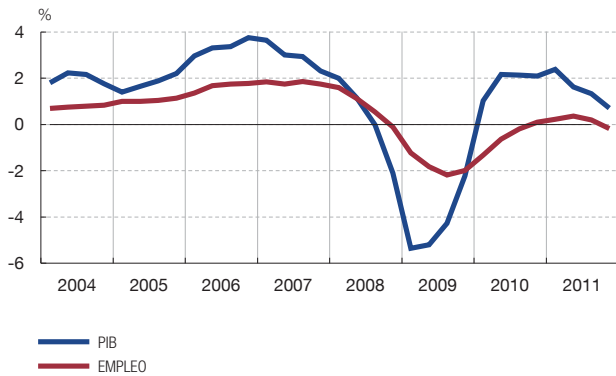
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 19 de abril de 2012.

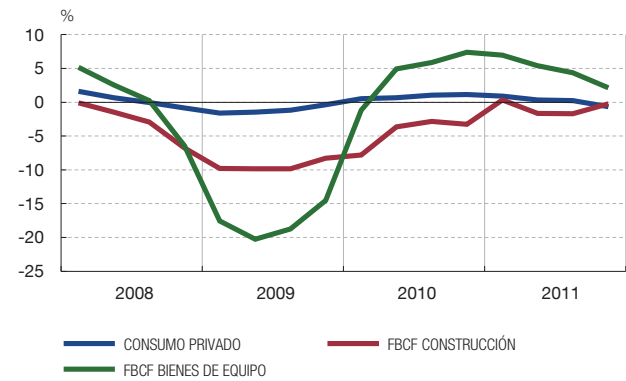
b Variación porcentual acumulada en el año.

de la fragilidad del mercado de trabajo y el aumento de la inflación, está limitando el potencial impulso del consumo privado sobre el crecimiento del PIB. En un contexto en el que varios países del área están llevando a cabo importantes esfuerzos de consolidación fiscal, no es previsible tampoco un fortalecimiento del consumo o la inversión públicas. Por lo que respecta a los indicadores de inversión privada, cuya evolución aparece muy condicionada por el comportamiento de la demanda externa, el grado de utilización de la capacidad productiva, aunque continúa por debajo de su media histórica, avanzó ligeramente tras la interrupción observada desde mediados de 2011, y la cartera de pedidos experimentó un nuevo deterioro en el promedio del trimestre. Finalmente, como dato positivo, la información procedente de la balanza comercial sugiere un incremento de las exportaciones para el período de enero-marzo, en línea con la mayor fortaleza del comercio mundial. Muestra de ello es el superávit comercial registrado en febrero. Las expectativas de exportación recobraron fuerza a principios del año, aunque la cartera de pedidos exteriores siguió sin despegar, tras los malos resultados de los últimos meses del año.

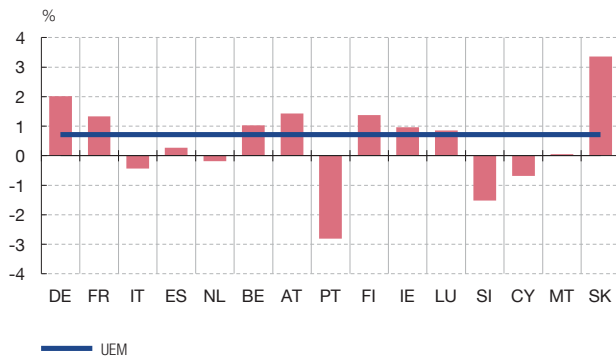
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanual



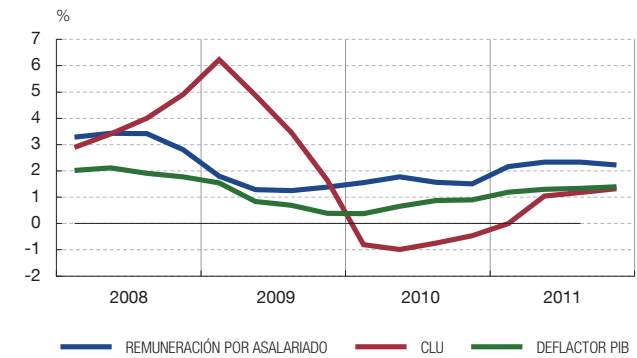
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Cuarto trimestre de 2011



SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual

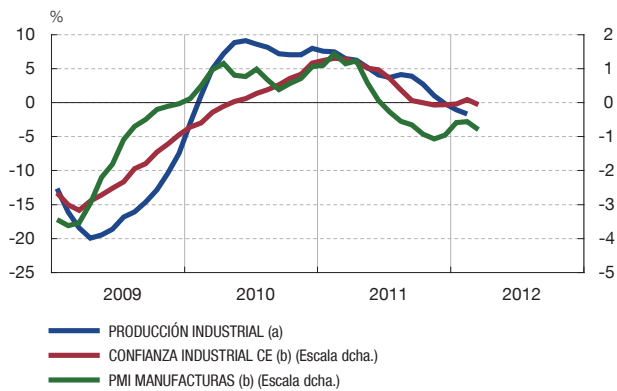


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

En definitiva, los indicadores disponibles apuntan a un estancamiento o ligera contracción del PIB en la zona del euro en el primer trimestre del año (véase cuadro 1). Más a medio plazo, las previsiones más recientes publicadas por diferentes organismos internacionales y analistas privados mantienen un escenario central de leve recesión en el conjunto de 2012, compatible con una cierta recuperación en la segunda parte del año, impulsada por el tono acomodaticio de la política monetaria, el despliegue del amplio conjunto de medidas extraordinarias adoptadas en diferentes frentes para restablecer el normal funcionamiento del sistema financiero y mejorar la confianza en el área del euro y la mayor fortaleza del comercio mundial. En sentido contrario, el proceso de ajuste de los balances en el que están inmersos los sectores financieros y no financieros y el alto desempleo en algunos países de la zona del euro pueden seguir lastrando el ritmo de crecimiento. En torno a este escenario central prevalecen riesgos a la baja, asociados, sobre todo, a posibles tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro, su impacto en las condiciones de crédito y su posible extensión a la economía real, y —en el ámbito externo— a potenciales nuevos incrementos del precio de las materias primas.

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en marzo, coincidiendo con la registrada en los tres meses anteriores. Este dato fue compatible con una inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, que se estabilizó en el entorno del 1,9% durante el primer trimestre del año (véase gráfico 10). A corto plazo, es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% hasta principios de 2013, debido, principalmente, a los recientes aumentos en los precios de la energía y a las subidas en los impuestos. Más a

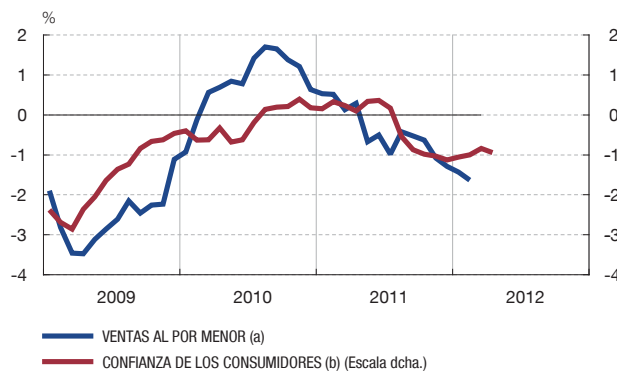
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



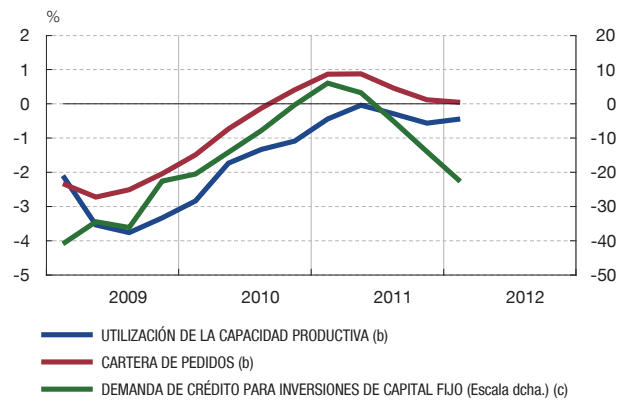
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



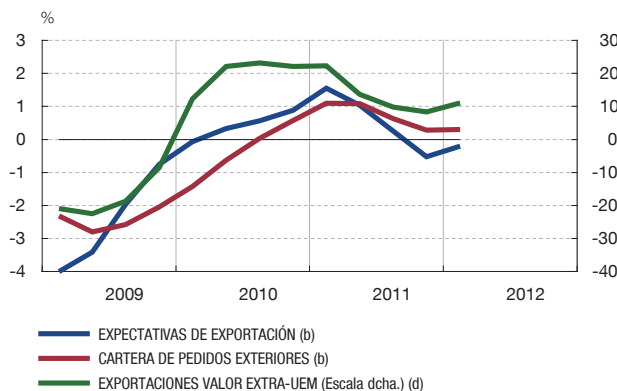
INDICADORES DE CONSUMO



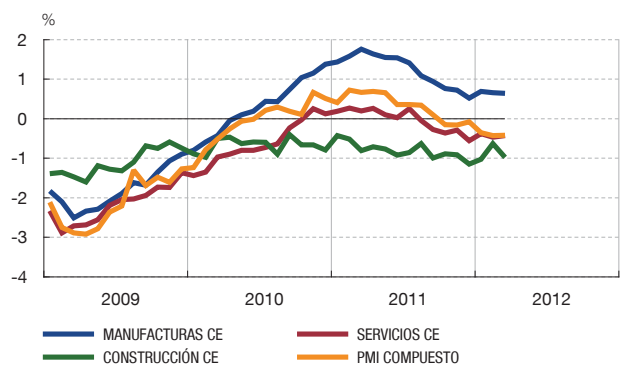
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)

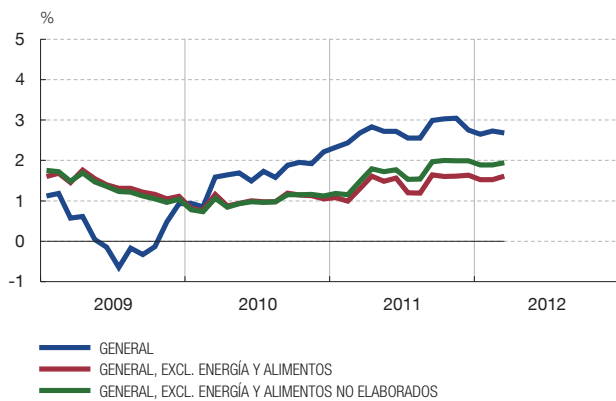


FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

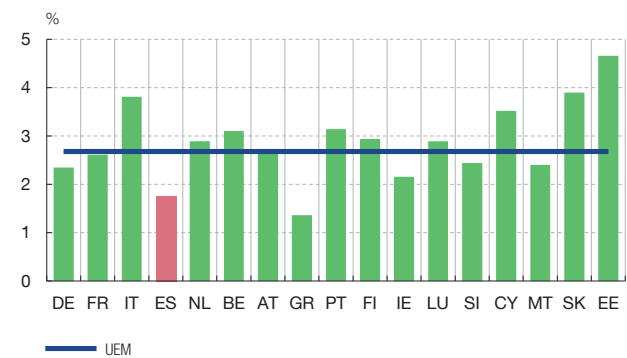
- a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b Series normalizadas.
- c Encuesta de préstamos bancarios. Indicador = porcentaje entidades que señalan aumento considerable + porcentaje entidades que señalan cierto aumento × 0,5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

medio plazo, sin embargo, las perspectivas existentes apuntan a que esta se situará en niveles compatibles con la estabilidad de precios, con riesgos que, en general, se considerarán equilibrados (véase cuadro 2). Por su parte, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

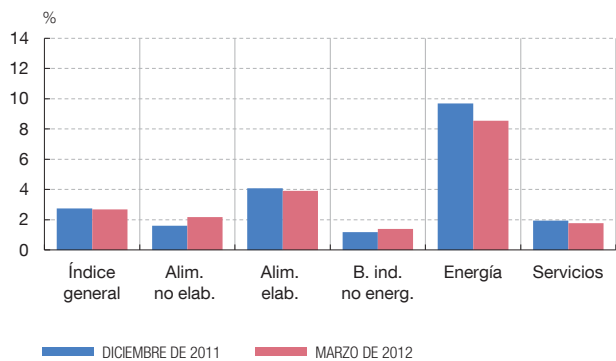
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



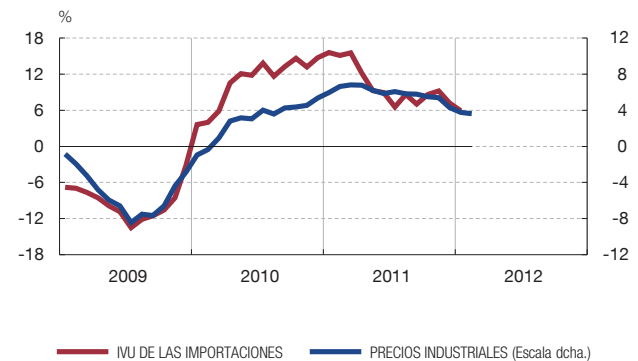
IAPC GENERAL  
(Marzo 2012)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

CUADRO 2

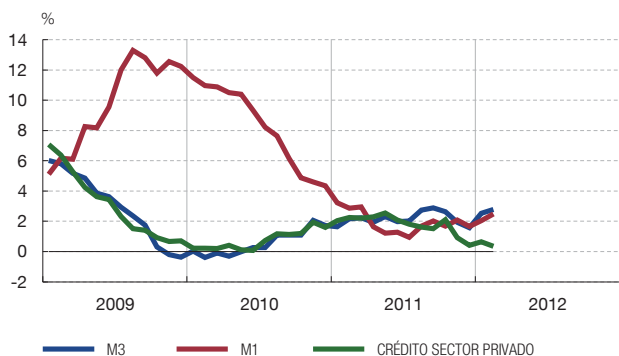
|                                    | 2012     |         | 2013    |         |
|------------------------------------|----------|---------|---------|---------|
|                                    | PIB      | IAPC    | PIB     | IAPC    |
| BCE (marzo de 2012)                | -0,5-0,3 | 2,1-2,7 | 0,0-2,2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

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

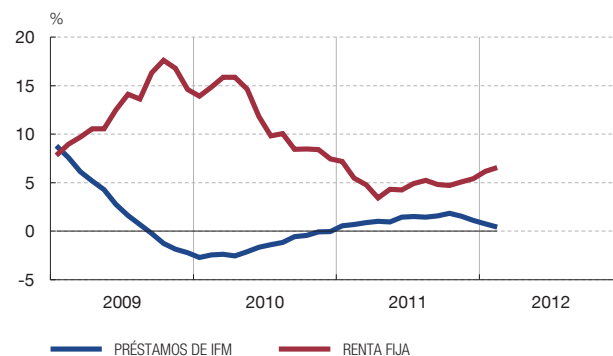
a Tasas de variación anual.

La balanza por cuenta corriente de la UEM, de acuerdo con las estimaciones publicadas por el BCE, acumuló entre enero y febrero de 2012 un déficit de 16 mm de euros (un 1 % del PIB de la UEM), por debajo de los 22,3 mm de euros (1,5 % del PIB) observados en el mismo período del año anterior. Esta mejoría obedeció a que, con la excepción de la balanza de servicios, cuyo superávit disminuyó ligeramente, el resto de componentes mostró un comportamiento más favorable. Por su parte, en relación con la cuenta financiera

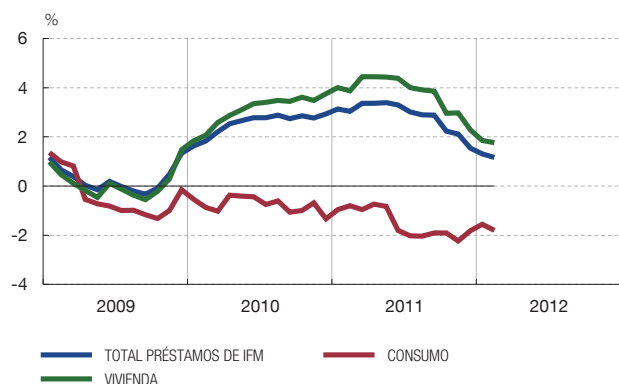
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanual



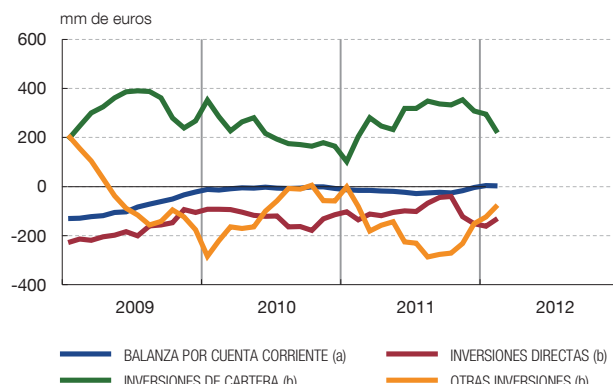
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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.

durante el mismo período, las salidas netas de capital en forma de inversión directa ascendieron a 11,7 mm de euros, tras los 32,4 mm de euros entre enero y febrero de 2011, mientras que, en forma de inversión de cartera, se produjo una salida neta de 25,3 mm de euros, frente a las entradas de 63,2 mm del mismo período del año anterior. Con todo, el saldo negativo de la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, alcanzó los 53 mm de euros, tras el superávit de 8,5 mm registrado entre enero y febrero de 2011 (véase gráfico 11).

De acuerdo con las medidas recogidas en los presupuestos, el tono de la política fiscal para 2012 seguirá manteniendo un carácter marcadamente contractivo, previéndose tanto un nuevo descenso del déficit público para el conjunto del área como una acumulación más lenta de deuda pública (véase cuadro 3). En particular, y según las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2011, el déficit se situó en el 4,1 % del PIB en 2011 y, para 2012, se espera un 3,4 %, mientras que la deuda aumentará hasta el 90,4 % en este año. Este comportamiento agregado esconde notables diferencias entre los países de la zona del euro. En Grecia, el nuevo programa anticipa una reducción del déficit de 2 pp en 2012, hasta el 7,3 % del PIB, basada en ajustes del gasto farmacéutico, pensiones, inversión pública y defensa. Por su parte, en Portugal, los presupuestos para 2012 recogen nuevas medidas de consolidación para situar el déficit en el 4,5 % del PIB, entre las que destaca un nuevo recorte de los salarios públicos y de las pensiones. En Irlanda, tras la valoración

% del PIB

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

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

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

positiva de la UE y el FMI en el contexto del programa de asistencia financiera, más de la mitad de las medidas de consolidación fiscal de 2012 recaen en reducciones del gasto, y el resto, en aumentos del IVA y de algunos precios administrados. De forma similar, las medidas anunciadas para este año en Italia incluyen una reforma de las pensiones y aumentos de los impuestos indirectos con el objetivo de ahorrar 1,3 pp del PIB en 2012. Por el contrario, los resultados de las cuentas de las AAPP en Alemania han sido mejores de lo esperado, debido a la favorable evolución de los ingresos, mientras que en Francia el Gobierno ha aprobado un paquete de medidas de apoyo al empleo y la competitividad, neutrales en términos presupuestarios.

A lo largo del mes de abril, los Estados miembros deberán presentar a la Comisión Europea los programas de estabilidad en los que se detallan sus planes presupuestarios a medio plazo. Los países con un procedimiento de déficit excesivo abierto, en la actualidad todos los de la UE con la excepción de Finlandia, Luxemburgo, Estonia y Suecia, también tienen que especificar las medidas que van a tomar para su corrección en el horizonte temporal previsto en cada caso.

