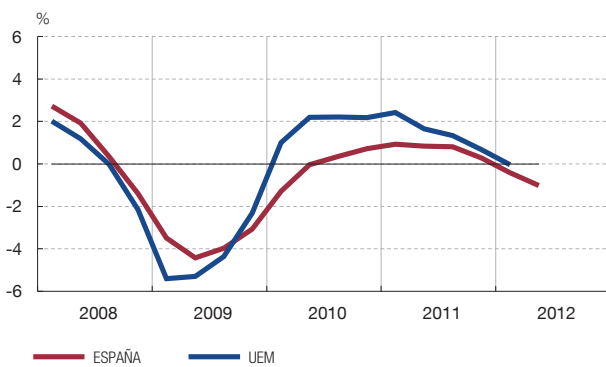


Durante los últimos meses, y especialmente a partir de mayo, la economía española se ha visto fuertemente afectada por el recrudecimiento de las tensiones financieras en el área del euro. Como se analiza a lo largo de este Informe trimestral, al agravamiento de la crisis de deuda soberana han contribuido factores de distinta naturaleza, entre los que figuran las propias dudas suscitadas en torno a la economía española; en particular, sobre las necesidades de recapitalización de su sistema financiero y su capacidad para completar el proceso de consolidación fiscal según las pautas acordadas a escala europea. Las dudas sobre la economía española se han materializado en nuevas salidas de financiación, aumentos de las primas de riesgo de la deuda soberana, retrocesos en los índices bursátiles y rebajas en las calificaciones crediticias de la deuda pública y privada. En respuesta a los riesgos que esta situación representaba, las autoridades españolas acometieron diversas actuaciones, entre las que destaca la petición de asistencia financiera a la UE con el propósito de recapitalizar las entidades bancarias más débiles (cuyas condiciones se recogen en el Memorando de Entendimiento firmado el pasado 20 de julio) y la aprobación de un ambicioso paquete de medidas para reconducir la senda del déficit público hacia una cota por debajo del 3 % en 2014, tras la ampliación del plazo concedida por la UE.

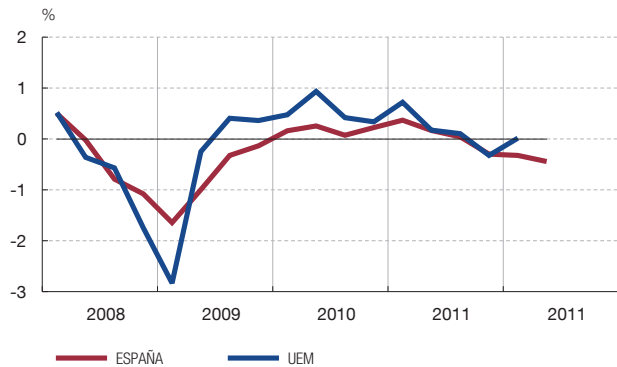
De acuerdo con las estimaciones preliminares, que se basan en una información todavía incompleta, la actividad en España volvió a caer en el segundo trimestre. Se estima que el ritmo de descenso fue algo más intenso que el de los dos trimestres anteriores, con una tasa de variación intertrimestral del -0,4 %. La demanda nacional retrocedió de forma más acentuada que el trimestre anterior (-1,2 %, frente al -0,5 %), pues el gasto de las familias y la demanda de las AAPP se contrajeron a un ritmo más rápido. Como viene siendo la tónica de los últimos años, la demanda exterior neta amortiguó el impacto negativo del descenso de la demanda nacional en el PIB, pues realizó una contribución positiva [0,8 puntos porcentuales (pp)], más alta que la del trimestre precedente, gracias a una moderada recuperación de las exportaciones. En términos interanuales, el PIB descendió un 1 %, frente al -0,4 % observado en el primer trimestre del año.

Se estima que el empleo disminuyó en el segundo trimestre a un ritmo interanual del 4,6 %, por lo que la productividad siguió creciendo a una tasa muy elevada (3,8 %). Esto, unido a la desaceleración prevista en el aumento de la remuneración por asalariado, permitió que los costes laborales unitarios continuaran reduciéndose a un ritmo significativo. Pese a la debilidad del gasto, los precios de consumo mantuvieron una tasa interanual del 1,9 % en la media del segundo trimestre, similar a la cota observada en marzo, aunque el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— mostró tasas más moderadas (1,3 % en junio). La inflación, medida en términos del IAPC, mantuvo un crecimiento interanual inferior al de la zona del euro, aunque en junio ese diferencial se estrechó ligeramente, hasta -0,6 pp. En los próximos meses se prevén subidas de algunos precios como consecuencia de la subida acordada del IVA, además de las otras medidas que afectan a precios administrados, como la electricidad, los medicamentos o las tasas universitarias, si bien estos efectos se verán parcialmente compensados por el impacto de los menores precios del petróleo que se han observado en las últimas semanas, tendencia que podría continuar en los próximos meses, tal y como parecen anticipar los mercados de futuros. En todo caso, en el entorno recesivo que vive la economía española cabe esperar que la traslación de las subidas impositivas a los precios

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



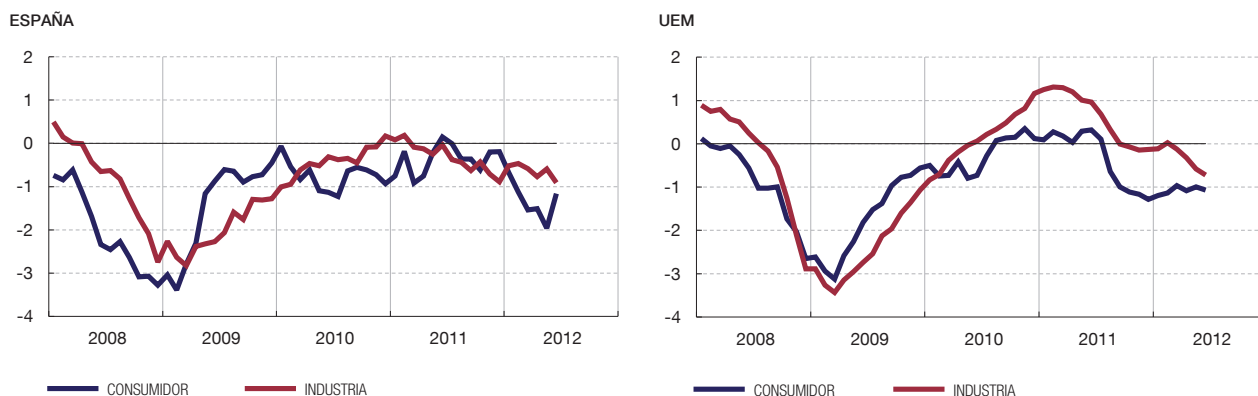
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