Finalmente, en los últimos meses, se han dado pasos en la reforma de la gobernanza económica del área del euro que reflejan un mayor compromiso de los países miembros para avanzar hacia una mayor coordinación de las políticas económicas nacionales en

consonancia con el alto nivel de interdependencia de sus economías. En particular, tras la firma, el 2 de marzo, del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM que incorpora el Pacto Fiscal que los jefes de Estado y de Gobierno habían acordado el 9 de diciembre, los Estados miembros se comprometieron a introducir, en el transcurso de un año y preferentemente a nivel constitucional, una regla de presupuesto equilibrado y un mecanismo de corrección automático a nivel nacional. En la práctica, ello supone un fortalecimiento de la norma presupuestaria sobre lo que se había acordado en el procedimiento de déficit excesivo dentro del PEC y es una importante autolimitación de los Gobiernos respecto a los criterios de la deuda y del déficit. El Tratado contiene, además, el compromiso de profundizar en la coordinación económica, institucionalizándose, para ello, reuniones específicas de la eurozona. En la reunión del ECOFIN del 21 de febrero, se llegó a un importante acuerdo sobre la incorporación, previsiblemente en verano, de dos nuevas propuestas legislativas en materia de supervisión presupuestaria y una mayor vigilancia de los países de la eurozona. La primera prevé la alineación de los calendarios para la preparación de los presupuestos nacionales para ser evaluados a nivel europeo antes de su aprobación definitiva, y la segunda prevé aumentar la vigilancia de los países con dificultades en términos de estabilidad financiera. Además, el 14 de febrero, la Comisión publicó su primer informe sobre el Mecanismo de Alerta en el marco del nuevo Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, de tal forma que, dejando al margen los países con un programa de asistencia financiera, otros doce deberán ser objeto de una revisión en profundidad para determinar si presentan desequilibrios que requieren acciones adicionales. Por último, se ha adelantado en un año la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad, y el 30 de marzo se reevaluó la idoneidad del tope global, decidiéndose su ampliación, al tiempo que se acordó acelerar los pagos del capital pendiente (véase recuadro 2).

Por último, en el Consejo Europeo de marzo, se establecieron de forma conjunta, dentro del nuevo marco del Semestre Europeo, las líneas estratégicas para el diseño de las respectivas políticas económicas y presupuestarias nacionales y se resaltó la necesidad de adoptar reformas estructurales para reavivar el crecimiento y el empleo. Por un lado, para compatibilizar la consolidación fiscal con un programa de crecimiento económico y del empleo, se señalaron diferentes enfoques, entre los que destacan: el diseño de unas prestaciones por desempleo que incentiven en mayor medida la búsqueda de empleo, la lucha contra la evasión y el fraude fiscal y compatibilizar la contención presupuestaria con el mantenimiento de la inversión en educación, investigación y desarrollo y en innovación. Por otro lado, se analizaron formas para mejorar la competitividad, destacándose experiencias positivas como la reducción de la carga fiscal del empleo, en especial para las rentas bajas; la apertura de los sectores protegidos, como los servicios profesionales y el comercio al por menor; la mejora del entorno empresarial, y la reducción de las barreras administrativas y la extensión de la Administración electrónica. También se resaltó la necesidad de aprovechar plenamente el Mercado Único.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

La relajación de las tensiones en los mercados de deuda soberana durante el primer trimestre de 2012 se reflejó de forma generalizada en los mercados financieros, que experimentaron en el conjunto del período una reducción de la volatilidad en el precio de los activos, una mejora en las condiciones de financiación en los mercados de capitales y una recuperación de los índices bursátiles y del tipo de cambio del euro. No obstante, en abril se han reproducido episodios de inestabilidad que respondieron a elementos idiosincrásicos y que afectaron de forma particular a Italia y, sobre todo, a España. A nivel más general, además de los progresos que se han seguido produciendo en el área de gobernanza, dos fueron los elementos más específicos que contribuyeron a revertir en buena medida la situación de grave

La crisis de la deuda soberana en el área del euro ha suscitado una respuesta de largo alcance por parte de las autoridades económicas, que ha requerido combinar actuaciones tanto a nivel nacional como del área en su conjunto. A este último nivel, las acciones se han centrado a su vez en dos frentes interdependientes: por un lado, el reforzamiento de la gobernanza del área del euro y, por otro, la creación de mecanismos de gestión y resolución de crisis no previstos en el Tratado para proporcionar asistencia financiera a los Estados miembros en dificultades, incorporando algunos elementos de solidaridad y mutualización de riesgos. En relación con este último, las autoridades europeas han establecido, primero como fórmula transitoria, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y, después, ya como un dispositivo permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

El proceso de negociación que desembocó en la creación de la FEEF y el MEDE ha sido prolongado y difícil, ya que el diseño de estos mecanismos plantea cuestiones políticamente delicadas de *riesgo moral (moral hazard)*, así como de reglas de reparto *ex ante* de las cargas financieras (*burden sharing*) que implicaría la materialización de los riesgos financieros asumidos. Desde el primer momento, hubo consenso en que debería combinarse una estricta condicionalidad, basada en programas ambiciosos de consolidación fiscal y de reformas estructurales que facilitasen el crecimiento a medio plazo, con la potencia financiera suficiente para proporcionar los recursos necesarios, que pueden alcanzar una magnitud elevada, cuando uno o más países los requieran. En cambio, las opiniones sobre el peso relativo que debía asignarse a cada

uno de estos componentes tardaron en converger. En su diseño inicial, la FEEF tendió a ponderar más el primero de ellos, de manera que el dispositivo parecía concebido para afrontar problemas de liquidez localizados, que se solventarían mediante la concesión de préstamos en condiciones no concesionales. Pero el carácter sistémico que fue adquiriendo la crisis puso de manifiesto la necesidad de incrementar su potencia, flexibilizar su operatividad y suavizar las condiciones de la asistencia financiera.

El proceso, que ha requerido modificaciones del Tratado de la Unión Europea, culminó con la firma del Tratado del Mecanismo Europeo de Estabilidad (en lo sucesivo, el Tratado) el 2 de febrero de 2012. El MEDE, cuyas principales características se recogen en el cuadro adjunto, se configura como una institución financiera supranacional, cuyo propósito es proporcionar asistencia financiera a aquellos países del área del euro que sufran o se vean amenazados por dificultades financieras de carácter grave, siempre que ello sea indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. El Tratado entrará en vigor una vez que sea ratificado por los países de la UEM que representen al menos un 90 de la participación de capital, lo cual se espera que haya ocurrido en julio de 2012.

Este mecanismo dispondrá de la flexibilidad operativa que se otorgó a la FEEF en la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de julio de 2011. En particular, el MEDE podrá conceder asistencia financiera con carácter precautorio para solventar problemas de liquidez en países con fundamentos económicos sólidos, adquirir

#### PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

|  |  |
|--|--|
| Estructura de capital                                  | Capital desembolsado: 80 mm de euros. Se hará efectivo en 5 tramos: los dos primeros, en julio y octubre de 2012; los dos siguientes, en 2013, y el último, en la primera mitad de 2014.<br>Capital exigible: 620 mm de euros.   |
| Distribución por países de las aportaciones de capital | En proporción a su participación en el capital del BCE, con una corrección a la baja transitoria para los países de menor renta.   |
| Capacidad crediticia                                   | Máximo de 500 mm de euros. Se fija en 700 mm de euros la capacidad crediticia conjunta del MEDE y la FEEF, cuyos derechos, obligaciones y compromisos irán siendo transferidos al MEDE hasta la total desaparición de aquella.   |
| Instrumentos de asistencia financiera                  | Préstamos.<br>Líneas de crédito (con carácter precautorio).<br>Préstamos otorgados específicamente para la recapitalización de entidades financieras.<br>Adquisiciones de títulos de deuda pública en los mercados secundarios y primarios.  |
| Coste y plazo de la asistencia financiera              | El tipo de interés se establecerá de modo que se cubran sus costes financieros y operativos, y se garantice un margen adecuado.<br>El plazo podrá extenderse hasta los 30 años.  |
| Operaciones de endeudamiento                           | El MEDE podrá endeudarse en los mercados de capitales con bancos, instituciones financieras y otras instituciones o personas.  |
| Órgano rector principal                                | Consejo de Gobierno, formado por los ministros de Economía y Finanzas de los países miembros del MEDE.   |
| Procedimientos de toma de decisiones                   | Por mutuo acuerdo del Consejo de Gobierno, definido como unanimidad de los participantes en la votación sin tener en cuenta las abstenciones. Se contempla un procedimiento de emergencia, que se empleará cuando la Comisión Europea y el FMI consideren que la asistencia financiera debe concederse con carácter urgente: en ese caso, las decisiones se tomarán por mayoría cualificada del 85 % de los votos. |

FUENTE: Comisión Europea.



deuda soberana en los mercados primarios y secundarios, y facilitar a los Gobiernos préstamos destinados a la recapitalización bancaria. El Tratado contempla también la posibilidad de apalancamiento del MEDE. Una diferencia sustancial respecto a la FEEF es su estructura de capital, que le da mayor solidez y efectividad. En particular, frente a la estructura de garantías en cascada de la primera, la existencia de capital (tanto de una parte inicial desembolsada como de otra adicional exigible) hace que el MEDE sea menos vulnerable al riesgo de que la solicitud de asistencia financiera por parte de un Estado miembro pueda desencadenar sucesivas rebajas de calificaciones crediticias de sus socios que terminen repercutiendo en la del propio mecanismo.

El proceso de concesión de ayuda financiera por parte del MEDE se iniciará con la petición realizada por un Estado miembro ante el Consejo de Gobierno del mecanismo. Este encargará a la Comisión y al BCE que realicen valoraciones del riesgo para la estabilidad financiera del área del euro, de la sostenibilidad de las finanzas públicas del país en cuestión y de sus necesidades de financiación reales y potenciales. Sobre esa base, el MEDE decidirá si es preciso proporcionar asistencia financiera al Estado miembro. En caso afirmativo, encargará a la Comisión, en conjunción con el BCE y, en su caso, el FMI, la tarea de negociar y rubricar con el país un convenio de cooperación que incluya las condiciones a cuyo cumplimiento queda supeditada la concesión de la ayuda. Finalmente, el MEDE aprobará el acuerdo de asistencia, en el que se especificarán sus aspectos financieros.

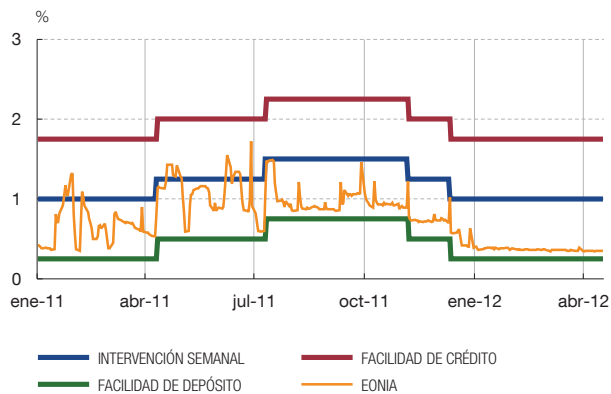
Las condiciones incorporadas en el convenio variarán en función de la severidad de las dificultades a que se enfrenta el país y también del instrumento financiero empleado para la concesión de la ayuda. Así, si el apoyo financiero del MEDE se materializa en forma de préstamo, el Tratado obliga a fijar a una condicionalidad más estricta de la política económica, que se plasme en la aplicación de un profundo programa de ajuste económico. Cuando se

empleen otros instrumentos de asistencia —líneas de crédito, préstamos para recapitalizar bancos o compra de deuda pública—, la condicionalidad no adoptará necesariamente un grado tan elevado de exigencia y podrá limitarse al cumplimiento continuado de determinados criterios especificados en el convenio de cooperación. En cualquiera de los casos, el Tratado fija como requisito para el otorgamiento de la ayuda, a partir del 1 de marzo de 2013, que el país socorrido haya ratificado el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la UEM (conocido como *fiscal compact* y que constituye una de las herramientas para el fortalecimiento de la gobernanza en la UEM) e implementado la regla de presupuesto equilibrado contenida en el mismo.

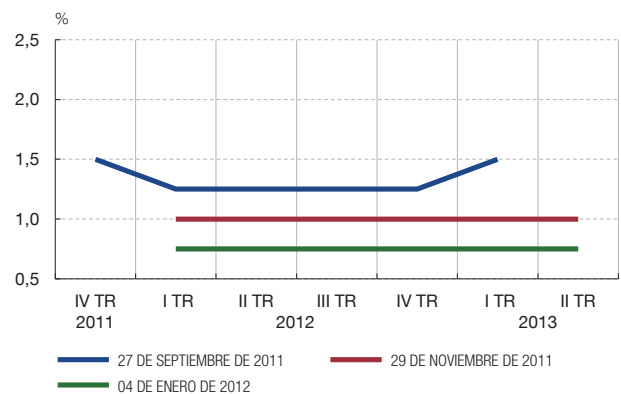
El MEDE cooperará estrechamente con el FMI, recabando su participación activa, tanto a nivel técnico como financiero, tal como ocurre en los programas de asistencia en vigor. El MEDE gozará de la condición de acreedor preferente por la financiación que conceda, si bien el FMI disfrutará de primacía frente a él. De acuerdo con la práctica habitual del FMI, se considerará en cada caso la participación de los acreedores privados en el marco de los programas de ayuda de modo que se garantice un reparto equilibrado de cargas entre aquellos y los contribuyentes. Esta participación podrá materializarse bien con el mantenimiento de modo voluntario de las tenencias de deuda pública del país implicado, bien a través de un proceso de renegociación de las condiciones de pago de la misma. Este proceso puede incluir una moratoria, una ampliación del vencimiento, una disminución del tipo de interés o un impago parcial. Para facilitar dicha negociación, el Tratado del MEDE obliga a la inclusión de las denominadas «cláusulas de acción colectiva» (CAC), a partir del 1 de enero de 2013, en los valores públicos con plazo de vencimiento superior a un año emitidos por los países de la UEM, de acuerdo con las cuales cualquier cambio en las condiciones de la deuda aceptado por una mayoría especificada de los tenedores será vinculante para todos ellos.

inestabilidad financiera que afectó al conjunto del área en la segunda mitad de 2011. En primer lugar, las decisiones de política monetaria del BCE, y en particular las dos operaciones de inyección de liquidez a tres años celebradas en diciembre del pasado ejercicio y febrero del actual, resultaron decisivas para reducir los riesgos de refinanciación que afrontaba el sistema bancario del área en un contexto de fragmentación de los mercados financieros. Y, en segundo lugar, la culminación con éxito del acuerdo de canje de bonos con los tenedores privados para reducir la deuda pública griega permitió la aprobación en marzo del segundo programa UE/FMI de ayuda a Grecia, con una dotación de 130 mm de euros para el período 2012-2015. Con ello se eliminó una de las fuentes de mayor incertidumbre que afectaba a la evolución de los mercados financieros. La reestructuración de la deuda griega se llevó a cabo finalmente con éxito y supuso una quita en términos del valor presente descontado próxima al 78 % para los acreedores privados, con una participación mayoritaria. Tras las medidas de calado adoptadas en diciembre, durante los primeros meses de 2012, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria al considerar que los riesgos para el cumplimiento del objetivo de estabilidad

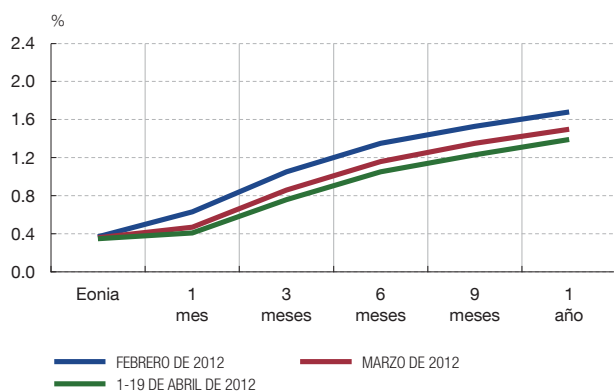
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



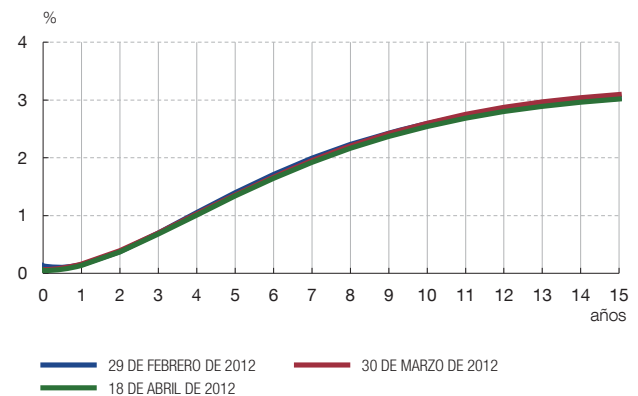
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



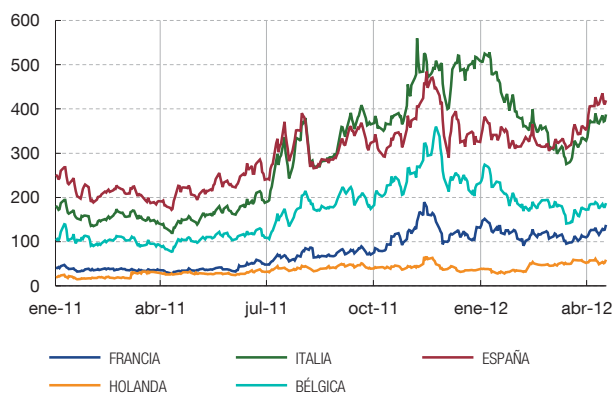
MERCADO INTERBANCARIO



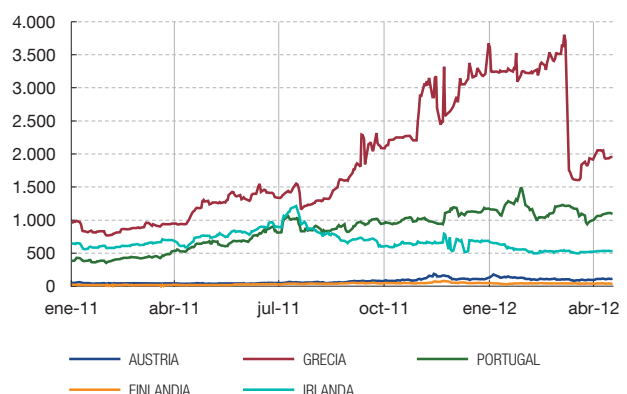
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

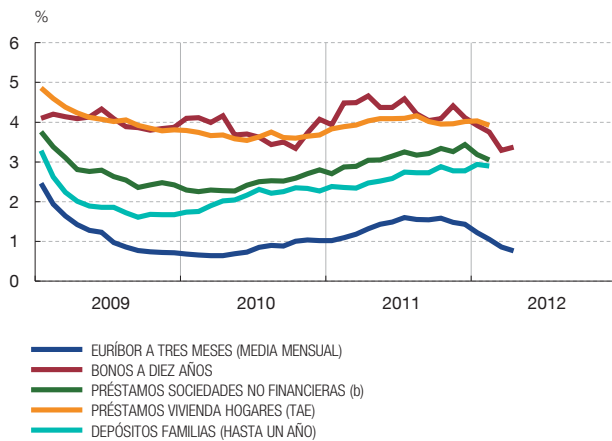


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

de precios estaban equilibrados y que resultaba improbable que pudieran surgir tensiones inflacionistas de precios y salarios en el actual contexto de debilidad económica. Así, el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 1 %, y el de las facilidades de crédito y depósito, en el 0,25 % y el 1,75 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, en febrero aprobó los criterios específicos nacionales para admitir temporalmente otros préstamos como activos de garantía. En febrero tuvo lugar también la segunda operación

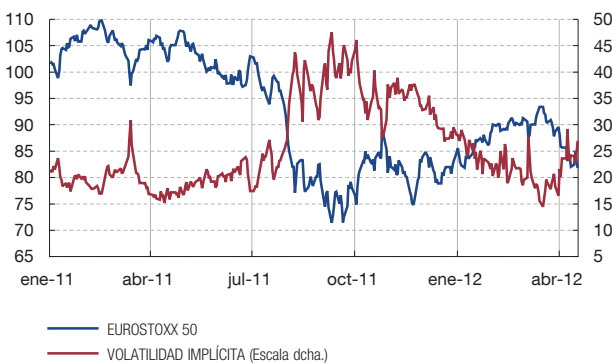
EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



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.

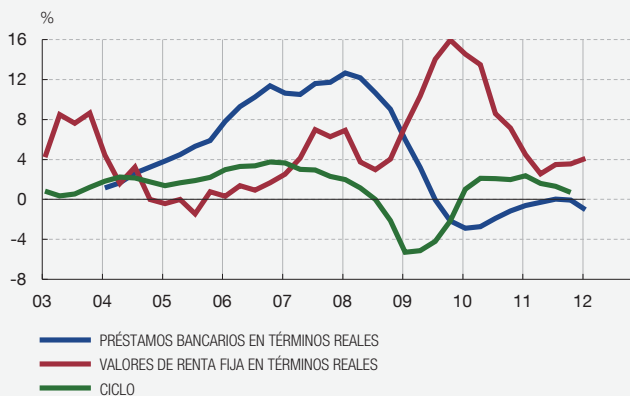
de financiación a tres años con adjudicación plena en la que participaron un total de 800 bancos. Esta subasta, junto a la primera, llevada a cabo el 21 de diciembre, ha aportado liquidez por un importe bruto de algo más de un billón de euros, o de algo más de 500 mm de euros en términos netos, destinada a solventar las dificultades de refinanciación con que se enfrentaba el sistema bancario a finales de 2011.

La mejora de las condiciones de financiación de la banca se vio reflejada, por un lado, en el incremento de la emisión de deuda no garantizada durante los meses de enero y febrero y, por otro, en la caída de sus costes de financiación a corto y largo plazo. Asimismo, en los mercados de deuda pública, los diferenciales respecto al *Bund* alemán se redujeron, inicialmente, de forma generalizada y las adquisiciones del BCE en el contexto del Programa para el Mercado de Valores se detuvieron (véase gráfico 12). La relajación inicial fue particularmente intensa en Grecia —tras la reestructuración de la deuda— y más gradual en Italia, en línea con los avances en materia de política fiscal y de reformas estructurales. En cambio, la prima de riesgo soberano se mantuvo relativamente estable en Portugal, ante las dudas sobre la necesidad de negociar un segundo rescate, y en España. A finales de marzo se produjo un súbito recrudecimiento de las tensiones, que afectó con especial intensidad a España, cuya prima de riesgo ha pasado a situarse de nuevo por encima de la italiana, revertiendo la tendencia que venía observándose desde los meses del verano.

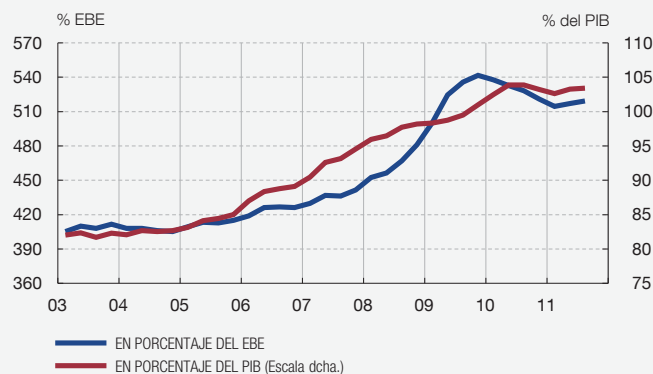
El crédito concedido a las sociedades no financieras (SNF) del área del euro inició una suave recuperación en 2010, ajustándose a su patrón cíclico de desfase —en torno a tres trimestres— con respecto a la actividad económica (véase gráfico 1). No obstante, la expansión fue moderada, con un ritmo de avance interanual que

alcanzó el 2 % en octubre de 2011. La demanda de financiación se vio favorecida por la incipiente mejora de la actividad económica y el tono acomodaticio de la política monetaria, si bien estos impulsos se vieron contrarrestados por la ausencia de relajación en las condiciones de oferta y por el alto endeudamiento de las

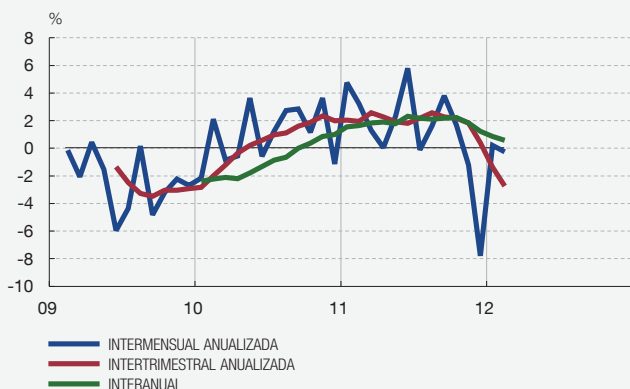
1 FINANCIACIÓN Y CICLO



2 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



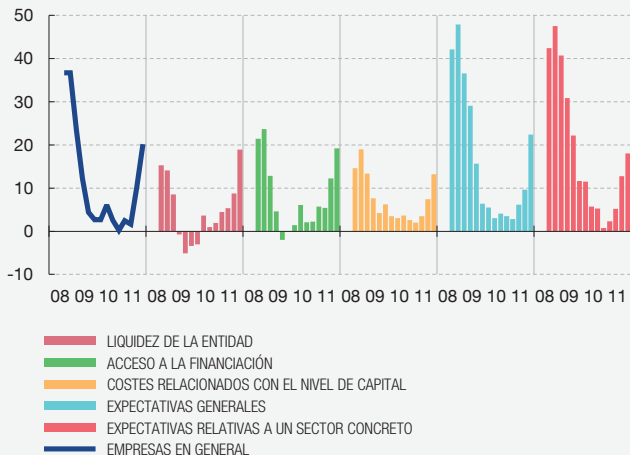
3 PRÉSTAMOS BANCARIOS



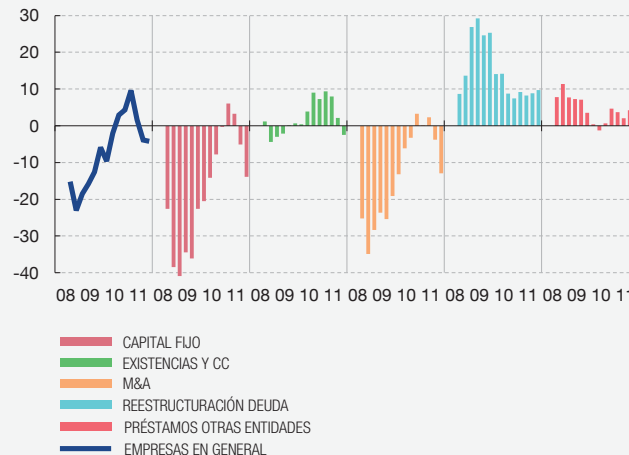
4 TIPOS BANCARIOS. NUEVOS PRÉSTAMOS



5 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS Y FACTORES DE OFERTA



6 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS Y FACTORES DE DEMANDA



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

empresas (véase gráfico 2). La débil recuperación de los préstamos bancarios fue acompañada por cierta desaceleración de las emisiones de bonos en los mercados, después de que el recurso a esta fuente de financiación alternativa fuera relativamente importante durante la crisis. La deuda instrumentada en emisiones de bonos por parte de las SNF creció un 5 % interanual en 2011, aunque son principalmente operaciones de grandes empresas y en el total del sector este instrumento solo representa un 10 % de la deuda viva, porcentaje que se ha elevado desde el 9 % en 2007.

La recuperación de la financiación de las sociedades no financieras en la UEM se truncó en el otoño de 2011. La tasa media intermensual de los préstamos bancarios durante el cuarto trimestre fue del -2,3 % en términos anualizados, lo que equivale a un flujo neto trimestral negativo de 30 mm de euros. El avance interanual de los préstamos se redujo hasta el 0,6 % en febrero de 2012, desde el 2 % en octubre de 2011. Este deterioro fue bastante generalizado por países, si bien una parte del flujo negativo podría ser temporal al recoger la caída de los contratos en algunos países por operaciones de balance de final de año y la sustitución por mayores emisiones en los mercados. Detrás del cambio de tendencia en la evolución de los préstamos a empresas, se encuentran factores de oferta y de demanda, difíciles de diferenciar, relacionados con el agravamiento de la crisis de la deuda soberana y su impacto sobre la situación de fragilidad del sistema bancario, la recaída en la actividad económica y el deterioro de las perspectivas macroeconómicas.

Así, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) correspondiente al tercer y cuarto trimestre de 2011, las condiciones crediticias que aplican los bancos a sus clientes acentuaron su carácter restrictivo en la segunda mitad de 2011, lo que previsiblemente se prolongaría en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 3). El endurecimiento de los criterios de aprobación fue más intenso en los plazos más largos y en las operaciones con grandes empresas. En general, la contracción de la oferta de crédito respondió, por un lado, al empeoramiento de las expectativas sobre la actividad económica y las circunstancias específicas de los distintos sectores y, por otro, al deterioro de la situación de capital y liquidez de los bancos en un contexto marcado por el

agravamiento de la crisis de deuda soberana en el área y por las dificultades para atender vencimientos voluminosos de deuda y unas exigencias de capital excepcionalmente más estrictas. Los márgenes aplicados en las nuevas operaciones crediticias aumentaron, como reflejo de la traslación de las tensiones soberanas al coste de los préstamos y del ajuste en la valoración del riesgo en línea con el deterioro de la actividad y el aumento de la incertidumbre (véase gráfico 4). El tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones aumentó 21 pb en el último trimestre de 2011 (26 pb en los contratos de menos de un millón de euros), hasta situarse en el 3,5 %. La última información disponible de tipos de interés correspondiente a febrero muestra un nuevo tensionamiento en las operaciones de menor importe, particularmente relevante para las pymes.

Pero la debilidad de los préstamos en el último trimestre de 2011 y los primeros meses de 2012 refleja también una moderación en la demanda de fondos por parte de las SNF. Según la EPB, el elemento que podría haber contribuido en mayor medida sería el descenso en la petición de recursos para nuevas inversiones en capital fijo, factor de importancia se incrementó a finales de 2011 en consonancia con el deterioro de las perspectivas económicas. Igualmente hubo otros factores que propiciaron una reducción de la demanda, como la menor necesidad de financiación para inversión en existencias y capital circulante o para operaciones de fusiones y adquisiciones y el aumento de los recursos propios disponibles. Sin embargo, como ha ocurrido desde el inicio de la crisis, continuaron aumentando las solicitudes para la reestructuración de la deuda.

En resumen, la recuperación de los préstamos bancarios a las SNF del área del euro se ha paralizado en la última parte del año como consecuencia de factores de oferta y de demanda conectados con la situación financiera de la banca, la recaída en la actividad económica y el deterioro de las perspectivas macroeconómicas. La reducción de los tipos de interés oficiales por parte del BCE a finales de 2011, así como las medidas no convencionales introducidas para garantizar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, están contribuyendo, no obstante, a limitar el alcance de algunos de estos factores.

En el mercado bursátil, la evolución ha sido pareja, con mejoras significativas al principio del ejercicio, que sin embargo empezaron a revertir en marzo, de tal forma que, en lo que va de año, el índice EUROSTOXX 50 acumuló una pérdida del 3,6 %, arrastrado por la intensa caída del IBEX 35 y, en menor medida, de la bolsa italiana (véase gráfico 13). En lo que va de año, el tipo de cambio del euro respecto al dólar se apreció un 1,2 %, en un contexto de menor volatilidad.

Los tipos de interés en el mercado interbancario continuaron la senda descendente iniciada a finales del pasado año. Los euríbor a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en el entorno del 0,74 % y 1,36 % en abril, niveles mínimos desde finales de 2010.

El diferencial del euríbor a un año con respecto a la rentabilidad de las operaciones *repo* se redujo de forma particularmente significativa, si bien se mantiene en niveles históricamente muy elevados, por encima de 100 pb. No obstante, la traslación de este descenso a los tipos en las operaciones de préstamos bancarios, ha sido, de momento, muy limitada.

Como recogió la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, la política crediticia de las entidades intensificó su carácter restrictivo en el último trimestre del año, proceso que, en función de las previsiones de las entidades colaboradoras, continuaría durante los primeros meses de 2012. La demanda de préstamos también se debilitó como consecuencia de la mayor incertidumbre y el deterioro de las condiciones macroeconómicas. En estas circunstancias, los préstamos bancarios a los hogares prolongaron su desaceleración, alcanzado un ritmo de avance por debajo del 1,8% en febrero —en términos ajustados de titulaciones y ventas—. Como se explica con más detalle en el recuadro 3, la debilidad fue más acusada en los préstamos concedidos a las empresas no financieras, cuyo ritmo de avance interanual se situó, en febrero, en el 0,6%.

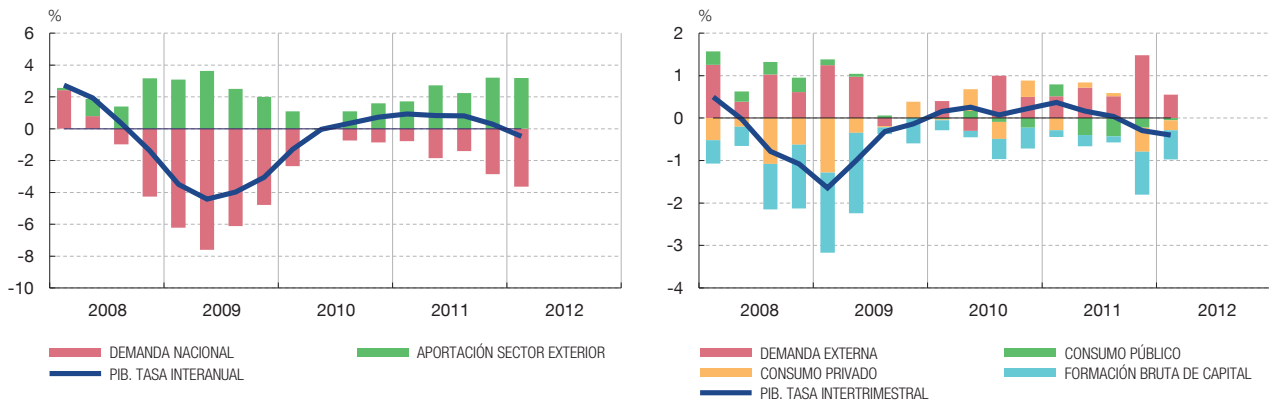
De acuerdo con la información actualmente disponible, todavía incompleta, se estima que la actividad económica se contrajo en el primer trimestre de 2012 en una magnitud ligeramente superior a la del cuarto trimestre del pasado año, de modo que el PIB registró una variación intertrimestral del  $-0,4\%$  (véase gráfico 14). Las contribuciones de la demanda nacional y de la demanda exterior a esa tasa de variación mostraron el mismo signo que las observadas un trimestre antes, pero con una magnitud algo más atenuada. Así, la demanda nacional retrocedió con menor intensidad que en el período de octubre-diciembre ( $-0,9\%$  intertrimestral, frente al  $-1,7\%$ ), mientras que la contribución positiva de la demanda externa se moderó hasta 0,6 pp, 0,9 pp menos que lo registrado en el cuarto trimestre de 2011. En términos interanuales, el PIB volvió a caer, tras siete trimestres de subidas, presentando una tasa del  $-0,5\%$ , ocho décimas menor que la del período anterior.

El empleo descendió, de nuevo, con intensidad, con una tasa de caída intertrimestral ligeramente menos acusada que la del cuarto trimestre, lo que supone un descenso interanual cercano al  $4\%$ . Por otra parte, la remuneración por asalariado se desaceleró en el conjunto de la economía, lo que, junto con el elevado crecimiento de la productividad observado, condujo a una significativa disminución de los costes laborales unitarios. Los precios de consumo se moderaron cinco décimas entre diciembre y marzo, alcanzando el IPC una tasa interanual del  $1,9\%$  en este último mes. El IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— disminuyó su tasa de crecimiento interanual en cuatro décimas, hasta el  $1,2\%$ . Estos desarrollos permitieron que la inflación española fuera en marzo nueve décimas inferior a la del área del euro, con ritmos de avance interanual de los precios en todos los principales componentes por debajo de los observados en la zona del euro.

### 4.1 Demanda

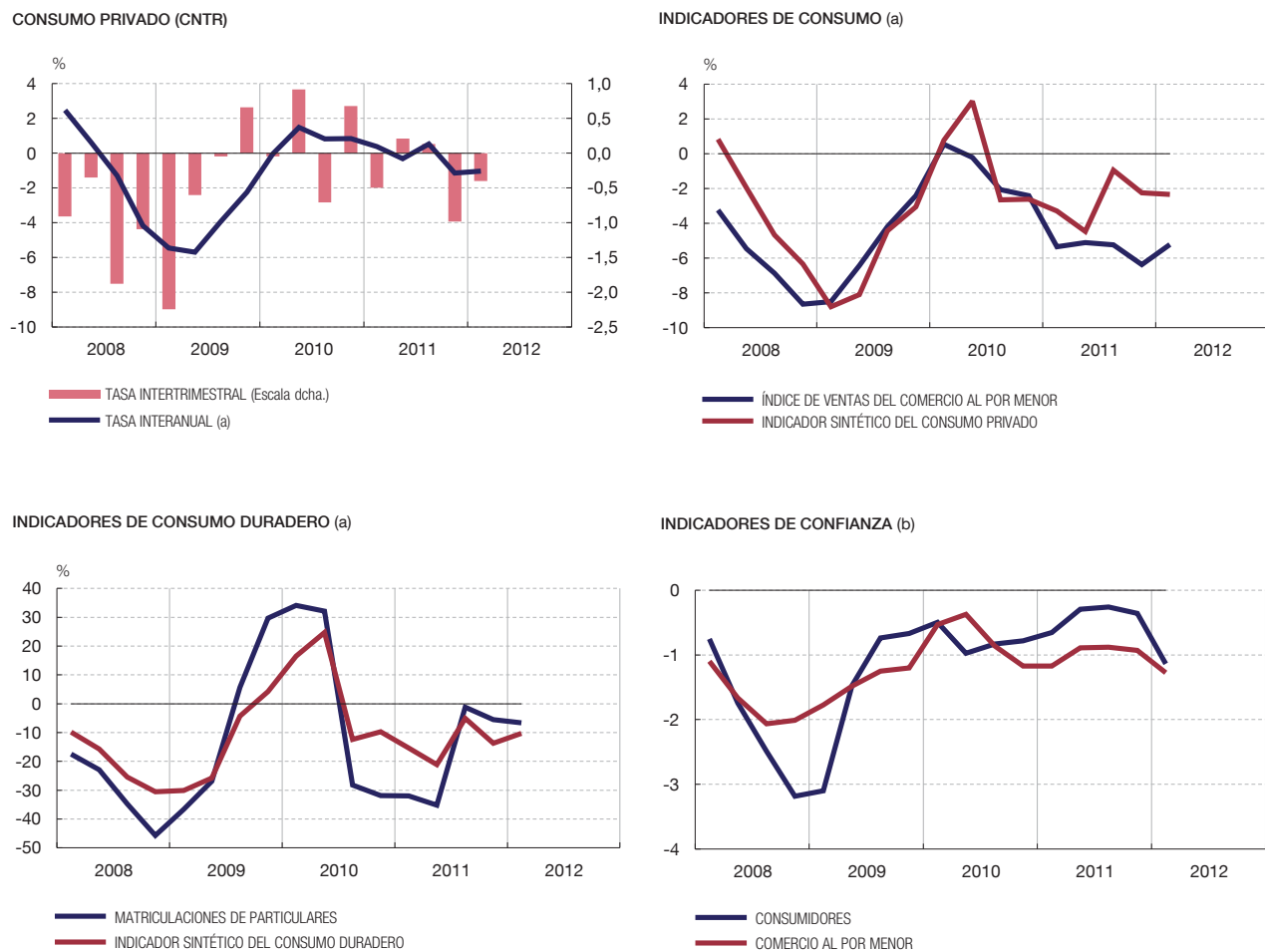
En el primer trimestre de 2012, el consumo de los hogares continuó mostrando una notable debilidad (véase gráfico 15). En concreto, se estima que este componente de la demanda experimentó un retroceso intertrimestral del  $-0,4\%$ . Esta evolución adversa se explica por el deterioro adicional que el mercado de trabajo viene registrando desde el otoño de 2011, la caída de la riqueza de las familias (tanto en su componente inmobiliario como en el que está materializado en instrumentos financieros), la entrada en vigor del aumento de los tipos impositivos del IRPF y, en general, el clima de mayor incertidumbre. Este último aspecto se reflejó en un retroceso del indicador de confianza de los comerciantes minoristas y, sobre todo, del de los consumidores, que, al cierre del primer trimestre, se situó en su nivel más bajo desde abril de 2009. En cuanto a los indicadores de naturaleza cuantitativa, las matriculaciones de automóviles particulares acrecentaron su descenso intertrimestral, calculado sobre la serie corregida de variaciones estacionales, hasta el  $-4,8\%$ . En tasa interanual, el retroceso aumentó en 1 pp, hasta el  $-6,6\%$ . Por su parte, las ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, indicador elaborado por la Agencia Tributaria, disminuyeron un  $2,5\%$  en términos reales e interanuales, en el promedio de enero y febrero, descenso que es menos pronunciado que el del cuarto trimestre de 2011 ( $-3,8\%$ ). La información del índice de comercio al por menor, también para el promedio de enero y febrero, arroja una evolución similar, con una caída del  $5,3\%$ , que es algo menos acusada que la observada en el trimestre final del pasado ejercicio.