de consumo sea solo parcial, en línea con lo que ocurrió en 2010, y que, además, el impacto sobre la tasa de inflación sea pasajero.

La economía mundial experimentó un cierto deterioro en el segundo trimestre, marcado por el recrudecimiento de la inestabilidad de la zona del euro, donde se observó un empeoramiento generalizado de la situación económica, que ha llevado a que las estimaciones disponibles apunten a un descenso del PIB en esta área en el segundo trimestre. Ese retroceso afectó a la economía mundial principalmente a través del canal comercial —por las menores importaciones procedentes del área del euro—, si bien el pesimismo de los mercados europeos se contagió, en alguna medida, a las bolsas mundiales y a los mercados de bonos. Esto, junto con ciertos indicadores de debilidad interna en algunos países, ha supuesto que, en general, las perspectivas globales se hayan revisado a la baja para 2012 y que se hayan intensificado los riesgos de un crecimiento menor de la economía mundial. En Estados Unidos, los indicadores relativos al segundo trimestre muestran una economía algo más débil, especialmente atendiendo a los datos de empleo. También en algunas economías emergentes, como China, India o Brasil, se aprecian signos de desaceleración, aunque se prevé que, en su conjunto, sigan manteniendo un dinamismo muy superior al de los países industrializados. En el lado positivo, la disminución de los precios de la energía y de otras materias primas ha mejorado las perspectivas de inflación. En concreto, el precio del petróleo bajó de la barrera de los 100 dólares en junio y, aunque en los últimos días ha repuntado, las perspectivas se mantienen por debajo de esa cota en los próximos meses.

Las turbulencias que afectaron a la zona del euro en el segundo trimestre, tras el alivio que supusieron las medidas no convencionales de política monetaria adoptadas por el BCE a finales de 2011, evidenciaron la complejidad de los problemas de fondo que subyacen a la crisis del área. Se hizo patente la necesidad de adoptar medidas de mayor calado. A corto plazo, para aliviar los elementos de tensión que están afectando a los países más vulnerables del área, quebrando el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario, y detener la renacionalización de los mercados financieros, que tan nefastas repercusiones está teniendo para la capacidad de obtener financiación exterior. Y, desde una perspectiva más de largo plazo, para despejar las dudas sobre el marco institucional de la Unión Monetaria, con medidas que mejoren su funcionamiento y establezcan las expectativas sobre la continuidad del proyecto. En este sentido, la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la UEM y el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio fueron hitos importantes (véase recuadro 2)



FUENTE: Comisión Europea.

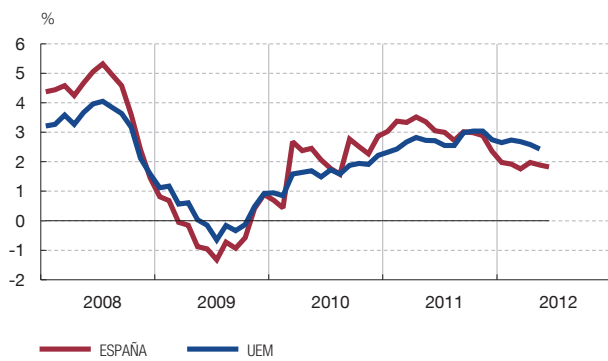
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

en los que se discutieron los elementos esenciales que deberían configurar la UEM en el futuro y se impulsó el avance hacia una unión bancaria europea, en la que el BCE habrá de desempeñar un papel central. Además, desde la perspectiva de las acciones con impacto más inmediato, se acordó que, cuando exista ese único supervisor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad podría capitalizar directamente a las entidades de crédito que lo precisaran, lo que ayudaría a desvincular el riesgo bancario del riesgo soberano. Asimismo, se flexibilizaron las posibilidades para que el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, que pronto entrará en funcionamiento, puedan comprar deuda pública en los mercados secundarios. También fue relevante la aprobación de un programa para impulsar el crecimiento en la UE, mediante la movilización de recursos del presupuesto europeo y del Banco Europeo de Inversiones, que coloca la reactivación económica entre las prioridades de las instituciones europeas.

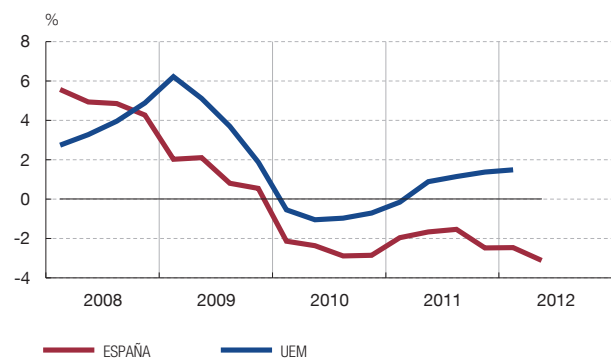
En el ámbito del procedimiento de desequilibrio macroeconómico, la Comisión Europea publicó en mayo los exámenes exhaustivos de los doce países cuyos desequilibrios se habían identificado como más relevantes (véase recuadro 3). Tras esa evaluación, en ninguno de los casos se valoró que los desequilibrios fueran *excesivos*, por lo que el procedimiento correctivo contemplado no se ha puesto en marcha, si bien debe señalarse que España y Chipre fueron los países donde se juzgó que esos desequilibrios eran más severos. Estas recomendaciones, junto con las relativas a los programas de estabilidad, fueron aprobadas a su vez por el Consejo Europeo de junio. Posteriormente, el ECOFIN, en su reunión del 10 de julio, emitió una recomendación específica para España sobre el procedimiento de déficit excesivo, que, al considerar las circunstancias económicas adversas, extendió en un año el plazo para situar el déficit público por debajo del 3 % del PIB. Así, la nueva senda de reducción del déficit debería colocar a este en el 6,3 % del PIB en 2012, el 4,5 % en 2013 y el 2,8 % en 2014, lo que supone un esfuerzo fiscal medio anual en términos estructurales superior a 2 pp del PIB. También se pidió a España que reforzara esa senda con el anuncio de un plan presupuestario para 2013 y 2014, que deberá presentarse antes de finales del mes de julio.