En el conjunto de 2011, la renta de las familias en términos nominales mostró un moderado avance, de acuerdo con los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales ( $0,4\%$ ).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONSUMO PRIVADO

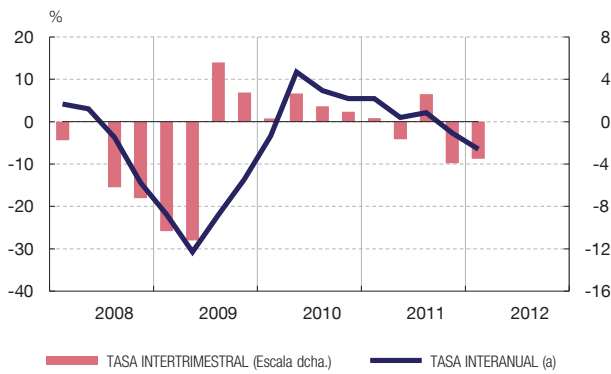


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

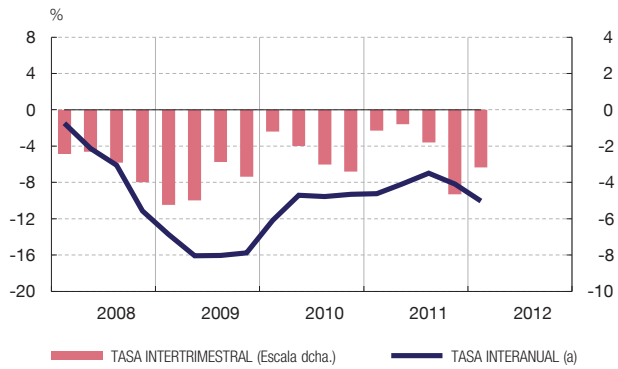
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).



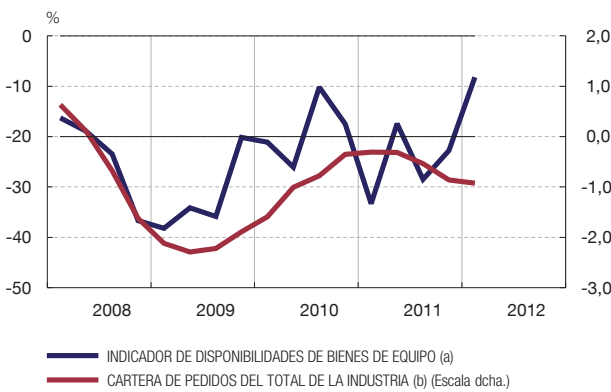
BIENES DE EQUIPO



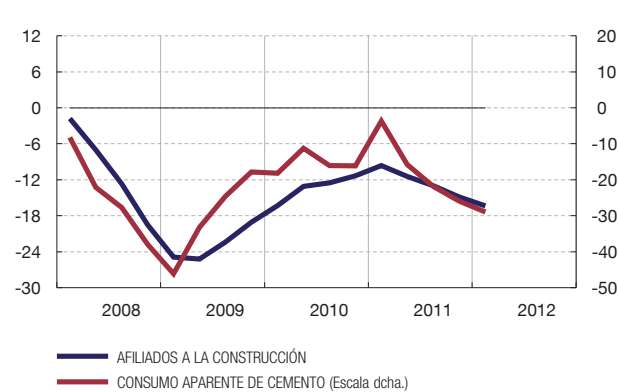
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal 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).

Frente a este reducido avance de la renta nominal, el consumo de los hogares, medido asimismo en términos nominales, siguió aumentando, lo que determinó una nueva disminución de la tasa de ahorro del sector, hasta situarse en el 11,6% de la renta disponible, 2,3 pp menos que en 2010. En 2011 la capacidad de financiación de los hogares —que mide la diferencia entre el ahorro y la inversión del sector— fue positiva por cuarto año consecutivo, aunque su nivel, del 2,3% del PIB, fue 1,5 pp inferior al observado en 2010.

Por su parte, la inversión de bienes de equipo mantuvo en el primer trimestre del año una trayectoria descendente, con una caída en tasa intertrimestral del 3,5%, similar a la observada en los últimos meses de 2011 (véase gráfico 16). Las peores perspectivas económicas en España, la desaceleración del comercio mundial y el recrudecimiento de las tensiones financieras son algunos de los factores que posiblemente han retraído la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Tanto la producción industrial de este tipo de bienes como las importaciones cayeron intensamente en el promedio de enero y febrero (-9,5% y -17,2%, respectivamente, en términos interanuales). Asimismo, las matriculaciones de vehículos de carga mostraron un alto ritmo de contracción en los primeros meses de 2012. También la confianza industrial se mantuvo en niveles reducidos en el período de enero-marzo —tanto en el conjunto del sector como en el segmento de bienes de equipo—, si bien no empeoró respecto al cuarto trimestre de 2011.

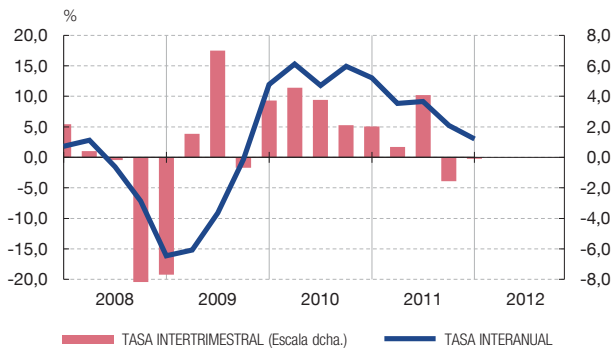
De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras alcanzó el 1,6 % del PIB en 2011 (1 pp más que en 2010). Esta mejora se apoyó, fundamentalmente, en el excedente empresarial y podría ser indicativa de los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y por fortalecer su capacidad de autofinanciación ante las dificultades para obtener recursos ajenos. No obstante, en el último trimestre del año se interrumpió la trayectoria de mejora gradual observada a lo largo del año, con un menor ahorro debido al incremento de los impuestos pagados y de los dividendos distribuidos.

La inversión en construcción mantuvo la tónica contractiva de los últimos trimestres, asociada al proceso de ajuste en el segmento residencial y a la consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil. En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos al empleo presentaron retrocesos intertrimestrales similares a los del cuarto trimestre, mientras que los relativos a la utilización de consumos intermedios ralentizaron algo su ritmo de caída. Por tipo de obra, se estima que el ritmo de caída intertrimestral de la inversión residencial se desaceleró, si bien se prevé que este proceso de ajuste siga prolongándose en los próximos trimestres, dado el escaso avance observado a finales de 2011 en la reducción de la brecha entre viviendas terminadas e iniciadas. En cuanto a las transacciones realizadas, en el último trimestre del pasado año se vendieron en torno a 45.000 viviendas nuevas, un 22 % menos que a finales de 2010, si bien debe recordarse que este último dato fue anormalmente alto por la desaparición parcial de la desgravación fiscal a principios de 2011. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial continuó registrando una fuerte disminución en enero, al igual que la licitación oficial de obra civil. Por último, la aportación directa de las AAPP a la demanda nacional siguió siendo negativa en el primer trimestre, tanto por la contribución de la inversión como por el consumo público.

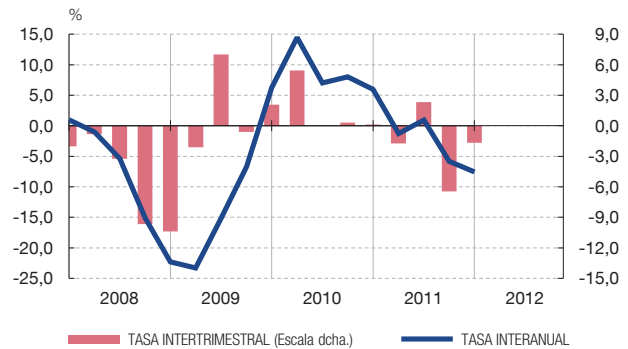
Pasando a la evolución del sector exterior, la última información disponible apunta a que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB se moderó en los tres primeros meses de este año, hasta 0,6 pp, con un ligero retroceso de las exportaciones y algo mayor de las importaciones. En términos interanuales, el ritmo de crecimiento de las ventas al exterior habría sido del 3 %, la mitad del observado a finales de 2011, mientras que las importaciones habrían descendido a una tasa cercana al 7,5 %, frente al -5,9 % del cuarto trimestre, con lo que, en términos interanuales, la demanda exterior neta mantuvo una aportación significativa al avance del PIB en el primer trimestre de 2012, de 3,2 pp (véase gráfico 17). La pérdida de dinamismo de las ventas al exterior observada en el último semestre se ha producido en un marco de desaceleración del crecimiento de los mercados mundiales; en especial, de los mercados españoles —por la debilidad de algunos países de la zona del euro— y a pesar de las ganancias de competitividad-precio de España, tanto frente al conjunto de países desarrollados como frente a la zona del euro.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes prosiguieron su desaceleración en los dos primeros meses del año, con un crecimiento del 0,8 % en tasa interanual, frente al 5,4 % observado en el cuarto trimestre de 2011. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes intermedios fueron las más dinámicas, mientras que descendieron las ventas de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Por áreas geográficas, en términos nominales, las exportaciones destinadas a la zona del euro retrocedieron ligeramente en términos interanuales (-1,3 %) en el promedio de enero y febrero, lastradas por las caídas de las exportaciones a Portugal (-9 %) y a Italia (-8 %), y pese al incremento de las ventas a Alemania (cercanas al 8 %). En cambio,

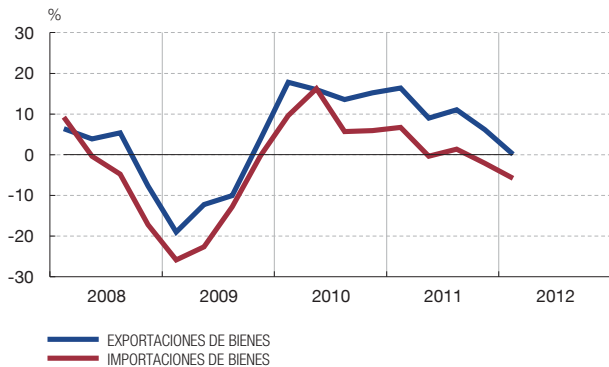
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



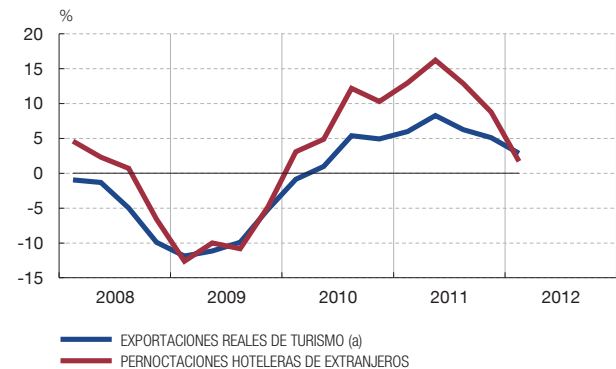
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

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

las exportaciones al resto de la UE y al resto del mundo presentaron tasas positivas (del 13% y del 10%, respectivamente).

En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información disponible sugiere una cierta moderación, en términos interanuales, en el primer trimestre del año, debido al deterioro de las expectativas de crecimiento en los principales países emisores de turistas. Las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras aumentaron en tasa interanual en el período de enero-febrero (3,1% y 3,6%, respectivamente), pero por debajo de lo observado en el trimestre anterior. Por país de residencia, el balance de los principales mercados emisores fue negativo, dado que cayó el número de turistas procedentes de Alemania y apenas aumentó el de británicos. También el gasto nominal de los turistas registró un crecimiento interanual en los dos primeros meses del año (4,7%), según EGATUR inferior al del último trimestre de 2011. La información de la Balanza de Pagos, con datos solo de enero, confirma la moderación del ritmo de crecimiento de los ingresos nominales. También se prevé que las exportaciones de servicios no turísticos se hayan desacelerado en el primer trimestre, en línea con la evolución de las exportaciones de bienes y del transporte internacional de pasajeros.

Las compras de bienes procedentes del exterior disminuyeron en el promedio de enero y febrero un 4,7 % en términos interanuales, de acuerdo con la información de Aduanas, retroceso que es algo más pronunciado que el experimentado en el último trimestre de 2011 (-3,1 %). Solo se observó un aumento interanual en las compras de bienes de consumo duradero (en particular, automóviles), mientras que el resto de componentes mostró descensos, especialmente acusados en el caso de las importaciones de bienes de equipo (-9 %). Por último, se prevé que las importaciones reales de servicios hayan intensificado su caída en el primer trimestre del año, con retrocesos tanto de las compras de servicios turísticos como del resto de servicios, en línea con la debilidad de la demanda interna.

## 4.2 Producción y empleo

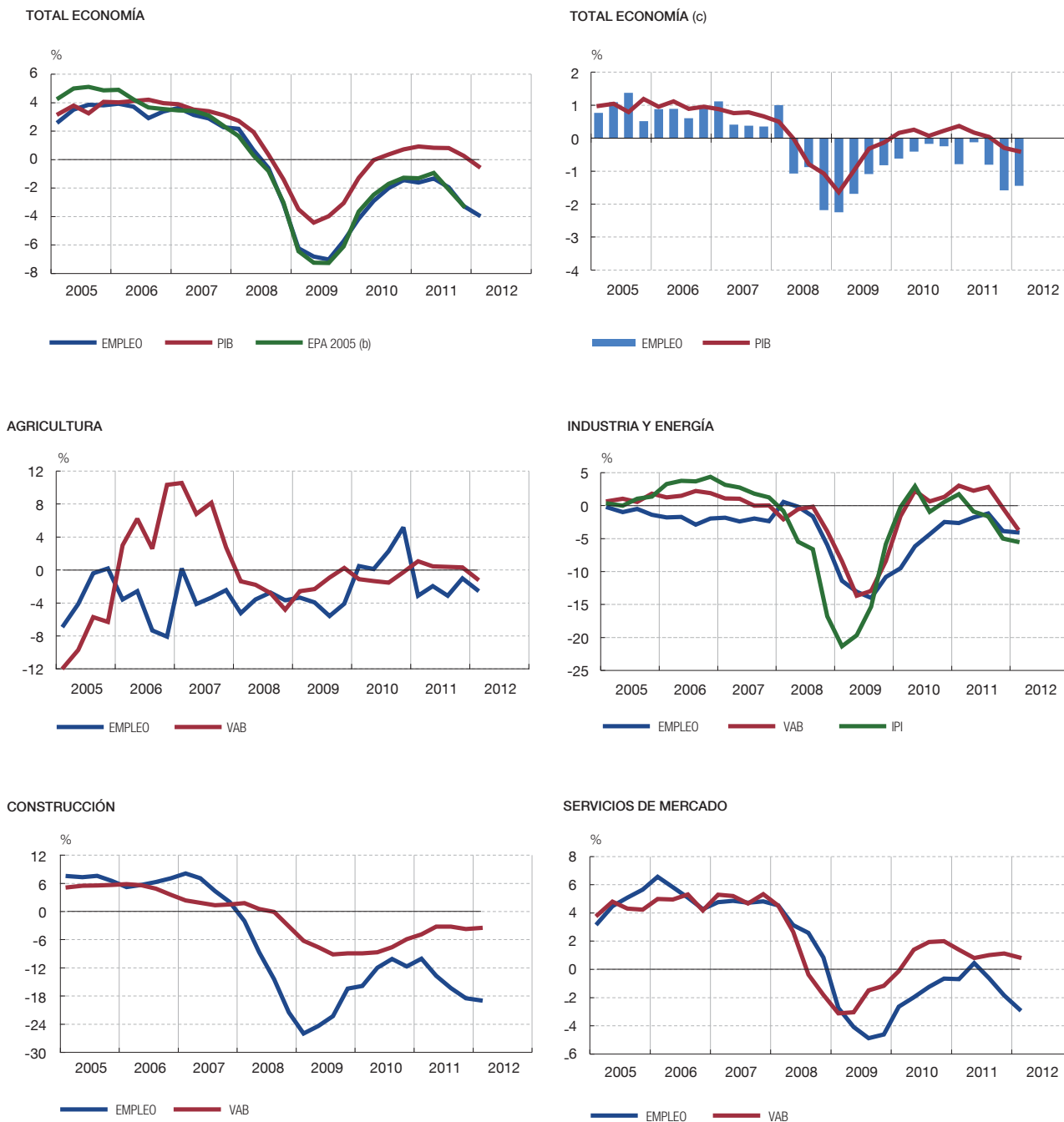
Durante el primer trimestre de 2012, el valor añadido bruto de la economía de mercado<sup>6</sup> mantuvo prácticamente inalterado el tono contractivo del trimestre anterior. El flujo de indicadores relativos a la evolución de la actividad económica en los primeros meses del año apunta a una debilidad generalizada en todos los sectores productivos, si bien el ritmo de descenso podría haberse moderado ligeramente en la industria y la construcción, sector que, no obstante, continúa mostrando los descensos más acusados, mientras que se habría intensificado también moderadamente en los servicios de mercado (véase gráfico 18).

Por lo que se refiere a la actividad industrial, los indicadores disponibles referidos a los primeros meses del año sugieren, con la excepción de los relativos al empleo, una leve moderación del ritmo de caída intertrimestral. A pesar de su debilitamiento reciente, la demanda exterior habría contribuido a sustentar la producción del sector, que ha mostrado un comportamiento más dinámico en las ramas de bienes de consumo alimenticio e intermedios. Por su parte, el indicador PMI de manufacturas registró una ligera mejora, si bien se mantuvo claramente por debajo del nivel de 50, lo que se considera como indicativo de que el sector se encuentra en contracción. Esto se confirma con los datos de afiliación a la Seguridad Social, cuya caída interanual se aceleró a lo largo del trimestre.

Los indicadores disponibles referidos a los servicios de mercado sugieren que en el primer trimestre del año habría tenido lugar un pequeño retroceso intertrimestral del VAB de esta rama. Entre los indicadores cualitativos, aunque el índice PMI de servicios aumentó con respecto al trimestre anterior, se mantuvo por debajo del nivel de 50. El número de afiliados mostró descensos más acusados que los del cuarto trimestre, tanto en términos intertrimestrales como interanuales. Finalmente, el indicador de ventas de grandes empresas (con información de enero y febrero) y el de actividad del sector servicios (solo con datos de enero) registraron ritmos de descenso interanual sustanciales, con una debilidad más acusada en la rama de comercio.

En relación con el mercado de trabajo, la última información disponible de la EPA corresponde al último trimestre de 2011 y mostró un descenso interanual del empleo del 3,3 %, retroceso que superó en 1,2 pp al observado un trimestre antes. Esta evolución reflejó un deterioro generalizado por ramas de actividad y más acusado en la industria y en las ramas de servicios, incluidas las ramas de no mercado, en las que el empleo mostró por primera vez un descenso interanual. Como resultado, la tasa de paro finalizó 2011 en el 22,8 %, con un aumento de 2,5 pp respecto al cuarto trimestre de 2010.

<sup>6</sup> La Contabilidad Nacional Trimestral (base 2008) no proporciona estimaciones del agregado denominado *economía de mercado*. Esta rama se aproxima excluyendo del total de la economía los servicios asociados a las actividades de educación, defensa, sanidad y servicios sociales, seguridad social obligatoria y Administraciones Públicas.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

La información más reciente corresponde a los indicadores mensuales de afiliación, paro registrado y contratación referidos al primer trimestre, que apuntan a una prolongación de la evolución negativa observada desde mediados de 2011. Se estima que la caída intertrimestral de los afiliados a la Seguridad Social en los tres primeros meses del año fue del -0,9%, magnitud similar a la observada en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 18). En términos de la tasa interanual, la caída de la afiliación fue del 2,6%, siete décimas superior a la del trimestre anterior. Por ramas de actividad, el deterioro de la afiliación en los tres primeros meses

del año fue generalizado, pues refleja una destrucción neta de empleo en términos interanuales en todas ellas, salvo en los servicios comprendidos en el sector de Administraciones Públicas<sup>7</sup>, que mostraron un avance prácticamente nulo. La construcción siguió siendo la rama con las mayores caídas de empleo. El retroceso de la afiliación siguió concentrándose en mayor medida en los colectivos de trabajadores extranjeros y afiliados por cuenta ajena.

Asimismo, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) tuvo una evolución desfavorable en el primer trimestre del año. El descenso interanual del número de contratos se intensificó en 5 pp, hasta el -7,8 %. La caída de la contratación temporal se acrecentó hasta el 6,7 %, frente a una ligera moderación en el abultado descenso de los indefinidos, lo que permitió que su peso en el total se elevara hasta el 9,6 %, 4 pp más que al concluir 2011, cuando se alcanzó el mínimo desde mayo de 1997. Resulta aún demasiado prematuro asociar esta evolución a los efectos de la reforma laboral aprobada mediante el Real Decreto Ley 3/2012, de febrero de este año, ya que, en particular, no se dispone de información desagregada que permita valorar la utilización del nuevo contrato indefinido dirigido a pequeñas y medianas empresas<sup>8</sup>. Por otro lado, la contratación a tiempo parcial siguió mostrando un mayor empuje que la modalidad a tiempo completo, con un crecimiento interanual del 1,5 % en el primer trimestre del año.

Finalmente, los parados registrados en el SEPE volvieron a aumentar sustancialmente a lo largo del primer trimestre del año —en casi 290.000 personas—. Esto se tradujo en una aceleración del ritmo de avance interanual de ese colectivo hasta el 9,2 %. Esta evolución del desempleo sería compatible con una tasa de paro, según la EPA, en el entorno del 24 % en el primer trimestre de 2012, a pesar del ligero retroceso que se prevé en la tasa de actividad, como consecuencia de las salidas netas de inmigrantes y del comportamiento del colectivo masculino.

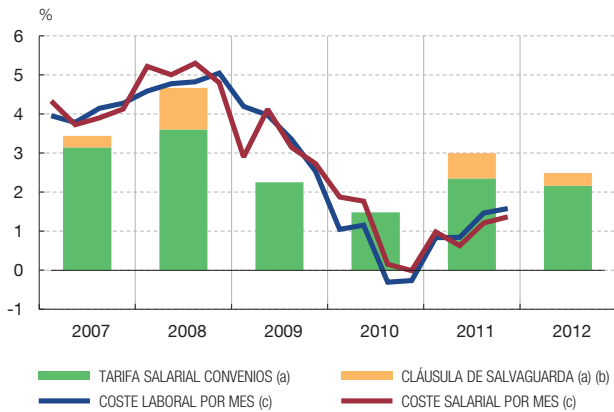
#### 4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados entre enero y marzo de 2012 incorporan un incremento de las tarifas salariales para este año del 2,2 %. Estos aumentos pactados son elevados, dadas las actuales condiciones cíclicas, si bien mostraron un perfil de suave moderación a lo largo del trimestre. En todo caso, debe subrayarse que estos datos son aún poco representativos, pues el avance de la negociación colectiva es escaso. En concreto, los convenios registrados hasta marzo afectan solamente a 2,1 millones de trabajadores, cifra muy inferior a la observada en el primer trimestre de años anteriores, y casi todos ellos corresponden a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores, en los que el aumento medio pactado se situó en el 2,2 %, en línea con el incremento interanual del IPC en diciembre de 2011 (2,4 %). Entre los de nueva firma, el incremento salarial fue sustancialmente inferior, del 1,1 %, si bien apenas afectan a 42.000 trabajadores, por lo que no puede valorarse aún el grado de cumplimiento de las directrices salariales acordadas en el último Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el período 2012-2014, o el impacto de la última reforma del mercado de trabajo. Resulta crucial un cumplimiento estricto de estas recomendaciones y la utilización de las posibilidades de flexibilidad interna que proporciona esta última, que permitan acompasar en mayor medida las condiciones laborales con la situación cíclica.

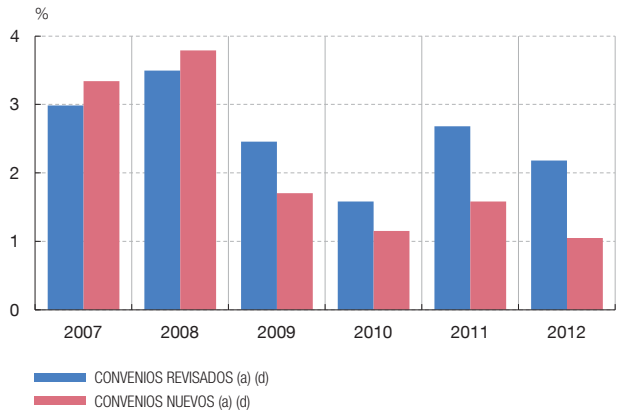
<sup>7</sup> Agregación de las secciones de AAPP y Defensa, Educación y Sanidad de los regímenes general y autónomo.

<sup>8</sup> Entre otras medidas, la reforma laboral aprobó la creación de un nuevo tipo de contrato indefinido, dirigido a pequeñas y medianas empresas, con diferentes incentivos fiscales y bonificaciones, y con un período de prueba extendido a un año desde el máximo de seis meses vigente hasta la fecha.

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

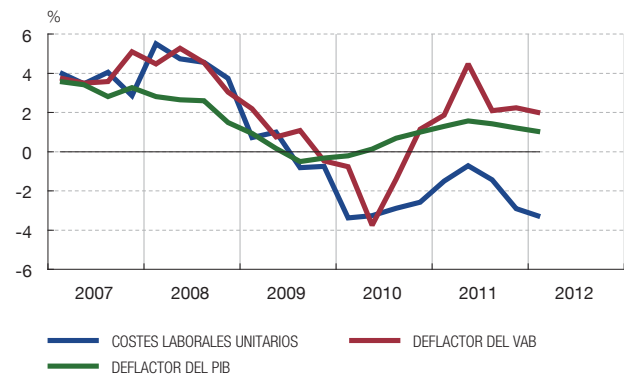
- a El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2012.
- b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio, con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

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.

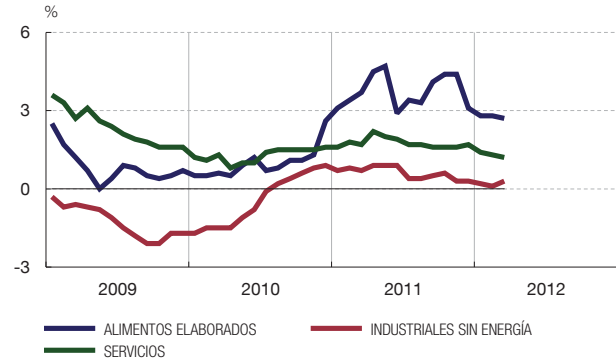
En comparación con las tarifas de convenio, otros indicadores de costes salariales —como la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), los datos de la Agencia Tributaria o la propia estadística de remuneración por asalariado de la CNTR— muestran incrementos salariales más reducidos, lo que, en parte, se explicaría por el mencionado retraso en la negociación (véase gráfico 19). En el conjunto de la economía de mercado se estima que el crecimiento interanual de la remuneración se ralentizó ligeramente en el primer trimestre del año (véase gráfico 20).

Por otra parte, a lo largo de los primeros meses de 2012 los deflatores de los principales componentes de la demanda habrían continuado reduciendo sus ritmos de variación, como resultado de la ralentización tanto de los precios de producción interior —aproximados por el deflactor del

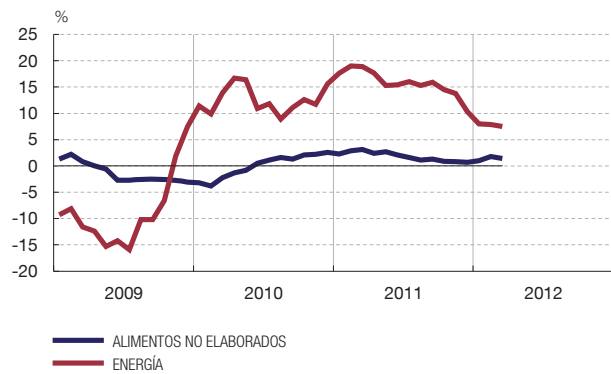
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



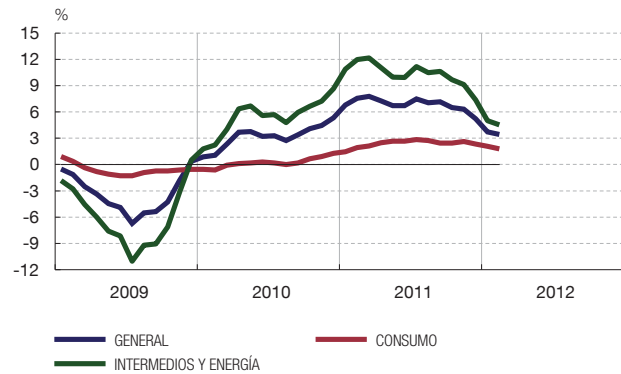
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

PIB—, cuya tasa habría disminuido en cuatro décimas respecto al trimestre previo, como de los precios de los bienes importados, que mostraron crecimientos algo más moderados.

Durante el primer trimestre de 2012 se prolongó la trayectoria descendente que la inflación de precios de consumo había descrito en los meses anteriores. Así, la tasa interanual del IPC en marzo fue del 1,9%, cinco décimas por debajo de la de diciembre de 2011 (véase gráfico 21). En ese mismo período, la desaceleración del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— fue de cuatro décimas, hasta el 1,2%. Entre los componentes de este índice destaca la ralentización de medio punto porcentual de los precios de los servicios. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron su ritmo de avance, en un contexto en que, si bien los precios de producción nacional de este tipo de productos se moderaron, los de importación experimentaron crecimientos más elevados. El menor ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados en el primer trimestre de 2012 respondió a la moderación de los precios de producción interior y de importación de este tipo de bienes. Al margen del IPSEBENE, el componente energético del IPC mostró una desaceleración sustancial, reduciendo su tasa de crecimiento en 3,8 pp, hasta el 7,5%. Por el contrario, los precios de los alimentos no elaborados mostraron durante el primer trimestre un aumento de su ritmo de variación.



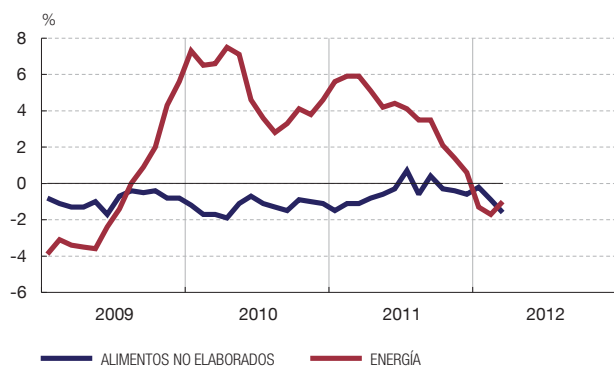
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



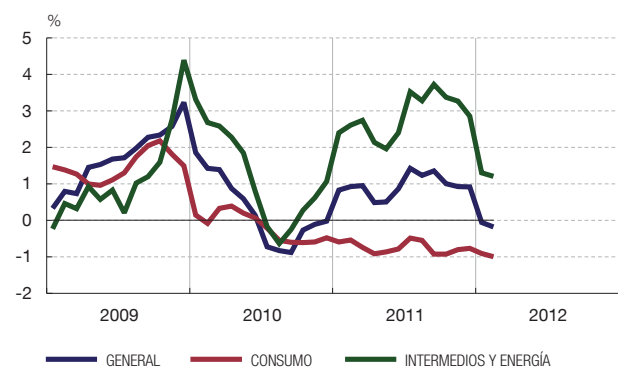
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

En términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), la moderación de la inflación en los primeros meses de 2012 fue más intensa en España que en la zona del euro, con lo que el diferencial siguió reduciéndose. En concreto, la inflación española fue en marzo nueve décimas inferior a la del área del euro, alcanzando casi la mayor diferencia histórica favorable a nuestro país, que es de nueve décimas (véase gráfico 22). El diferencial en términos de IPSEBENE fue igualmente negativo (-0,8 pp). Todos los componentes registraron en marzo diferenciales de ese mismo signo, cuya cuantía oscila entre siete décimas en los servicios y 1 pp en los productos energéticos.

El índice de precios industriales continuó disminuyendo su tasa interanual durante los primeros meses de 2012, hasta el 3,4 % en febrero, 1,8 pp por debajo de la tasa de diciembre de 2011. Esta evolución se explica fundamentalmente por la trayectoria descendente de los precios de los productos energéticos e intermedios. Las tasas de variación de los precios de los bienes industriales de consumo y de equipo también se moderaron, aunque en menor medida. Por su parte, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales redujeron igualmente su ritmo de avance, registrando en enero tasas interanuales del 5,5 % y del 2,9 %, respectivamente. En ambos casos, los precios de los productos energéticos siguieron presentando tasas de crecimiento muy elevadas.

Durante la crisis económica se ha producido un incremento de la denominada «deuda comercial» de las Administraciones Públicas (AAPP) —en particular, en el caso de las Administraciones Territoriales (AATT)—, con el consiguiente efecto negativo sobre la liquidez de las empresas acreedoras. En concreto, con la última información disponible, el total de obligaciones pendientes de pago de las Comunidades Autónomas (CCAA) con sociedades no financieras y familias ascendía a 30.018 millones de euros, alcanzando 22.770 millones de euros en el caso de las Corporaciones Locales (CCLL), frente a 23.167 millones y 16.381 millones a finales de 2007, respectivamente. Para afrontar esta situación, el Gobierno ha puesto en marcha, en los últimos meses, varias iniciativas con el objetivo de facilitar el pago de las deudas pendientes de las AATT con sus proveedores. Este recuadro repasa las características fundamentales de dichas iniciativas.

En primer lugar, en febrero de 2012 se creó un mecanismo transitorio de financiación directa a las CCAA a través del ICO. La línea, dotada con 10 mm de euros (ampliables a 15 mm), tiene dos tramos. El primero permite pagar las amortizaciones de deuda financiera autonómica contraída con anterioridad al 1 de enero de 2012 y cuyo vencimiento se produzca antes del 30 de junio de 2012 (tramo refinanciación). El segundo tiene como objetivo proporcionar liquidez a las CCAA para la cancelación de sus obligaciones pendientes de pago con sus proveedores. Las CCAA que hagan uso de esta línea de crédito deberán someter a la autorización de la Secretaría General del Tesoro sus nuevas operaciones de endeudamiento, incluido cualquier cambio en operaciones de endeudamiento anteriores a la concertación de esta línea de crédito. En caso de que alguna comunidad autónoma no respete las condiciones expuestas, se podrán aplicar penalizaciones como la exigibilidad anticipada de los créditos concedidos a través de esta línea.

La segunda iniciativa fue tomada en el consejo de ministros del 24 de febrero y plasmada en el Real Decreto 4/2012, por el que se establece un plan extraordinario de financiación para el pago a los proveedores de las CCLL. Posteriormente, el 6 de marzo, el Consejo de Política Fiscal y Financiera acordó extender este plan, en términos similares, a las CCAA. El mecanismo de financiación del plan fue aprobado por el Real Decreto 7/2012, de 9 de marzo, y consiste en la creación de un Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, con capacidad para captar financiación en los mercados de capitales a través de operaciones de endeudamiento con el aval del Estado por un importe máximo de 35 mm de euros, 20 mm de los cuales se dedicarán al pago de proveedores de las CCLL y 15 mm al pago de facturas pendientes de las CCAA.

Este Fondo pagará con la intermediación del ICO y previa autorización del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (MHAP) a los proveedores de las CCAA y CCLL que se acojan al mecanismo propuesto de financiación, generando así un derecho de cobro frente a la administración territorial que corresponda. Las AATT podrán devolver el crédito en un plazo de 10 años, con

dos años de carencia, a un interés equivalente al del Tesoro más 115 puntos básicos más un margen de intermediación máximo de 30 puntos básicos. El cumplimiento de los pagos al Fondo por parte de las AATT que se acojan a este mecanismo de financiación estará garantizado por su participación en los ingresos del Estado. Las deudas pendientes que podrán acogerse a este mecanismo deberán estar vencidas, además de ser líquidas, exigibles y anteriores al 1 de enero de 2012<sup>1</sup>. Todas las CCLL con deudas que cumplan los requisitos exigidos, así como las CCAA que decidan acogerse a este mecanismo, deben remitir al MHAP una relación certificada de todas las obligaciones de pago pendientes. Además, los contratistas pueden consultar esta relación y, en caso de desacuerdos u omisiones, solicitar una certificación individual.

Tras la remisión de la relación de facturas pendientes, las AATT están obligadas a aprobar un plan de ajuste que asegure la disponibilidad de los ingresos necesarios para realizar los pagos durante toda la vida del crédito. Tanto este plan de ajuste como el informe anual —trimestral en el caso de las CCAA y de los municipio de más de 75.000 habitantes o capitales de provincia— sobre su ejecución deberán contar con la aprobación del MHAP. En caso de no tenerla, el MHAP se reserva el derecho a intervenir y llevar a cabo actuaciones de control por parte de la Intervención General de la Administración del Estado.

En términos de plazos, las CCLL estaban obligadas a remitir al MHAP antes del 15 de marzo una relación certificada por el interventor del ente local de todas las obligaciones de pago que cumplan los requisitos mencionados. Antes del 31 de marzo de 2012, los ayuntamientos debían presentar los planes de ajuste, que debían ser aprobados por el MHAP en el plazo de 30 días naturales desde su recepción. En el caso de las CCAA, el plazo para la presentación de facturas terminó el 15 de abril, mientras que la remisión al MAHP del plan de ajuste debe hacerse antes del 30 de ese mismo mes. El MHAP ha presentado un primer balance del plan de pago a proveedores. Un total de 4.622 CCLL habían presentado facturas por un importe total de 9.584 millones de euros, correspondientes al pago a algo más de 177.000 empresas. Sin embargo, algo menos de la mitad de estas CCLL—con una deuda agregada de 900 millones de euros— no presentaron sus planes de ajuste en el plazo establecido. En el caso de las CCAA, las facturas pendientes de pago ascienden a 17.255 millones de euros.

En conjunto, las medidas puestas en marcha pueden resultar muy efectivas para dotar de liquidez a los proveedores de CCLL y CCAA, que habían visto incrementar sus facturas pendientes de pago de forma muy significativa durante la crisis económica. Sin embargo, resulta crucial evitar que este tipo de ayudas genere incentivos inadecuados en el comportamiento de las AATT. En este sentido, como se ha señalado, los mecanismos de fi-

<sup>1</sup> Además, deben referirse a contratos de obra, servicios y suministros incluidos en el ámbito de aplicación del texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público.

nanciación acordados exigen el cumplimiento de unos planes de ajuste. Resulta ahora crucial exigir su cumplimiento estricto.

Finalmente, es importante mencionar que estas iniciativas tendrán un impacto sobre la composición de los pasivos de las AAPP. En efecto, las obligaciones pendientes de pago fueron registradas en el déficit de las AAPP en los años respectivos, de acuerdo con el principio del devengo. Al mismo tiempo, las deudas de esta naturaleza fueron registradas, de acuerdo con los estándares acorda-

dos por Eurostat en el contexto del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), como pasivos de las AAPP, pero no forman parte de la deuda pública a efectos del PDE, como se puede comprobar en las publicaciones estadísticas del Banco de España, en que se presenta tanto la deuda del PDE como el total de pasivos de las AAPP. El mecanismo de pago a través del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores producirá un cambio de composición como consecuencia de la transformación de esos pasivos comerciales en deuda del PDE.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible para el agregado del sector Administraciones Públicas (AAPP) se refiere al cierre del año 2011 e indica, como ya se ha señalado, una sustancial desviación en el objetivo del déficit (de 2,5 puntos), que se elevó hasta el 8,5 % del PIB. De la desviación presupuestaria observada en 2011, en torno a un 90 % del total se debió a la extrema debilidad de los ingresos públicos, que se redujeron en algo más de un punto con respecto a 2010, hasta el 35,1 % del PIB. El gasto público, por su parte, se contrajo un 2,3 % en 2011, debido a que la infraejecución de los pagos de capital compensó en gran medida las desviaciones al alza en el capítulo de pagos de intereses. La Administración Central sobrepasó su objetivo de déficit en 0,3 pp, hasta el 5,1 % del PIB, mientras que las Administraciones de Seguridad Social incurrieron en un déficit del 0,1 % del PIB, cuando estaba previsto un superávit del 0,4 %. Las CCAA, por su parte, excedieron su objetivo en 1,6 pp, alcanzando un déficit del 2,9 % del PIB. Finalmente, las CCLL se desviaron de su objetivo inicial una décima, registrando un déficit del 0,4 % del PIB.