En el ámbito de la política monetaria, la desaceleración de la inflación observada y las previsiones de que esa moderación iba a continuar en el futuro, dado el deterioro de las perspectivas económicas, permitió que el Consejo de Gobierno del BCE decidiera en su reunión del 5 de julio reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos (pb), hasta el 0,75 %, al tiempo que el tipo de interés de la facilidad

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.

marginal de crédito bajó hasta el 1,5 %, y el de la facilidad de depósito, al 0 %, con lo que los excesos de liquidez de los que disponen las entidades han dejado de estar remunerados por el Eurosistema. Asimismo, se decidió mantener la adjudicación plena a tipo de interés fijo en las operaciones de financiación hasta enero de 2013 y se modificaron los criterios para la aceptación de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria, con el fin de ampliar los instrumentos financieros que pueden servir de respaldo en esas operaciones.

La extraordinaria inestabilidad económica y financiera registrada en los últimos trimestres ha urgido la adopción de reformas ambiciosas en diversos ámbitos, especialmente por parte de los países más directamente afectados por esas tensiones. En el caso español se han registrado avances muy significativos en las dos áreas donde la incertidumbre era más elevada. En lo relativo al sistema bancario, las dudas de los mercados financieros sobre las necesidades de capital de las entidades llevaron a las autoridades españolas a encargar una evaluación de las necesidades de capitalización de las entidades de crédito a dos consultoras externas. Los resultados de estos ejercicios estimaron las necesidades de capital en un rango comprendido entre 52 mm y 61 mm de euros en caso de que ocurriera un escenario macroeconómico muy adverso. Asimismo, el pasado 9 de junio el Gobierno español anunció su intención de solicitar ayuda financiera a las instituciones europeas con el fin de recapitalizar las entidades bancarias más débiles. La solicitud de asistencia, que se formalizó el día 25 de junio, cuenta con el respaldo del Eurogrupo, que ha acordado la concesión de fondos, por un importe máximo de 100 mm de euros. En las últimas semanas se ha elaborado un Memorando de Entendimiento entre las autoridades españolas y las europeas, en el que se fijan condiciones para las entidades que vayan a recibir esos fondos europeos y otras de carácter horizontal, de naturaleza esencialmente financiera (normas que rigen las provisiones, procedimientos de supervisión, separación de los activos problemáticos, etc.). Al mismo tiempo, el Memorando subraya el estrecho vínculo entre los desequilibrios macroeconómicos y la solvencia bancaria, por lo que destaca la importancia de que España cumpla las recomendaciones relativas a las finanzas públicas que aparecen en su procedimiento de déficit excesivo y las relacionadas con las reformas estructurales.

En el ámbito de las finanzas públicas, probablemente el hito principal de los últimos meses en España haya sido la aprobación de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibili-

lidad Financiera, que fortalece sustancialmente el marco de disciplina presupuestaria, al establecer unos objetivos de equilibrio presupuestario para todos los niveles de las AAPP, límites a la deuda pública, requisitos de transparencia, mecanismos de corrección automática de las desviaciones, procedimientos para la vigilancia continua de la evolución presupuestaria e instrumentos para hacer cumplir los objetivos, que incluyen sanciones o, incluso, la intervención de la administración que no ha respetado esas metas. Adicionalmente, el presidente del Gobierno anunció el pasado 11 de julio un amplio paquete de medidas (detalladas con posterioridad en sendos reales decretos¹), cuyo objetivo es cumplir con los compromisos asumidos en el ámbito europeo. Entre las medidas adoptadas debe destacarse un aumento significativo de la imposición indirecta —con subidas de los tipos normal y reducido del IVA hasta el 21 % y el 10 %, respectivamente—, una reducción de los salarios públicos —con la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre—, la eliminación de la desgravación fiscal por la compra de vivienda a partir de 2013, reducciones en la prestación por desempleo a partir de los seis meses y una rebaja adicional del gasto de los ministerios. Asimismo, se aprobó una disminución de las cotizaciones sociales de 1 pp en 2013 y de 1 pp adicional en 2014, que, al reducir los costes laborales, debería incentivar la creación de empleo. Finalmente, se adoptaron diversas medidas orientadas a liberalizar algunos sectores y a fomentar la competitividad.

Como se comentó anteriormente, las tensiones financieras registradas en el área del euro afectaron muy sustancialmente a España. La rentabilidad de la deuda pública a diez años se situó en algunos momentos por encima del 7 %, el diferencial con la deuda alemana rebasó los 500 pb y se mantiene por encima de esa cota al cierre de este Informe. Los índices bursátiles mostraron una gran volatilidad y las caídas acumuladas en el IBEX 35 durante el año hasta mediados de julio se sitúan en torno al 20 %. Las rentabilidades del mercado interbancario se redujeron a lo largo del segundo trimestre, en parte por la expectativa de la bajada de tipos de interés que finalmente decidió el Eurosistema, pero eso no se ha reflejado en los tipos de interés del crédito bancario a empresas, pues se han incrementado los diferenciales respecto a esos tipos de mercado. En cuanto a los mercados inmobiliarios, se ha observado una aceleración del proceso de reducción de los precios de la vivienda. De acuerdo con los datos del Ministerio de Fomento, los precios cayeron un 8,3 % interanual en el segundo trimestre, frente al -7,2 % del primer trimestre, con lo que el descenso acumulado de los precios desde el nivel máximo que alcanzaron en 2008 es del 24 %.