Por agentes, sin embargo, se dispone de información algo más reciente relativa a los primeros meses del año 2012 para el Estado y para la Seguridad Social (véanse los cuadros 4, 5 y 6). Por lo que respecta al Estado, la información más reciente (hasta febrero del año en curso) mostró un déficit de caja de 9,2 mm de euros, por encima del déficit registrado en el mismo período del año anterior, que fue de 5,6 mm de euros, debido, en buena medida, al adelanto de transferencias corrientes hacia las CCAA y hacia la Seguridad Social. En este sentido, hay que tener en cuenta que las cifras de los primeros meses son muy erráticas, por lo que pueden no ser representativas de la evolución futura de la ejecución presupuestaria. Nótese, por ejemplo, que el impuesto sobre sociedades presenta una cifra negativa por el exceso de devoluciones sobre unos ingresos brutos que en estos meses representan una cantidad muy pequeña con respecto al total anual. Aun teniendo en cuenta estas cautelas, por el lado de los ingresos se observan tasas negativas en las grandes rúbricas (incluyendo las participaciones de las AATT), con caídas del 2,7 % del IRPF (pues el impacto de las subidas de tipos es todavía inapreciable en febrero), del 9,8 % del IVA y del 3,3 % de los impuestos especiales. En los pagos son destacables la contención de los gastos de personal y los fuertes recortes de los gastos de capital, mientras que continúan con elevadas tasas de aumento los pagos de intereses.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, los datos se reciben con algo más de retraso que los del Estado y solo se encuentran disponibles los correspondientes a enero. En este mes el Sistema mostró un superávit de 2,6 mm de euros, por encima del registrado

Millones de euros y %

|  | Liquidación<br>2009 | Liquidación<br>2010 | Variación<br>porcentual<br>2010/2009 | Liquidación<br>2011 | Variación<br>porcentual<br>2011/2010 | Variación<br>en nivel<br>2011-2010 |
|--|---------------------|---------------------|--------------------------------------|---------------------|--------------------------------------|------------------------------------|
|  | 1                   | 2                   | 3 = 2 / 1                            | 4                   | 5 = 4 / 2                            | 6 = 4 - 2                          |
| <b>1 RECURSOS TOTALES</b>                          | 367.661             | 381.427             | 3,7                                  | 377.085             | -1,1                                 | -4.342                             |
| Recursos corrientes                                | 367.525             | 381.293             | 3,7                                  | 378.391             | -0,8                                 | -2.902                             |
| Impuestos sobre producción e importaciones         | 92.355              | 108.699             | 17,7                                 | 104.971             | -3,4                                 | -3.728                             |
| Impuestos sobre la renta y el patrimonio           | 101.078             | 99.698              | -1,4                                 | 101.610             | 1,9                                  | 1.912                              |
| Cotizaciones sociales                              | 140.144             | 140.170             | 0,0                                  | 139.868             | -0,2                                 | -302                               |
| Otros recursos corrientes                          | 33.948              | 32.726              | -3,6                                 | 31.942              | -2,4                                 | -784                               |
| Recursos de capital                                | 136                 | 134                 | -1,5                                 | -1.306              | —                                    | -1.440                             |
| <b>2 EMPLEOS TOTALES</b>                           | 484.759             | 479.645             | -1,1                                 | 468.505             | -2,3                                 | -11.140                            |
| Empleos corrientes                                 | 422.763             | 426.997             | 1,0                                  | 429.216             | 0,5                                  | 2.219                              |
| Remuneración de asalariados                        | 125.710             | 124.781             | -0,7                                 | 122.926             | -1,5                                 | -1.855                             |
| Otros gastos en consumo final (a)                  | 93.717              | 91.355              | -2,5                                 | 88.315              | -3,3                                 | -3.040                             |
| Prestaciones sociales (no en especie)              | 153.685             | 160.974             | 4,7                                  | 163.486             | 1,6                                  | 2.512                              |
| Intereses efectivos pagados                        | 18.520              | 20.120              | 8,6                                  | 25.867              | 28,6                                 | 5.747                              |
| Subvenciones                                       | 11.838              | 12.147              | 2,6                                  | 11.325              | -6,8                                 | -822                               |
| Otros empleos y transferencias corrientes          | 19.293              | 17.620              | -8,7                                 | 17.297              | -1,8                                 | -323                               |
| Empleos de capital                                 | 61.996              | 52.648              | -15,1                                | 39.289              | -25,4                                | -13.359                            |
| Formación bruta de capital                         | 48.145              | 41.191              | -14,4                                | 28.700              | -30,3                                | -12.491                            |
| Otros gastos de capital (b)                        | 13.851              | 11.457              | -17,3                                | 10.589              | -7,6                                 | -868                               |
| <b>3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINAN. (3 = 1 - 2)</b> | -117.098            | -98.218             | 16,1                                 | -91.420             | 6,9                                  | 6.798                              |
| (En porcentaje del PIB nominal)                    | -11,2               | -9,3                |                                      | -8,5                |                                      |                                    |
| <b>PRO MEMORIA</b>                                 |                     |                     |                                      |                     |                                      |                                    |
| Saldo primario                                     | -98.578             | -78.098             | 20,8                                 | -65.553             | 16,1                                 | 12.545                             |
| Gasto en consumo final                             | 223.603             | 221.715             | -0,8                                 | 217.675             | -1,8                                 | -4.040                             |

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

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

## SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA

## CUADRO 5

Millones de euros y %

|  | Variación<br>porcentual<br>entre<br>presupuesto<br>2011/2010 | Presupuesto<br>inicial<br>2012 | Variación<br>porcentual<br>entre<br>presupuesto<br>2012/2011 | Liquidación<br>ene-dic.<br>Variación<br>porcentual<br>2011/2010 | Liquidación   |               |                                      |
|--|--|--------------------------------|--|---|---------------|---------------|--------------------------------------|
|  |  |                                |  |   | 2011<br>enero | 2012<br>enero | Variación<br>porcentual<br>2012/2011 |
|  | 2  | 3                              | 4 = 3 / 1  | 5   | 6             | 7             | 8 = 7 / 6                            |
| <b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>         | 3,3  | 119.883                        | -2,9   | -0,4  | 9.595         | 10.921        | 13,8                                 |
| Cotizaciones sociales                    | 3,2  | 107.725                        | -3,6   | -0,4  | 8.887         | 9.195         | 3,5                                  |
| Transferencias corrientes                | -2,4   | 8.930                          | 9,5  | -3,9  | 705           | 1.665         | 136,2                                |
| Otros ingresos                           | 25,6   | 3.228                          | -7,1   | 8,0   | 3             | 61            | —                                    |
| <b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>            | 1,9  | 119.882                        | 0,9  | 2,2   | 7.947         | 8.279         | 4,2                                  |
| Personal                                 | -4,2   | 2.358                          | -0,8   | -2,1  | 145           | 147           | 1,4                                  |
| Compras                                  | -15,4  | 1.541                          | -10,4  | -8,8  | 47            | 53            | 14,2                                 |
| Transferencias corrientes                | 2,4  | 115.683                        | 1,2  | 2,6   | 7.755         | 8.077         | 4,2                                  |
| Pensiones contributivas                  | 4,0  | 101.954                        | 2,9  | 4,0   | 6.943         | 7.268         | 4,7                                  |
| Incapacidad temporal                     | -4,9   | 5.799                          | -17,3  | -8,0  | 153           | 145           | -5,2                                 |
| Resto                                    | -7,7   | 7.930                          | -3,1   | -4,4  | 659           | 664           | 0,7                                  |
| Otros gastos                             | -15,0  | 300                            | -33,2  | -24,6   | 1             | 2             | 98,7                                 |
| <b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b> | —  | 1                              | —  | —   | 1.647         | 2.642         | —                                    |

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Banco de España.

Millones de euros y %

|   | Liquidación<br>2011 | Variación<br>porcentual<br>2011/2010 | Presupuesto<br>inicial<br>2012 | Variación<br>porcentual<br>2011/2010 | 2011<br>ene-feb | 2012<br>ene-feb | Variación<br>porcentual |
|---|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|-----------------|-----------------|-------------------------|
|   | 1                   | 2                                    | 3                              | 4 = 3 / 1                            | 5               | 6               | 7 = 6 / 5               |
| 1 INGRESOS NO FINANCIEROS   | 104.145             | -18,2                                | 119.233                        | 14,5                                 | 22.930          | 23.063          | 0,6                     |
| Impuestos directos  | 53.382              | -9,9                                 | 54.846                         | 2,7                                  | 10.020          | 9.179           | -8,4                    |
| IRPF  | 33.545              | -14,7                                | 29.232                         | -12,9                                | 9.045           | 9.002           | -0,5                    |
| Sociedades  | 16.611              | 2,5                                  | 19.564                         | 17,8                                 | 354             | -389            | —                       |
| Otros directos (a)  | 3.227               | -13,7                                | 6.050                          | 87,5                                 | 621             | 566             | -8,9                    |
| Impuestos indirectos  | 34.644              | -33,2                                | 21.095                         | -39,1                                | 11.202          | 9.970           | -11,0                   |
| IVA   | 25.355              | -34,1                                | 13.633                         | -46,2                                | 9.668           | 8.544           | -11,6                   |
| Especiales  | 6.325               | -38,8                                | 4.502                          | -28,8                                | 1.025           | 931             | -9,2                    |
| Otros indirectos (b)  | 2.965               | -1,2                                 | 2.960                          | -0,2                                 | 509             | 496             | -2,6                    |
| Otros ingresos (c)  | 16.118              | -0,8                                 | 43.292                         | 168,6                                | 1.708           | 3.914           | 129,2                   |
| 2 PAGOS NO FINANCIEROS  | 151.095             | -15,9                                | 152.630                        | 1,0                                  | 28.512          | 32.258          | 13,1                    |
| Personal  | 27.420              | 1,7                                  | 27.339                         | -0,3                                 | 4.021           | 3.963           | -1,4                    |
| Compras   | 4.319               | -6,8                                 | 3.238                          | -25,0                                | 604             | 331             | -45,1                   |
| Intereses   | 22.204              | 13,1                                 | 28.876                         | 30,0                                 | 5.713           | 6.686           | 17,0                    |
| Transferencias corrientes   | 79.892              | -23,7                                | 80.498                         | 0,8                                  | 13.644          | 19.337          | 41,7                    |
| Fondo de contingencia y otros imprevistos   | —                   | —                                    | 2.377                          | —                                    | —               | —               | —                       |
| Inversiones reales  | 6.895               | -21,5                                | 5.280                          | -23,4                                | 1.637           | 1.092           | -33,3                   |
| Transferencias de capital   | 10.365              | -30,4                                | 5.022                          | -51,5                                | 2.893           | 849             | -70,7                   |
| 3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)   | -46.950             | —                                    | -33.397                        | —                                    | -5.582          | -9.196          | —                       |
| PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales) |                     |                                      |                                |                                      |                 |                 |                         |
| <b>TOTAL</b>  | <b>138.079</b>      | <b>1,6</b>                           | <b>139.223</b>                 | <b>0,8</b>                           | <b>32.040</b>   | <b>30.183</b>   | <b>-5,8</b>             |
| IRPF  | 69.803              | 4,2                                  | 73.106                         | 4,7                                  | 15.219          | 14.811          | -2,7                    |
| IVA   | 49.302              | 0,5                                  | 47.691                         | -3,3                                 | 13.690          | 12.343          | -9,8                    |
| Impuestos especiales  | 18.974              | -4,2                                 | 18.426                         | -2,9                                 | 3.132           | 3.029           | -3,3                    |

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

c Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

el mismo mes del año anterior, de 1,6 mm de euros, debido al fuerte aumento de los ingresos. Una parte de estos, como se mencionó anteriormente, procedió del adelanto de transferencias desde el Estado. Otra parte, sin embargo, se debió al aumento de las cotizaciones sociales, que contrasta con la debilidad de las afiliaciones y de la evolución de los salarios, por lo que cabría esperar una desaceleración en los próximos meses. Por lo que respecta a los gastos, el crecimiento vino determinado por la evolución de las pensiones contributivas, que aumentaron un 4,7 % interanual. Entre los otros gastos, cabe destacar que sigue observándose una cierta contracción de los pagos por incapacidad temporal, al igual que ha ocurrido en años anteriores.

#### 4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

En enero de 2012, la necesidad de financiación de la economía española continuó reduciéndose (véase cuadro 7). El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital mostró un déficit de 5,7 mm de euros, un 5,5 % inferior al del mismo mes del año anterior. Esta disminución se explica, sobre todo, por la caída del déficit de la balanza comercial y por la ampliación del saldo positivo de la balanza de servicios, que compensaron sobradamente el deterioro del déficit de rentas. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital se redujo.

Millones de euros

|          |                             | Enero  |        | Tasa de variación |
|----------|-----------------------------|--------|--------|-------------------|
|          |                             | 2011   | 2012   | 2012/2011(b)      |
| INGRESOS | Cuenta corriente            | 27.283 | 28.395 | 4,1               |
|          | Mercancías                  | 16.476 | 17.342 | 5,3               |
|          | Servicios                   | 7.072  | 7.062  | -0,1              |
|          | Turismo                     | 2.591  | 2.677  | 3,3               |
|          | Otros servicios             | 4.480  | 4.386  | -2,1              |
|          | Rentas                      | 2.631  | 2.838  | 7,9               |
|          | Transferencias corrientes   | 1.105  | 1.153  | 4,3               |
|          | Cuenta de capital           | 283    | 178    | -37,0             |
|          | Cuentas corriente + capital | 27.566 | 28.573 | 3,7               |
| PAGOS    | Cuenta corriente            | 33.454 | 34.122 | 2,0               |
|          | Mercancías                  | 20.881 | 20.535 | -1,7              |
|          | Servicios                   | 5.436  | 5.221  | -4,0              |
|          | Turismo                     | 893    | 832    | -6,8              |
|          | Otros servicios             | 4.544  | 4.389  | -3,4              |
|          | Rentas                      | 4.924  | 6.118  | 24,3              |
|          | Transferencias corrientes   | 2.212  | 2.249  | 1,7               |
|          | Cuenta de capital           | 101    | 110    | 8,8               |
|          | Cuentas corriente + capital | 33.555 | 34.232 | 2,0               |
| SALDOS   | Cuenta corriente            | -6.171 | -5.727 | 443               |
|          | Mercancías                  | -4.406 | -3.193 | 1.213             |
|          | Servicios                   | 1.635  | 1.842  | 207               |
|          | Turismo                     | 1.698  | 1.845  | 146               |
|          | Otros servicios             | -63    | -3     | 61                |
|          | Rentas                      | -2.293 | -3.280 | -987              |
|          | Transferencias corrientes   | -1.107 | -1.096 | 11                |
|          | Cuenta de capital           | 181    | 68     | -113              |
|          | Cuentas corriente + capital | -5.989 | -5.659 | 330               |

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

El déficit de la balanza comercial disminuyó, en el primer mes del año, un 27,5 %, hasta situarse en 3,2 mm de euros, debido fundamentalmente a la mejoría del saldo del componente no energético, que, según datos de Aduanas, pasó a obtener superávit. El comercio de bienes con la zona del euro volvió a registrar un saldo positivo, al tiempo que el déficit con los mercados no comunitarios mejoró ligeramente. El superávit de la balanza de servicios alcanzó 1,8 mm de euros, un 12,6 % más que en el mismo mes del año anterior, gracias tanto a la mejora del saldo con superávit de turismo como a la disminución del déficit de otros servicios. En sentido opuesto, el saldo negativo de la balanza de rentas se incrementó hasta 3,3 mm de euros (frente a 2,3 mm en el mismo mes de 2011), reflejando el repunte de los tipos de interés y los elevados pasivos que España mantiene frente al exterior. Finalmente, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se corrigió en un 1 %, hasta situarse en 1,1 mm de euros.

## 5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

### 5.1 Rasgos más destacados

Tras las fuertes tensiones que afectaron a los mercados financieros a lo largo del año pasado, en los primeros meses de 2012 se dio paso a una situación de mayor estabilidad, no exenta de volatilidad. Ello permitió que la rentabilidad de la deuda pública a diez años y su diferencial con respecto al bono alemán al mismo plazo se situaran claramente por debajo de los máximos alcanzados en noviembre. No obstante, ambos repuntaron en los últimos días de marzo, de modo que al final del trimestre estaban en el 5,4 % y en 361 pb, respectivamente, algo más de 30 pb por encima de los niveles de cierre del ejercicio anterior. A lo largo del trimestre, el Estado pudo obtener unos volúmenes elevados de fondos a un coste menor que en emisiones anteriores, dada la alta demanda que tuvieron estos títulos, y mejoraron también las condiciones de acceso a la financiación mayorista de las entidades de crédito. En concreto, en los mercados de renta fija, se observó una mayor captación de recursos, tras la fuerte atonía registrada el año anterior. En el interbancario, disminuyó el diferencial entre el euríbor a un año y el *eurepo* (coste de las operaciones con colateral) al mismo plazo hasta los 125 pb, desde los casi 180 pb de finales del ejercicio anterior. Esta evolución resultó de la reducción en medio punto porcentual del euríbor hasta marzo, ya que el *eurepo* apenas varió. Sin embargo, la apelación a este mercado siguió descendiendo en los primeros meses del año, en un contexto en el que las entidades han acumulado un volumen muy elevado de recursos a través de la liquidez suministrada por el BCE. En cambio, en las bolsas, el IBEX 35 perdió un 7,6 % entre finales de diciembre y el cierre de marzo, evolución que contrasta con la del EUROSTOXX 50 y el S&P 500, que se revalorizaron un 5,9 % y un 11,6 %, respectivamente (véase gráfico 23).

En la parte transcurrida de abril, sin embargo, se ha producido un nuevo rebrote de las tensiones financieras, lo que ha llevado a una elevación de la rentabilidad de la deuda pública a diez años hasta superar puntualmente el 6 %, y del diferencial con el bono alemán hasta el entorno de los 440 pb, niveles que no se observaban desde el pasado noviembre. Los índices bursátiles han registrado caídas, más intensas en el IBEX 35 y el EUROSTOXX 50 (del 13,7 % y 7,8 %, respectivamente), y algo más moderadas en el S&P 500, que ha descendido un 2,2 %.

En el mercado inmobiliario, según los datos publicados por el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda volvió a retroceder durante el primer trimestre de 2012. Así, la tasa de disminución interanual se situó en marzo en el 7,2 %, frente al 6,8 % de diciembre (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, el descenso fue del 3,1 %. De este modo, la caída acumulada desde los máximos alcanzados en 2008 asciende a un 21,5 % (26,8 % en términos reales).

La última información disponible sobre la evolución de los costes de financiación del sector privado, correspondiente al mes de febrero, muestra que, en un contexto caracterizado aún por un elevado grado de incertidumbre real y financiera, la disminución reciente de las rentabilidades interbancarias no se ha trasladado completamente a los préstamos a sociedades y familias. Los tipos de interés del crédito a los hogares experimentaron un ligero aumento, mientras que se registró una leve reducción en los de las operaciones con empresas.

La financiación del sector privado ha seguido mostrando una tendencia contractiva. La disminución en los pasivos de las familias fue, en febrero (último mes disponible), ligeramente más intensa, en términos interanuales, que la registrada al cierre del ejercicio anterior, por la

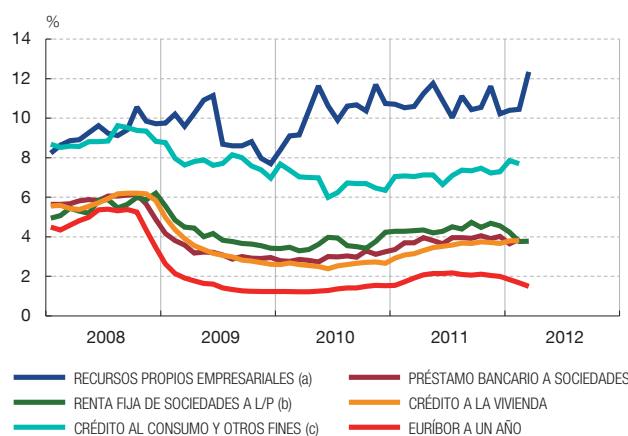
## ÍNDICES BURSÁTILES



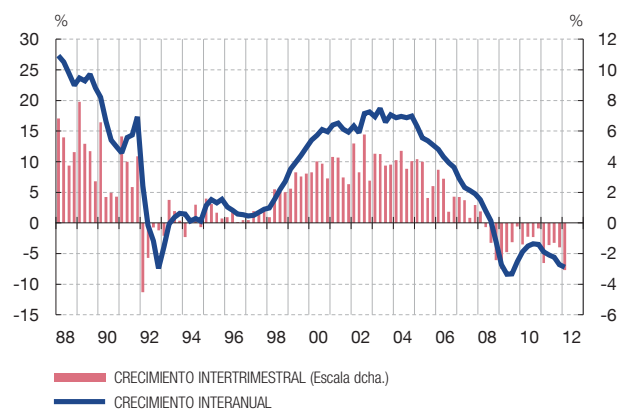
## DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



## COSTE DE FINANCIACIÓN



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



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Fomento 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, lo que ha podido 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.

pérdida de vigor tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como del crédito al consumo y otros fines. En cambio, el descenso interanual de la deuda de las sociedades apenas varió en relación con el dato de diciembre. Por instrumentos, el saldo de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes siguió cayendo, aunque a menor ritmo que a finales del año pasado, mientras que los valores de renta fija se aceleraron. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cuarto trimestre de 2011, confirma que durante este período continuó reduciéndose la financiación bancaria en todas las ramas productivas.

La reducción de la deuda en empresas y familias propició una nueva disminución de las ratios de endeudamiento y de carga financiera de estos sectores en el cuarto trimestre de 2011. Los datos de avance para los tres primeros meses de 2012 apuntan a una continuidad de estas tendencias. Por su parte, la riqueza neta de los hogares se redujo ligeramente, como resultado del descenso tanto del valor de los instrumentos financieros como,



**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 8

Porcentaje del PIB

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

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.

sobre todo, de los activos inmobiliarios. En el caso de las sociedades, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revelan una caída de la actividad y las rentas empresariales en 2011 en relación con el año anterior.

El volumen de créditos dudosos continuó creciendo en los primeros meses del año, lo que, unido a la reducción de la deuda, ha llevado a que la ratio de morosidad haya seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (en el que se incluyen empresas y familias) dicho indicador se situó en febrero en el 8,2 %, 0,6 pp por encima del dato de diciembre de 2011.

En el caso de las AAPP, se registró una ligera desaceleración de la deuda, aunque el ritmo de expansión siguió siendo muy elevado, evolución que, en parte, evidencia que el Estado incrementó durante el primer trimestre de 2012 el volumen de sus emisiones tratando de aprovechar las condiciones más favorables y la elevada demanda de este tipo de activos. Por instrumentos, destaca el fuerte avance de la financiación a largo plazo, en tanto que las emisiones netas a corto plazo perdieron importancia relativa. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos en las ratios de endeudamiento y de carga financiera.

Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las Cuentas Financieras, en el cuarto trimestre de 2011 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,4 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp menos que en septiembre (véase cuadro 8). Esta evolución fue el resultado de la disminución de la posición deudora de las AAPP (hasta el 8,5 % del PIB, 0,3 pp menos que en el tercer trimestre del año), el descenso en la capacidad de financiación de las sociedades y los hogares, y el incremento en el saldo acreedor de las instituciones financieras. El detalle por instrumentos muestra que, en los tres últimos meses del año pasado, el grueso de las entradas de capital del exterior se canalizó a través del incremento de la posición deudora intrasistema del Banco de España, mientras que se redujeron tanto los fondos obtenidos en el interbancario como los captados a través de las operaciones con garantía liquidadas en cámaras de contrapartida central. Estos desarrollos reflejan en parte el resultado de la subasta extraordinaria de liquidez a tres años del

BCE en diciembre en la que las entidades residentes captaron un volumen elevado de recursos con el fin de aumentar sus activos líquidos y que utilizaron, en parte, para reemplazar otras fuentes de financiación, como, en particular, la procedente del mercado interbancario en sentido amplio (incluyendo la canalizada a través de cámaras de contrapartida central).

En resumen, durante el primer trimestre de 2012, los mercados financieros mostraron una mayor estabilidad, que se tradujo en una mejoría en las condiciones de financiación mayorista de los sectores residentes. No obstante, desde finales de marzo se ha registrado un fuerte rebrote de las tensiones, que se ha reflejado en un nuevo incremento de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo y de su diferencial con el bono alemán, dificultándose las condiciones de obtención de recursos en los mercados. En el caso de las entidades financieras, el aumento de la liquidez obtenida en las subastas a tres años del Eurosistema ofrece un colchón importante, que reduce los riesgos de refinanciación a los que se enfrentan estas instituciones, mitigando así la probabilidad de que se materialice una contracción significativa de la oferta de crédito. No obstante, el contexto de debilidad económica y la necesidad de seguir avanzando en la corrección de los elevados niveles de endeudamiento del sector privado continuarán restringiendo el dinamismo del crédito a corto plazo.

## 5.2 El sector hogares

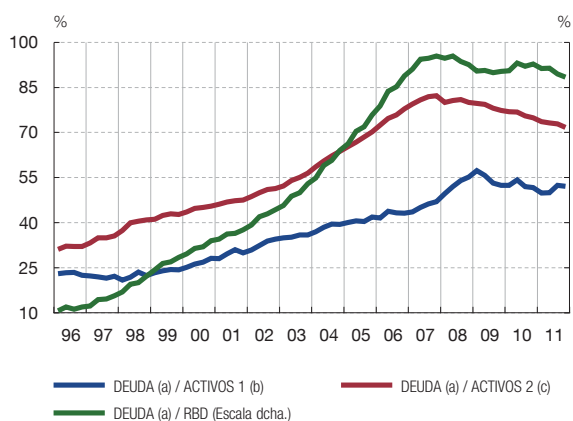
Los tipos de interés del crédito concedido a los hogares mostraron una evolución ligeramente ascendente hasta febrero. Así, en el caso de los préstamos para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines, el coste aumentó 16 pb y 42 pb, respectivamente, respecto a los niveles alcanzados en diciembre, hasta situarse en el 3,8 % y el 7,7 %.

La deuda de las familias siguió disminuyendo, situándose en febrero el ritmo de contracción interanual en el 2,7 %, lo que supone una ligera intensificación del retroceso en comparación con la caída observada al cierre del ejercicio anterior (2,4 %). Ello fue consecuencia de la pérdida de vigor tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como del crédito al consumo y otros fines, que registraron un descenso interanual del 2 % y el 5,2 %, respectivamente, frente al descenso del 1,7 % y del 4,6 % de diciembre de 2011. Las tasas intertrimestrales anualizadas muestran cifras similares a las que se obtienen con los indicadores interanuales.

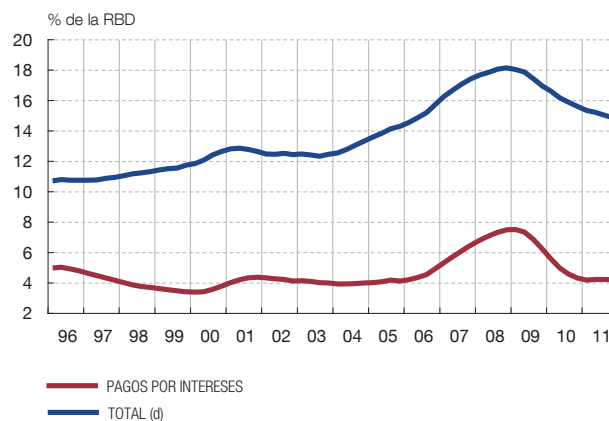
La reducción de los pasivos de las familias, junto con el estancamiento de los ingresos, llevó a un nuevo retroceso de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) en este sector (véase gráfico 24). Este descenso explica también la evolución de la carga financiera en relación con la RBD, que siguió disminuyendo ligeramente gracias a los menores pagos asociados a la devolución del principal de las deudas. La tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda también continuaron cayendo, en línea con la tendencia que se viene observando desde principios de 2010. Por su parte, la riqueza neta de los hogares volvió a reducirse, como resultado del descenso tanto del valor de los instrumentos financieros como de los activos inmobiliarios.

De acuerdo con las Cuentas Financieras, la inversión de los hogares en activos financieros descendió en el cuarto trimestre de 2011, en términos acumulados de doce meses, hasta alcanzar el 1,2 % del PIB (véase cuadro 9). El saldo de depósitos continuó contrayéndose, prolongándose la tendencia iniciada tres meses antes, y que respondió fundamentalmente a una cierta recomposición de la cartera hacia otros instrumentos bancarios y no bancarios (véase recuadro 5).

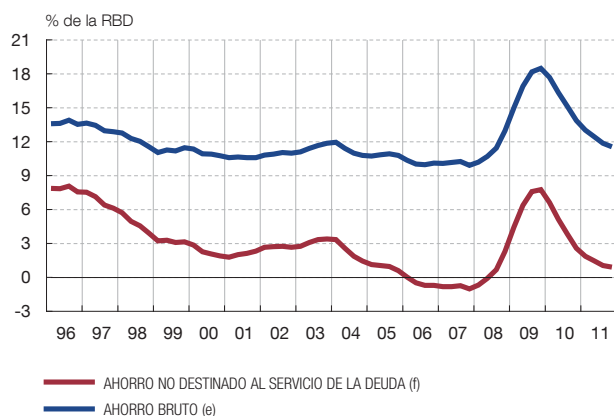
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



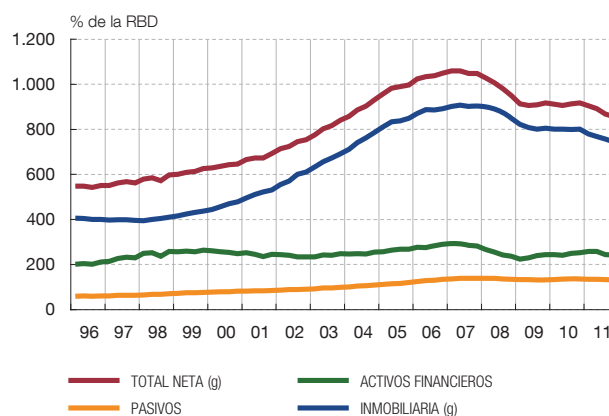
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



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

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

Por último, en el cuarto trimestre de 2011, la ratio de morosidad aumentó en los créditos otorgados a hogares para adquisición de vivienda (0,11 pp, hasta el 2,8%), pero disminuyó algo en los destinados a consumo y otros fines (0,08 pp, hasta un 6,9%).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron, hasta febrero, una leve disminución. Así, se redujo en 6 pb para operaciones de hasta un millón de euros, y en 31 pb en las de cuantía superior, situándose en el 5,4% y el 3,1%, respectivamente. El coste de las emisiones de valores descendió tanto en las de renta fija a corto plazo (30 pb) como en las de largo plazo (80 pb), mientras que en las de renta variable aumentó (23 pb).

Por su parte, la deuda de las sociedades continuó cayendo en los primeros meses de 2012, situándose en febrero la tasa de contracción interanual en el 2,2%, retroceso prácticamente igual que el observado a finales de 2011, que fue del 2,3%. El detalle por instrumentos muestra que en los préstamos bancarios el ritmo de descenso interanual fue de un 4,7%, tres décimas menos que en diciembre, mientras que se aceleró la captación

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

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

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

de fondos mediante valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión), creciendo el saldo un 9 % en relación con el mismo mes de un año antes. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cierre de 2011, confirma que, durante el último tramo del pasado ejercicio, continuó reduciéndose el saldo vivo de la financiación bancaria en todas las ramas productivas. Una vez más, fue en la construcción donde tuvo lugar el mayor retroceso interanual (14 %), aunque se moderó algo respecto al de trimestres anteriores. En la industria, sin embargo, aumentó el ritmo de contracción, hasta situarse en un 6 %, superando incluso al del sector inmobiliario, que registró una caída del 5,5 %. En el resto de servicios, la disminución fue más moderada (2,4 %).

El saldo de los depósitos mantenidos por el sector privado no financiero en las entidades de crédito residentes mostró una tendencia ascendente hasta junio de 2011, en un contexto de elevada competencia entre estas instituciones por la captación de financiación minorista. A partir de entonces este perfil se ha invertido, retrocediendo los mantenidos tanto por los hogares (un 3,2 %, entre junio del pasado año y febrero de 2012) como, de forma más acusada, por las empresas (12,7 %), aunque el saldo de estos últimos es considerablemente menor (véase gráfico 1).

Las condiciones macroeconómicas adversas que se fueron configurando en la segunda mitad del año contribuyen a explicar, en parte, la evolución más reciente de los depósitos. Así, en un contexto en el que el ahorro bruto de las familias ha disminuido (y también sus pasivos y los de las empresas), los hogares y las sociedades han ido reduciendo progresivamente su inversión en activos financieros, aunque continuó siendo positiva en los últimos seis meses de 2011 (véase gráfico 2), por lo que el retroceso de los depósitos de este período evidencia también una cierta recomposición de la cartera financiera de ambos sectores.

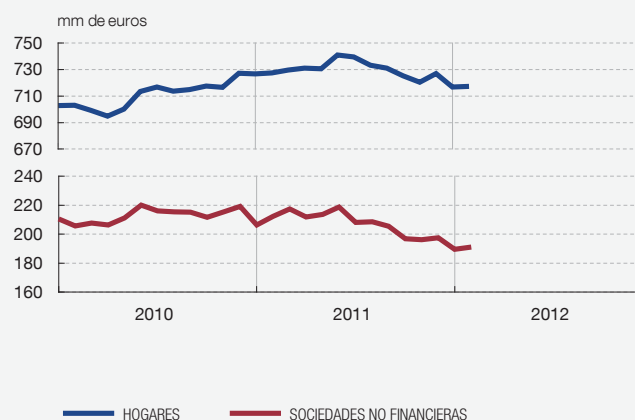
Un primer factor que puede haber contribuido a explicar el descenso de los depósitos de hogares y sociedades no financieras en las instituciones de crédito residentes a partir de julio de 2011 son los cambios normativos introducidos en relación con las contribuciones que estas instituciones deben realizar al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) y, en concreto, la entrada en vigor del Real Decreto 771/2011 en julio de 2011 y del Decreto Ley 16/2011 en diciembre de este mismo año. El primero establece aportaciones adicionales al FGD para aquellas entidades que concierten estos instrumentos o liquiden cuentas a la vista con remuneraciones que excedan determinados tipos de interés, mientras que, mediante el segundo, se elevaron las aportaciones que las entidades deben realizar a este Fondo. Ambos decretos podrían haber contribuido a

desincentivar la captación de depósitos, favoreciendo, como contrapartida, un mayor dinamismo de la emisión de valores de renta fija de las entidades. En línea con esta hipótesis, los datos de las Cuentas Financieras muestran una inversión elevada en este tipo de instrumentos por parte de ambos sectores en el segundo semestre de 2011 (y, en concreto, entre octubre y diciembre). Así, en el caso de las empresas, prácticamente compensó el retroceso de sus depósitos en entidades de crédito residentes, mientras que para las familias alcanzó un importe equivalente a un tercio de esta disminución (véase gráfico 2). Para estas últimas, fue también muy notable la adquisición de acciones y participaciones emitidas por los bancos, que alcanzó un importe históricamente elevado (más de 11.000 millones, el grueso de la partida «Resto» en el gráfico 2). De este modo, una parte importante de la contracción de los depósitos ha tenido como contrapartida un incremento en otras partidas del pasivo de las propias entidades de crédito.

El desplazamiento hacia instrumentos emitidos por las Administraciones Públicas, en un período en el que estos han ofrecido mayores rentabilidades, también parece haber contribuido a explicar el descenso en el saldo de depósitos mantenidos en las entidades de crédito residentes, sobre todo en el caso de las familias. Así, en el segundo semestre de 2011, la inversión de este sector en estos títulos alcanzó un importe equivalente al 34 % (29 % en letras y 5 % en bonos y obligaciones) de su desinversión en depósitos en entidades residentes. En el caso de las empresas, este porcentaje fue mucho más reducido (9 %).

La información de las Cuentas Financieras también muestra que los depósitos en el resto del mundo tanto de las sociedades no financieras como, en menor medida, de los hogares han aumentado algo en los últimos meses. En el caso de las familias, la inversión en el exterior desde mediados de 2011 en estos activos líquidos ha alcanzado un importe equivalente a apenas un 1 % de la

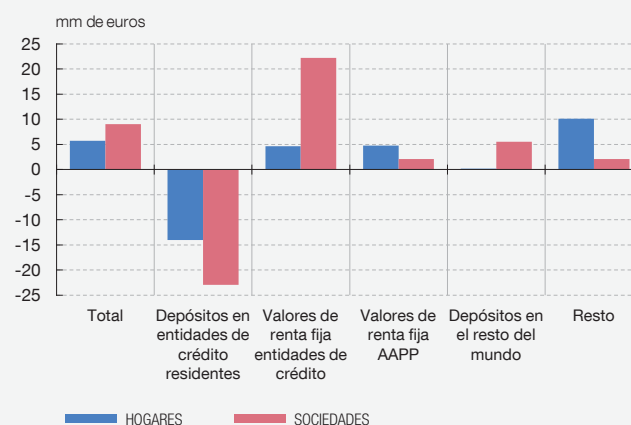
1 DEPÓSITOS EN ENTIDADES DE CRÉDITO RESIDENTES



FUENTE: Banco de España.

a No incluye ni crédito comercial ni crédito interempresarial.

2 ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Flujo del segundo semestre de 2011 (a)



disminución observada para los mantenidos en España. Para las empresas, este porcentaje es más elevado (24%), aunque hay que tener en cuenta que, en este caso, los flujos pueden estar influidos por decisiones de tesorería adoptadas por grandes grupos multinacionales en el ámbito de estrategias globales.

En resumen, el descenso que desde mediados de 2011 han presentado los depósitos mantenidos por los hogares y las sociedades no financieras en las entidades de crédito residentes pa-

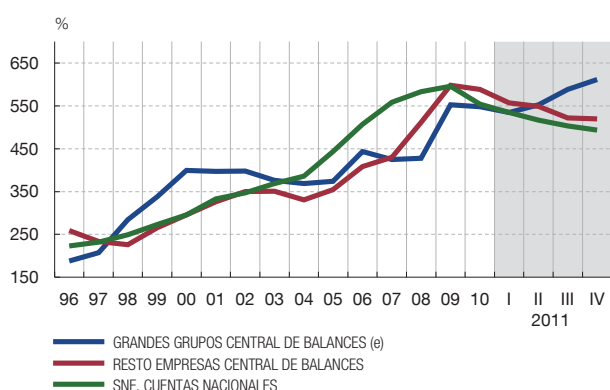
rece responder a una combinación de factores, entre los que cabe destacar, por una parte, un contexto macroeconómico adverso, que ha llevado a una reducción de su inversión en activos financieros, y, por otra, una cierta recomposición de sus carteras en favor de otros pasivos de las propias entidades residentes, como son los valores de renta fija y variable emitidos por estas; de títulos de deuda pública, y —en menor medida y, sobre todo, en el caso de las empresas— de depósitos en el resto del mundo.

Según los datos más recientes de las Cuentas Financieras correspondientes al cuarto trimestre de 2011, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial descendió ligeramente hasta situarse en el 1,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp menos que en septiembre. A pesar de ello, la reducción de las adquisiciones en el resto del mundo se tradujo en un aumento de la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, que pasó a presentar un valor positivo equivalente al 0,6% del PIB, frente al -0,4% de tres meses antes.