El aumento de las tensiones ha repercutido en un deterioro de la confianza de los agentes, que, además, siguen afrontando condiciones financieras muy estrictas, por lo que el gasto privado acentuó su caída en el segundo trimestre del año. En el caso de las familias, se estima que el consumo disminuyó un 0,5 % en términos de su tasa intertrimestral, influido por la destrucción de empleo, la pérdida de valor de la riqueza y, en general, por el clima de incertidumbre que ha conducido a una revisión a la baja de las perspectivas económicas. Con información hasta el primer trimestre, la tasa de ahorro de las familias siguió descendiendo, por la debilidad de la renta disponible, lo que sugiere que los hogares están reduciendo los márgenes con los que cuentan para suavizar su patrón de consumo, lo que permite anticipar una mayor atonía del gasto familiar en el futuro. La inversión residencial también retrocedió, debido a la existencia de un alto *stock* de viviendas sin vender, que desanima la puesta en marcha de nuevos proyectos, y a la debilidad de la demanda. Aunque la bajada de precios y la transitoria disminución del IVA han podido mejorar las condiciones de accesibilidad a la vivienda, al reducir el esfuerzo financiero que debe afrontarse, la ausencia de unas perspectivas claras hace que la potencial demanda se retraiga, posiblemente a la espera de que esa incertidumbre se disipe.

1 Real Decreto Ley 20/2012 y 21/2012, ambos de 13 de julio.

La financiación concedida a las familias continuó reduciéndose en el segundo trimestre. Con los datos disponibles hasta el mes de mayo, los créditos a las familias disminuyeron un 2,8% en términos interanuales, tasa similar a la observada el primer trimestre. Por componentes, se apreció una caída algo más intensa en los préstamos destinados a la adquisición de bienes de consumo, en comparación con los que se dedicaron a la compra de vivienda. Se estima que, pese a este menor recurso a la financiación ajena en el segundo trimestre, el proceso de desapalancamiento del sector habría avanzado muy moderadamente, debido a la debilidad de la renta disponible de los hogares.

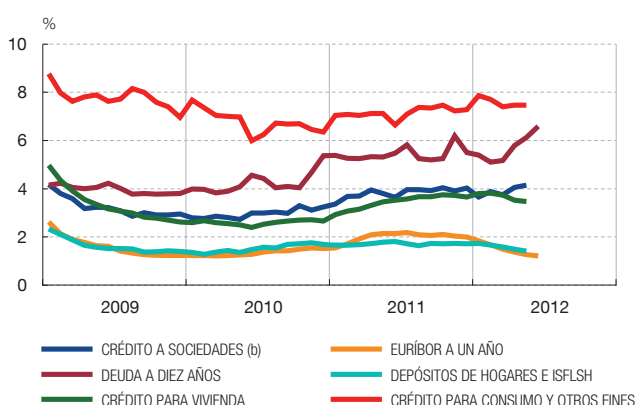
En el caso de las empresas, el clima de incertidumbre ha afectado de manera determinante a sus decisiones de inversión, dado el horizonte de largo plazo que deben considerar esos proyectos. Se estima que la inversión en bienes de equipo disminuyó un 2,2% en términos intertrimestrales en el segundo trimestre, con descensos tanto en maquinaria como en medios de transporte. La inversión en construcción no residencial también se redujo, además de por las razones anteriores, por el efecto de los planes de austeridad sobre la obra pública, que en muchas ocasiones se realiza en colaboración con el sector privado. La financiación obtenida por las empresas no financieras disminuyó a un ritmo interanual del 1,5% en mayo, tasa similar a la del primer trimestre, con un descenso más sustancial del crédito bancario y con un aumento de las emisiones de valores de renta fija. Se estima que la ratio de endeudamiento del sector empresarial habría seguido disminuyendo en el segundo trimestre, alejándose del máximo registrado en 2009. Finalmente, debe recordarse que en las últimas semanas se ha puesto marcha el plan de pago a proveedores, con el fin de liquidar las deudas que las Administraciones Territoriales mantenían con empresas y autónomos. Este plan —que va a suponer un desembolso total de 27 mm de euros— debe contribuir a mejorar la situación de liquidez de numerosas empresas y a aliviar las restricciones financieras que pueden estar afrontando.

También se prevé que el consumo y la inversión realizados por las AAPP se hayan contraído en el segundo trimestre, siguiendo el proceso de consolidación marcado para este año, con un descenso de las compras de bienes y servicios, una caída del empleo público y una sustancial revisión a la baja de los proyectos de inversión pública. Pese a ello, las desviaciones detectadas en la evolución de la recaudación en los últimos meses señalaban los riesgos de que, de nuevo este año, el déficit público rebasara el objetivo marcado. Con la información correspondiente al primer trimestre de 2012, el déficit de las AAPP, en términos acumulados de cuatro trimestres, se mantuvo en el 8,5% del PIB (frente al 8,9% de 2011), lejos, por tanto, del 5,3%, que era el objetivo fijado para este año. Cabe esperar que las medidas presupuestarias recientemente aprobadas permitan reconducir la senda de consolidación fiscal hacia los nuevos objetivos.

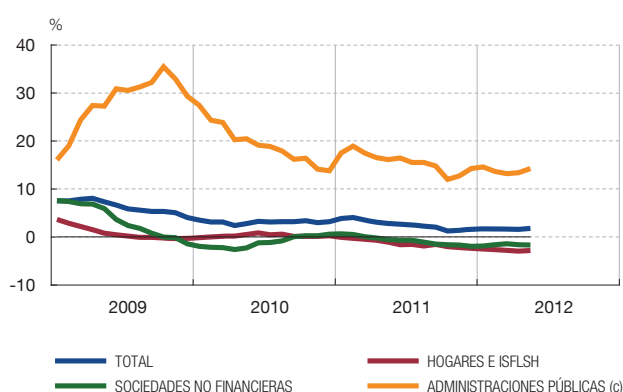
El comercio exterior se ha visto afectado, de nuevo, por la mayor atonía de la economía mundial. Pese a ello, la demanda exterior neta amplió su contribución positiva al crecimiento intertrimestral del producto en el segundo trimestre, hasta 0,8 pp, gracias a la recuperación de las exportaciones, en especial de las ventas de servicios, tanto de turismo como del resto. Las exportaciones de bienes también mostraron una ligera tasa positiva. Aunque las ventas se vieron perjudicadas por la debilidad de la demanda en algunos de nuestros principales clientes, como Francia, Italia y Portugal, las exportaciones a los países de fuera de la UE mantuvieron un apreciable dinamismo. Las importaciones disminuyeron de nuevo, aunque a un ritmo menos pronunciado que en el primer trimestre.

La debilidad del gasto en el segundo trimestre tuvo su contrapartida en una atonía generalizada de la actividad desde el punto de vista de las ramas productivas. El valor añadido en

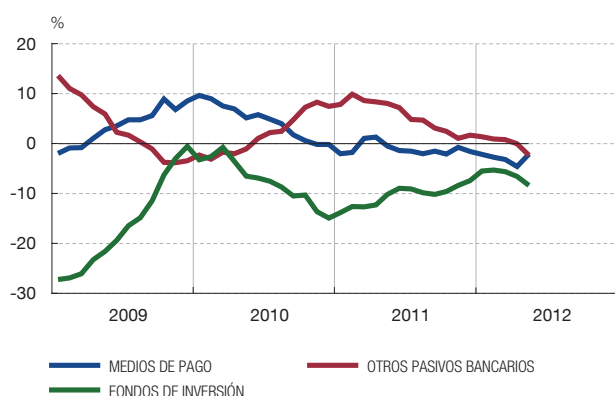
TIPOS DE INTERÉS (a)



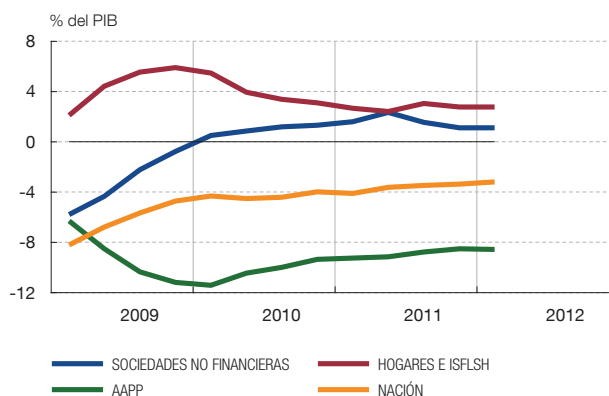
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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 para consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
- b** Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c** Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d** Datos acumulados de cuatro trimestres.

la industria y en la construcción prolongaron su trayectoria de descenso intertrimestral, mientras que se estima que el valor añadido de los servicios de mercado se estancó, tras varios trimestres presentando tasas ligeramente positivas. El empleo volvió a caer con intensidad en el segundo trimestre, de forma más significativa en la rama de la construcción, a la vista de los datos de afiliados. Según esta información, en junio se detuvo el proceso de destrucción de empleo, en términos de las tasas desestacionalizadas, pero posiblemente las cifras de ese mes se encuentren en cierta medida distorsionadas por algunos factores, como el proceso de regularización de los empleados de hogar, por lo que habrá que esperar a la información de los próximos meses para valorar si se ha modificado la tendencia que ha mostrado el mercado de trabajo en los últimos trimestres.

Finalmente, se prevé que los costes laborales prosigan la trayectoria de gradual desaceleración que vienen experimentando en los últimos años, pero que representa un ajuste insuficiente, si se tienen en cuenta la significativa debilidad de la demanda y la necesidad

de incrementar la competitividad frente al exterior. Las tarifas salariales recogidas en los convenios registrados hasta junio contienen un aumento salarial del 1,7 %, si bien los incrementos procedentes de los convenios plurianuales —firmados en años anteriores— (1,9 %) son superiores a los que contienen los convenios de nueva firma (0,9 %), aunque estos son todavía muy escasos. La reforma del mercado de trabajo, aprobada ya por el Parlamento como ley², introduce diversas medidas para que la negociación salarial refleje de forma más adecuada la situación particular de cada empresa, por lo que sería deseable que las empresas utilizaran de forma exhaustiva esas posibilidades como vía para mantener el empleo y preservar su competitividad.

En resumen, en el segundo trimestre de 2012 la economía española ha continuado su proceso de ajuste, con una contracción sustancial del gasto privado y del público, y una mejora del déficit exterior, pero estos desarrollos han tenido que enfrentarse a un entorno muy complicado, caracterizado por el debilitamiento de la economía mundial, la inestabilidad de los mercados financieros y las dudas sobre la dirección y el ritmo de la eventual reforma del marco institucional de la zona del euro. En ese contexto, la economía española ha mostrado dos fuentes relevantes de vulnerabilidad: la situación de parte del sistema bancario y la percepción de la dificultad de las AAPP para reconducir de modo efectivo las finanzas públicas hacia una senda de estabilidad. Cabe esperar que los planes de reestructuración, saneamiento y recapitalización que se han puesto en marcha, con apoyo financiero de la UE, la estricta condicionalidad financiera que los acompaña y la realización de ejercicios de resistencia y auditorías por parte de evaluadores externos permitan recobrar la confianza en el sistema bancario. Por su parte, la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria, si se aplica con rigor, debe ser un instrumento esencial para alcanzar la disciplina presupuestaria, a cuyo logro contribuirá también el paquete fiscal recientemente aprobado. Finalmente, deben acelerarse los avances en el ámbito de las reformas estructurales, liberalizando algunos sectores donde el grado de competencia es insuficiente, reduciendo las trabas administrativas a la actividad económica e introduciendo mayor transparencia en el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, pues estas actuaciones pueden amortiguar el efecto negativo a corto plazo de la mayor restricción fiscal y, sobre todo, son las que van a determinar el potencial de crecimiento a medio y largo plazo de la economía y su productividad.