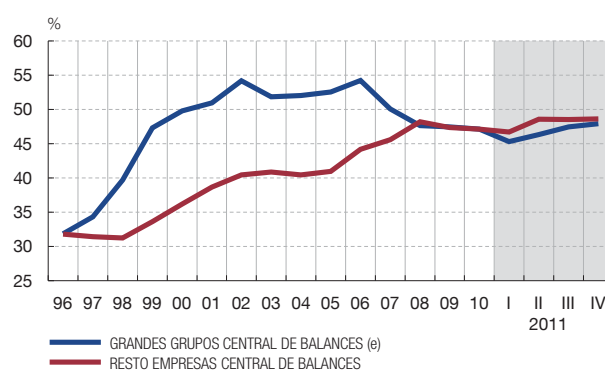
La ratio de endeudamiento continuó reduciéndose durante el cuarto trimestre de 2011, como consecuencia del descenso de los recursos ajenos de este sector y del aumento de las rentas empresariales que recoge la Contabilidad Nacional. Estos mismos factores explican también la tendencia ligeramente descendente registrada por la carga financiera (véase gráfico 25). Los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT) ponen de manifiesto, en cambio, una caída de los excedentes de las compañías colaboradoras en 2011. Así, el resultado ordinario neto disminuyó un 7%, tasa que contrasta con el 8,9% que había aumentado en 2010. Ello se tradujo en una reducción de más de un punto y medio de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, que cayó hasta el 7,4%. La ratio que relaciona el nivel de deuda con las rentas generadas mostró, para las empresas de esta muestra, excluyendo los grandes grupos<sup>9</sup>, una evolución descendente a lo largo de 2011, como consecuencia de la reducción de sus pasivos con coste. El nivel de deuda en relación con los activos experimentó variaciones poco significativas, creciendo ligeramente debido, principalmente, a la caída del denominador. La negativa evolución de los excedentes, junto con los mayores gastos por intereses, provocó que la carga financiera aumentara, especialmente en el último trimestre del año. A pesar de ello, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo descendieron algo como consecuencia de la evolución favorable de las compañías en situación más vulnerable. En todo caso, estos indicadores se mantienen en niveles históricamente elevados. Por su parte, los analistas han revisado a la baja sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas a corto plazo, mientras que las correspondientes a horizontes más largos han reflejado una ligera mejoría (véase gráfico 26).

<sup>9</sup> En las empresas pertenecientes a los denominados grandes grupos (Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica) se ha observado un incremento de la ratio de deuda sobre resultados. Ello se debió tanto al ligero aumento de los pasivos con coste en estas empresas como al fuerte impacto que en estas sociedades tuvo el deterioro de los excedentes ordinarios, especialmente en la segunda mitad del año.

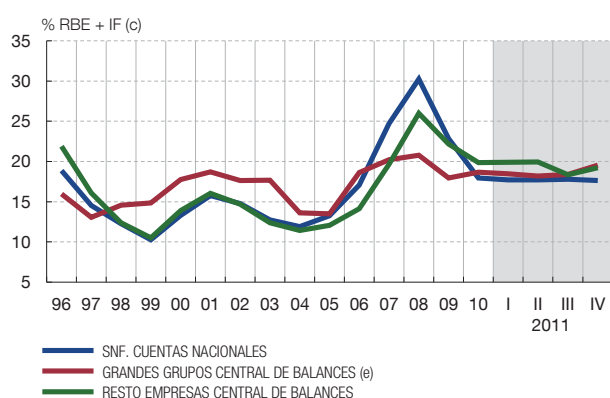
DEUDA (b) / REB + IF (c)



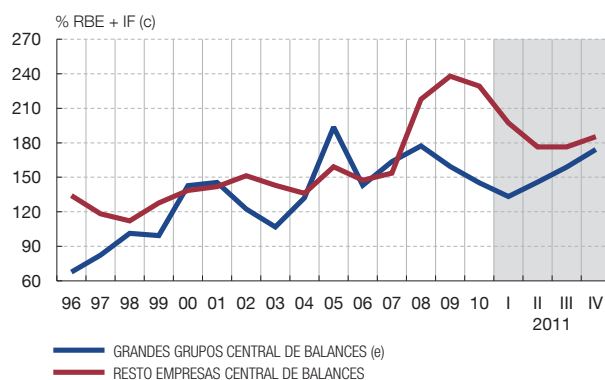
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



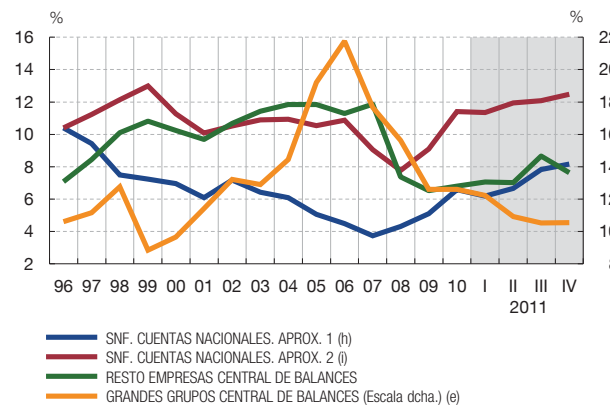
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



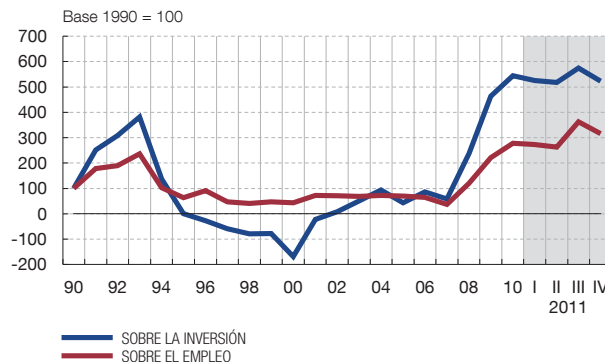
CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



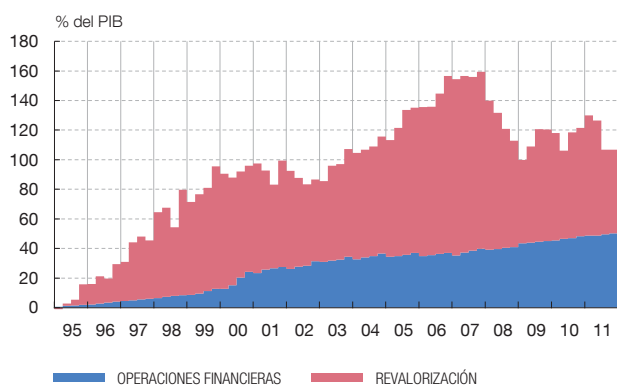
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



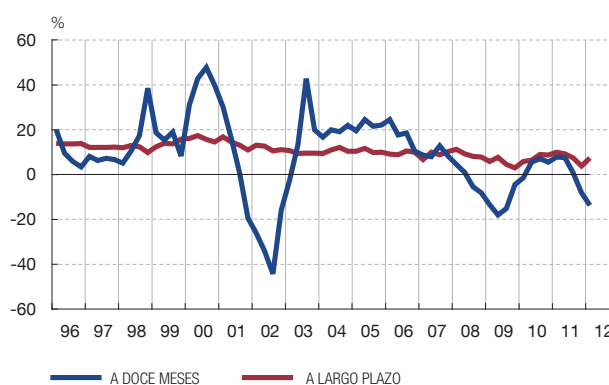
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la 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.

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.

Por último, la ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó elevándose durante los últimos meses de 2011. Este incremento se registró en todas las ramas productivas. Así, en el sector de la construcción y servicios inmobiliarios, aumentó 1,85 pp, hasta situarse en el 20,1 %, mientras que en el resto de actividades productivas el ascenso fue de 0,27 pp, hasta alcanzar el 5 %.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

En el cuarto trimestre de 2011, según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se redujeron ligeramente, en 0,3 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses, si bien continúan en valores elevados (8,5 % del PIB; véase cuadro 8).

Como es habitual, la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que obtuvieron fondos equivalentes al 6,4 % del PIB, 0,8 pp menos que en septiembre (véase gráfico 27). Por otra parte, la captación de recursos mediante valores de corto plazo aumentó en 0,2 pp, mientras que la captación de fondos mediante créditos se redujo en 0,3 pp, hasta representar el 0,5 % y el 0,4 % del PIB, respectivamente. Por el lado del activo, disminuyeron las adquisiciones netas de valores, en 1,3 pp, hasta situarse en el -0,2 % del PIB, y también cayó el saldo de sus depósitos, por un importe equivalente al 1,6 % del PIB, igual porcentaje que el registrado en el tercer trimestre.

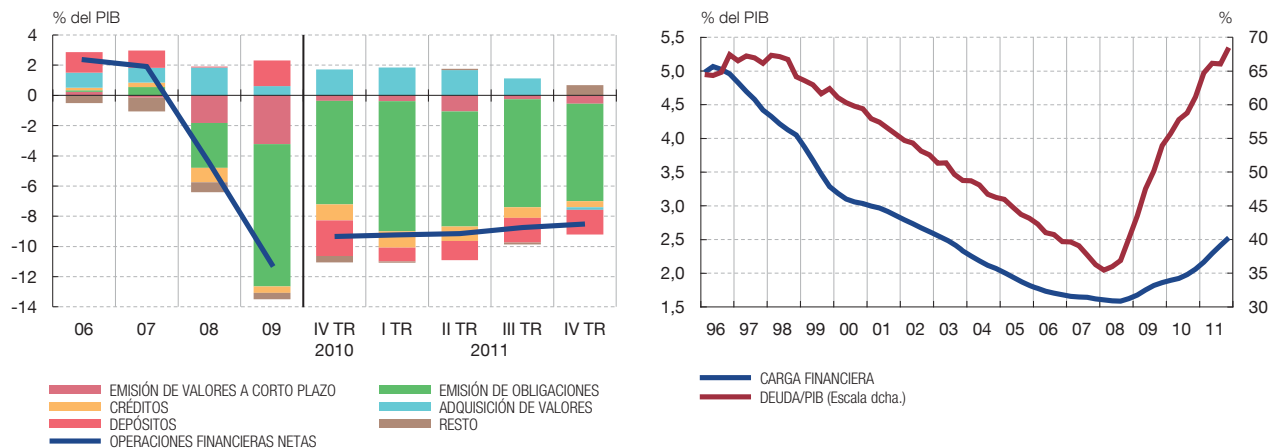
Durante los primeros meses de 2012, la deuda de las AAPP siguió creciendo a un ritmo elevado, aunque algo más moderado que al cierre de 2011, situándose en febrero la tasa de expansión interanual en el 13,8 %. Por instrumentos, destaca el fuerte avance de la financiación a largo plazo (16,4 %), en tanto que las emisiones netas a corto plazo perdieron dinamismo, aumentando un 0,5 %, en términos interanuales. El desglose por tenedores muestra que fueron las entidades de crédito residentes las que en estos últimos meses adquirieron la mayor parte de las nuevas emisiones realizadas, mientras que los no residentes continuaron desinvirtiendo en dichos activos. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento (68,5 del PIB, en diciembre) y en la de carga financiera (2,5 % del PIB).

#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con las Cuentas Financieras, en el cuarto trimestre de 2011 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,4 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp menos que en



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.

septiembre (véase cuadro 8). Esta evolución fue el resultado de una ligera disminución de la posición deudora de las AAPP, de un descenso en la capacidad de financiación de las sociedades —y sobre todo de los hogares— y de un aumento en el saldo acreedor de las instituciones financieras.

Los recursos captados en el resto del mundo por los sectores residentes distintos del Banco de España fueron insuficientes para cubrir las salidas netas de fondos y el exceso de gasto sobre las rentas de la nación. Como resultado, el saldo que presentaron las operaciones financieras netas del Banco de España frente al exterior fue nuevamente deudor, y por un importe muy elevado, de 74 mm. Como se ha comentado anteriormente, este desarrollo está en parte influido por el resultado de la subasta extraordinaria de liquidez del BCE a tres años, en la que las entidades residentes obtuvieron un volumen elevado de fondos. La información más reciente de la Balanza de Pagos muestra que en enero no se prolongó esta pauta, registrándose unos flujos internacionales por importes muy moderados.

El detalle por instrumentos muestra que en el cuarto trimestre de 2011 la mayor parte de la financiación externa se canalizó mediante la posición intrasistema del Banco de España. Los fondos obtenidos por esta vía fueron de 85 mm. Por el contrario, se registró un descenso tanto en el saldo de la financiación interbancaria neta como en la posición deudora frente a las cámaras de contrapartida central, por un importe del 6,7 % del PIB cada una, aunque en el conjunto del pasado año aumentó el endeudamiento de las entidades de crédito materializado en operaciones con garantía liquidadas en estas cámaras (véase cuadro 10). Asimismo, se observó nuevamente una desinversión de los no residentes en títulos de renta fija emitidos por las instituciones financieras y las AAPP. Por el contrario, la captación de recursos instrumentada a través de acciones y otras participaciones siguió siendo positiva, aunque en términos acumulados de doce meses se redujo ligeramente y se materializó fundamentalmente en activos emitidos por las sociedades no financieras. Por su parte, la inversión directa del exterior en España cayó 0,1 pp, hasta el 1,8 % del PIB en términos anuales.

La financiación de los residentes al exterior descendió 1 pp entre septiembre y diciembre de 2011, hasta alcanzar el 0,4 % del PIB, y también se redujo en términos acumulados de

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

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

|  | 2008 | 2009 | 2010 | 2011  |        |       |
|--|------|------|------|-------|--------|-------|
|  |      |      |      | II TR | III TR | IV TR |
| <b>OPERACIONES FINANCIERAS NETAS</b>                         | -9,2 | -4,7 | -4,0 | -3,6  | -3,5   | -3,4  |
| Operaciones financieras (activos)                            | 0,8  | -1,1 | -2,5 | 2,0   | 2,9    | 2,3   |
| Oro y DEG  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0    | 0,0   |
| Efectivo y depósitos   | -1,3 | -3,2 | -1,4 | 0,4   | 1,5    | 0,4   |
| <i>De los cuales:</i>  |      |      |      |       |        |       |
| <i>Interbancario entidades de crédito</i>                    | -0,5 | -1,7 | -1,3 | 0,2   | 0,9    | 0,0   |
| Valores distintos de acciones                                | 1,3  | 0,0  | -7,1 | -4,6  | -2,5   | -1,1  |
| <i>De los cuales:</i>  |      |      |      |       |        |       |
| <i>Entidades de crédito</i>                                  | 1,5  | 1,2  | -3,1 | -0,3  | 0,1    | 0,6   |
| <i>Inversores institucionales</i>                            | -0,5 | -1,0 | -2,9 | -2,8  | -1,7   | -1,2  |
| Acciones y otras participaciones                             | 1,7  | 1,6  | 3,2  | 3,2   | 1,5    | 1,1   |
| <i>De las cuales:</i>  |      |      |      |       |        |       |
| Sociedades no financieras                                    | 3,5  | 0,2  | 3,0  | 1,8   | 0,6    | -0,1  |
| Inversores institucionales                                   | -2,3 | 0,5  | 1,0  | 1,0   | 0,6    | 0,5   |
| Préstamos  | 0,8  | 0,3  | 1,0  | 2,0   | 1,5    | 1,4   |
| Operaciones financieras (pasivos)                            | 10,0 | 3,6  | 1,5  | 5,6   | 6,4    | 5,6   |
| Depósitos  | 8,0  | -0,5 | -0,5 | 0,8   | 4,9    | 8,7   |
| <i>De los cuales:</i>  |      |      |      |       |        |       |
| <i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>                | 6,2  | 0,7  | -7,4 | -1,8  | -5,4   | -3,6  |
| <i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>          | 0,2  | 0,1  | 5,8  | 8,3   | 8,4    | 2,7   |
| <i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i> | 1,9  | -0,8 | 0,2  | -6,5  | 1,7    | 10,5  |
| Valores distintos de acciones                                | -2,7 | 3,5  | -2,0 | -0,3  | -2,8   | -6,9  |
| <i>De los cuales:</i>  |      |      |      |       |        |       |
| <i>Administraciones Públicas</i>                             | 1,1  | 5,1  | 1,9  | 2,0   | 1,4    | -0,4  |
| <i>Entidades de crédito</i>                                  | -1,9 | 1,0  | -1,3 | -1,0  | -1,7   | -3,1  |
| <i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>         | -1,9 | -2,6 | -2,6 | -1,2  | -2,5   | -3,4  |
| Acciones y otras participaciones                             | 3,2  | 1,0  | 2,3  | 3,1   | 2,8    | 2,6   |
| <i>De las cuales:</i>  |      |      |      |       |        |       |
| <i>Sociedades no financieras</i>                             | 2,4  | 0,4  | 2,3  | 2,8   | 2,6    | 2,5   |
| Préstamos  | 2,9  | 0,1  | 1,3  | 1,6   | 1,2    | 1,0   |
| Otros neto (c)   | 0,3  | -0,7 | -1,5 | -0,7  | -0,6   | -0,3  |
| <b>PRO MEMORIA</b>   |      |      |      |       |        |       |
| Inversión directa de España en el exterior                   | 4,7  | 0,7  | 1,6  | 3,5   | 1,8    | 2,4   |
| Inversión directa del exterior en España                     | 4,8  | 0,6  | 1,8  | 2,4   | 1,9    | 1,8   |

FUENTE: Banco de España.

a Incluye operaciones *repo* bilaterales.

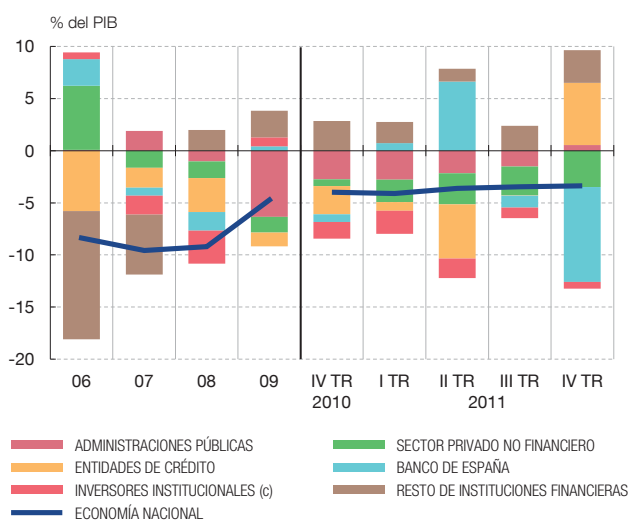
b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

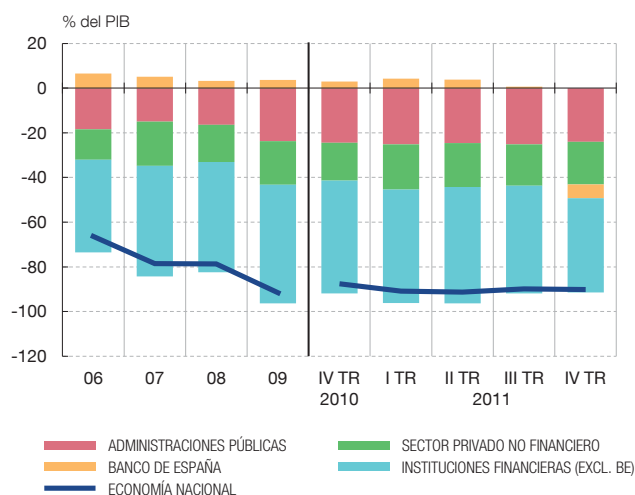
doce meses hasta el 2,3 % del PIB. Por instrumentos, la inversión neta en valores de renta fija pasó a ser negativa, como resultado de la desinversión de los inversores institucionales que superó a la adquisición realizada por el resto de sectores. En contraposición, las compras de acciones y otras participaciones aumentaron ligeramente, frente al retroceso del trimestre anterior. También creció la inversión directa de España en el exterior, pasando a situarse en el 2,4 % del PIB en términos anuales, 0,6 pp más que en septiembre.

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros transfronterizos y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados

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.

por la economía española frente al resto del mundo equivalía al 90,2 % del PIB en diciembre de 2011, 0,4 pp más que en septiembre (véase gráfico 28). Este ligero incremento se debió, fundamentalmente, al saldo deudor que el Banco de España pasó a presentar frente al resto del mundo (del 6,1 % del PIB), después de que en el trimestre anterior fuese prácticamente nulo. En sentido contrario, tanto el sector financiero (excluido el Banco de España) como las Administraciones Públicas redujeron su posición deudora frente a los no residentes, mientras que el sector privado no financiero no registró variaciones significativas de su endeudamiento exterior neto.

19.4.2012.