² Ley 3/2012, de 6 de julio.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

La evolución económica y financiera internacional ha registrado un marcado deterioro durante los tres últimos meses. Los mercados financieros se han caracterizado por un aumento en la aversión al riesgo, que ha favorecido ciertas correcciones en los índices bursátiles, nuevos episodios de huida hacia la calidad y una reducción adicional en los tipos a largo en las principales economías desarrolladas, que han venido acompañados por una tendencia a la depreciación del euro frente a las principales divisas. Junto con esto, los precios del petróleo y de otras materias primas registraron notables caídas. Estos desarrollos han estado influidos por la persistencia de los problemas del área del euro y por la desaceleración de la actividad a escala global, influida también por el deterioro de la actividad en Europa (véase recuadro 1). En efecto, tras la reactivación económica registrada en el primer trimestre de 2012, los indicadores posteriores apuntan a una desaceleración en Estados Unidos y en Japón, y a una prolongación de la atonía en Reino Unido. En las economías emergentes es perceptible, de igual modo, una progresiva ralentización de la actividad, más acusada, en algunos casos (Brasil, China o India), de lo que cabía esperar. Las autoridades económicas han reaccionado con una nueva ronda de medidas de estímulo económico, que han descansado principalmente sobre la política monetaria, respetando los planes de consolidación fiscal en las principales economías. De este modo, los bancos centrales de Reino Unido y Estados Unidos han ampliado sus programas de medidas no convencionales, mientras que los de Brasil y China han optado por bajadas de tipos de interés, que, de momento, no se han generalizado en las economías emergentes.

La evolución de los mercados financieros ha estado marcada, entre otros factores, por un empeoramiento en las perspectivas de crecimiento mundial. Al mismo tiempo, las continuas tensiones vinculadas a la crisis de la deuda soberana en Europa contribuyeron a un aumento de la aversión al riesgo a lo largo del trimestre, con una huida hacia activos de calidad y un repunte de la volatilidad durante los meses de abril y mayo. El sector financiero registró las caídas mayores, especialmente en los países europeos. Los bonos del Tesoro a diez años de Estados Unidos y Reino Unido, así como los alemanes, actuaron como valor refugio, descendiendo su rentabilidad hasta mínimos históricos. Los índices bursátiles registraron descensos tras el anuncio de la ampliación del programa de venta de bonos a corto y compra a largo («Operación *Twist*») de la Reserva Federal, dado que se esperaba una medida más ambiciosa de estímulo monetario. Los mercados presentaron reacciones puntuales positivas, pero de muy escasa duración, tras los acuerdos alcanzados en la cumbre europea de finales de junio, la rebaja de tipos por parte del Banco Central Europeo, la ampliación del programa de compra de deuda del Banco de Inglaterra y el recorte de tipos en China. En el conjunto del trimestre las bolsas acumularon caídas generalizadas, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, siendo en estas últimas de mayor magnitud en Europa del Este y en América Latina. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció respecto a las principales monedas, con excepción del yen. Por otra parte, desde abril se ha producido un descenso generalizado de los precios de las materias primas, siendo especialmente acusado en el caso del petróleo. La cotización del barril tipo Brent descendió desde los 120 dólares a principios del trimestre hasta los 90 dólares a finales de junio, aunque desde entonces se ha elevado hasta situarse en torno a los 100 dólares. Esta corrección ha venido impulsada, principalmente, por factores de demanda: deterioro de las perspectivas económicas globales, profundización de la crisis europea y crecimiento inferior al esperado en algunas economías, como China.

El recrudescimiento de la crisis soberana y financiera del área del euro desde el verano pasado se ha reflejado, como se observa en el gráfico 1, en un retraimiento de la demanda interna, con repercusiones en el resto del mundo. El área del euro representa en torno al 14 % del PIB global en paridad de poder de compra —la segunda mayor economía mundial— y un porcentaje algo mayor del comercio global (alrededor del 15 %, una vez excluido el comercio intraárea). Por ello, el nivel de gasto del área del euro y la evolución de sus precios relativos influyen notablemente en las exportaciones de bienes y servicios del resto del mundo. En este recuadro se analiza hasta qué punto la evolución reciente del comercio internacional se ha visto influida por la crisis soberana.

El impacto comercial de la crisis del área del euro debería ser más intenso en las economías que dirigen una parte mayor de sus exportaciones a esta área. El gráfico 2 analiza en más detalle la exposición al área del euro de las principales áreas económicas. Destaca la exposición del Reino Unido y de los países de Europa del Este, al ser el área del euro el destino de más del 50 % de sus exportaciones de bienes y de cerca del 15 % de su respectivo PIB. Fuera de la UE, los vínculos comerciales son más intensos con la Comunidad de Estados Independientes (CEI), el norte de África y África subsahariana. En los casos de Asia —incluyendo China—, América Latina o Estados Unidos, el área del euro representa entre el 5 % y el 10 % de su comercio. En cuanto al comercio de servicios, el impacto potencial se ve mitigado por el hecho de que las exportaciones de servicios representan un porcentaje del PIB todavía reducido en comparación con las de bienes. En el gráfico 3 se observa que, efectivamente, el deterioro de las perspectivas económicas tiene una correlación notable con la exposición comercial al área del euro.

La incidencia global de la crisis del área del euro a través del canal comercial es sustancial, aunque probablemente sea menor que el impacto a través de los canales financieros¹. Según el FMI², por cada punto de contracción en la demanda agregada del área del euro se produciría una reducción máxima del PIB de los países más expuestos comercialmente de 0,2 pp. Este impacto puede verse reforzado por diversos motivos: la elevada interconexión del área del euro a través de su integración en las cadenas de producción globales podría amplificar el efecto, fundamentalmente a través del comercio de bienes duraderos; además, si la crisis produjera una depreciación en términos efectivos del euro, esta retraería adicionalmente la demanda de

importaciones del área³; finalmente, la reducción de los precios de las materias primas, si la crisis del área del euro se prolongase, reduciría los ingresos de las regiones exportadoras y, dado el reciclaje de estos ingresos, afectaría a su demanda externa y a los valores y volúmenes de comercio. En contraposición, esta dinámica favorecería el ajuste de los desequilibrios globales y a la sostenibilidad de los patrones mundiales de comercio.

El impacto a través del canal comercial se empezó a observar en el segundo semestre de 2011 y, tal como se esperaba, las regiones más afectadas han sido las más expuestas comercialmente. Los volúmenes de importación de bienes del área del euro comenzaron a contraerse significativamente, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2011, como se observa en el gráfico 4. El gráfico 5 señala la pérdida de dinamismo más acusada de las exportaciones nominales al área del euro que al resto del mundo para un amplio conjunto de áreas económicas. En concreto, el diferencial de crecimiento de las exportaciones al área del euro respecto a las dirigidas al resto del mundo entró en terreno negativo en el segundo semestre de 2011 en Estados Unidos, Japón y Europa del Este, y amplió su brecha negativa en China y en Asia emergente. La disminución de las exportaciones de Asia al área del euro ha sido particularmente marcada, debido también a una depreciación acusada del euro respecto a las divisas de la región.

En definitiva, como pone de manifiesto el gráfico 6, las exportaciones al área del euro han dejado de contribuir positivamente al crecimiento interanual del comercio al inicio de 2012 en casi todas las áreas geográficas, siendo Europa del Este y Reino Unido —con mayores vínculos comerciales— las zonas donde la repercusión ha sido más acentuada.

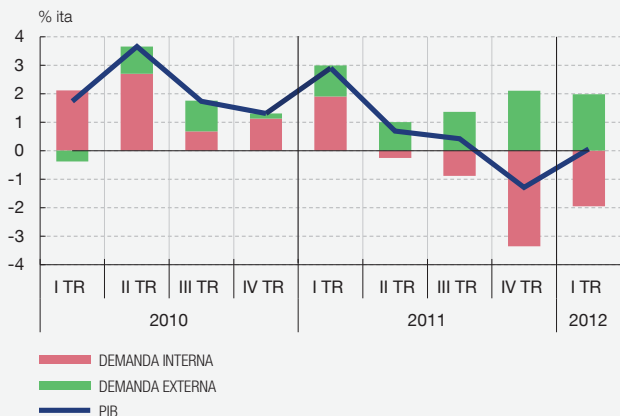
Por último, las tensiones financieras en el área del euro y el notable papel de las entidades de crédito europeas en la financiación del comercio internacional podrían incidir negativamente en el comercio mundial. Las dificultades de financiación de las entidades europeas y el reforzamiento de sus colchones de capital están dando lugar a una reducción de su actividad internacional en ciertos segmentos, como el del crédito al comercio. De hecho, en el segmento del crédito comercial sindicado en Asia se observa el importante retraimiento de las entidades europeas en 2011, a menos de un tercio de la actividad registrada en 2010. Este hueco ha sido aprovechado por competidores asiáticos o estadounidenses, para ganar cuota de mercado, aunque no compensaron completamente la reducción.

1 Véase el recuadro 3.1 del *Informe Anual, 2011*.

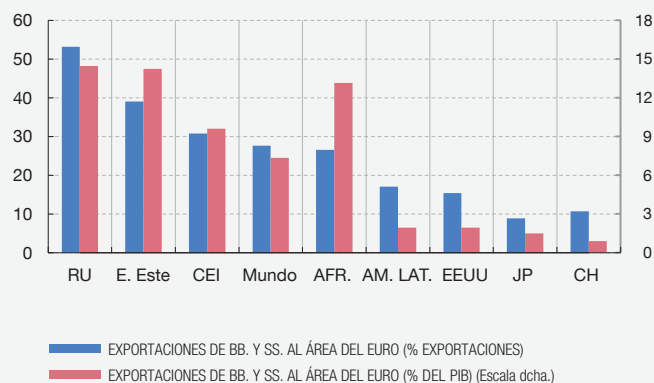
2 *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/185.

3 Se estima que, por cada punto porcentual de depreciación del euro, las exportaciones del área aumentan en 0,3 pp y las importaciones se reducen en 0,1 pp [A. Dieppe et al. (2011), *The ECB's new multi country model for the euro area. NMCM - with boundedly rational learning expectations*, Working Paper Series, European Central Bank, n.º 1316].

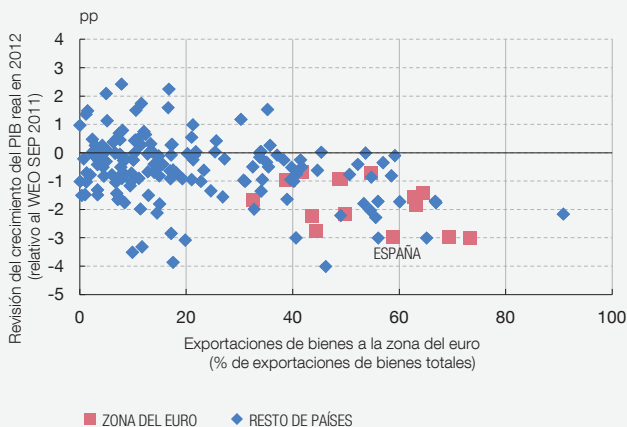
1 ÁREA DEL EURO: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)



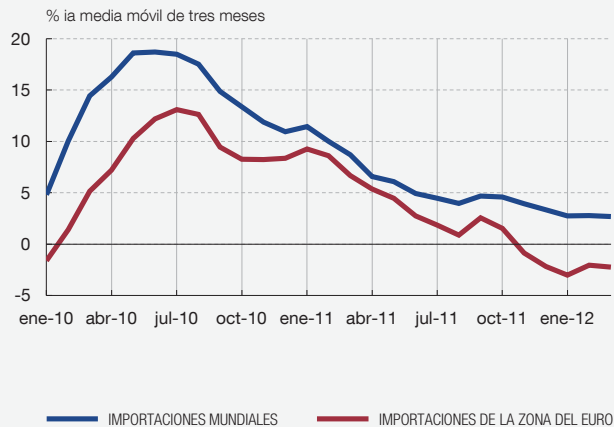
2 EXPOSICIÓN AL ÁREA DEL EURO EN 2010



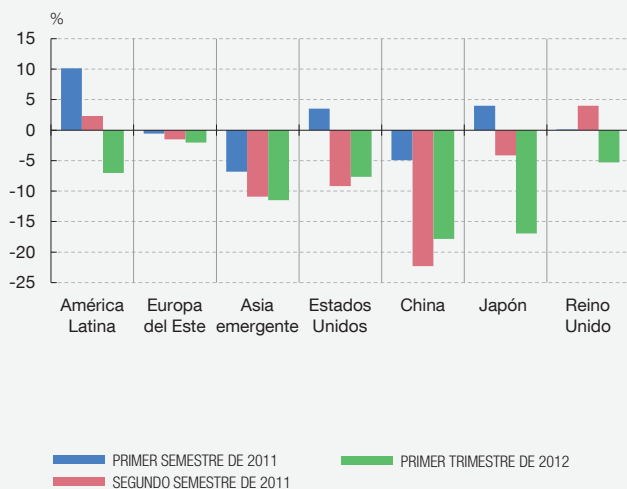
3 EXPOSICIÓN COMERCIAL AL ÁREA DEL EURO Y REVISIÓN EN EL CRECIMIENTO EN 2012



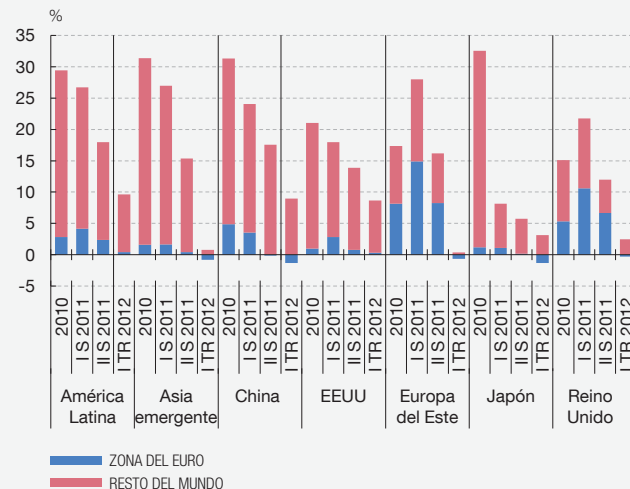
4 IMPORTACIONES REALES. TOTAL MUNDIAL Y ÁREA DEL EURO



5 DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES AL ÁREA DEL EURO RESPECTO AL RESTO DEL MUNDO



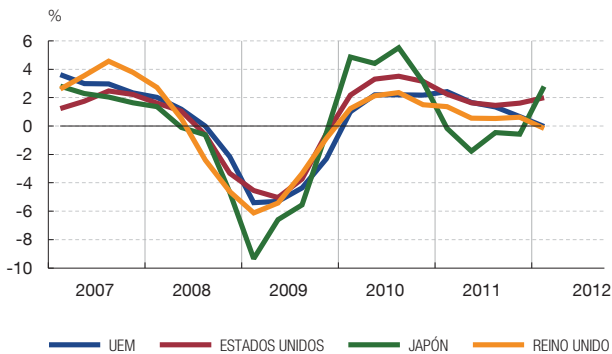
6 APORTACIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES



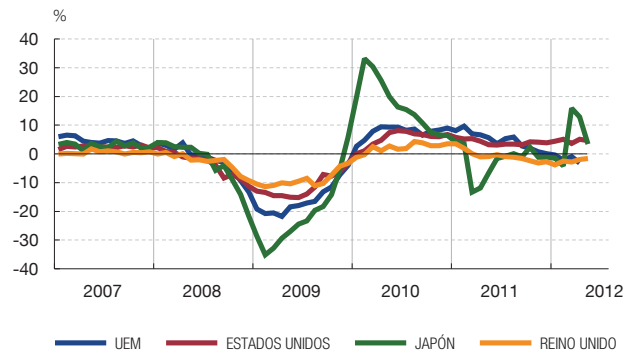
FUENTES: CEIC, CPB, Datastream, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB.

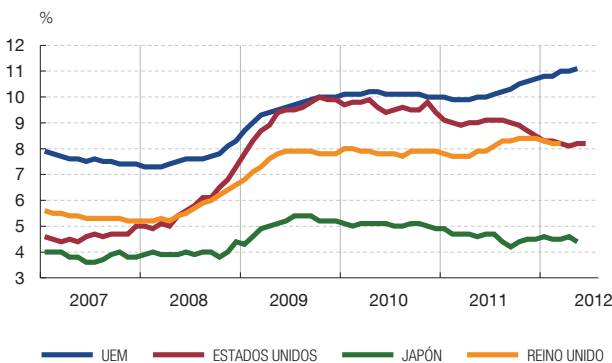
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



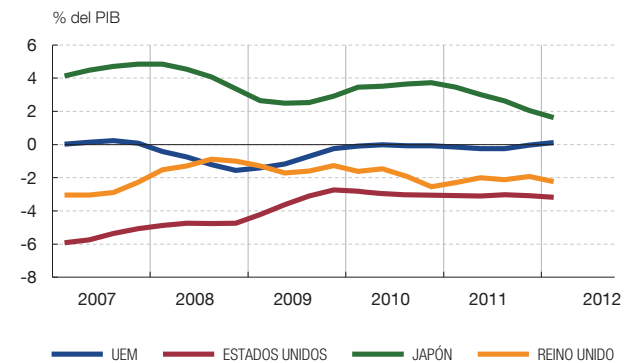
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



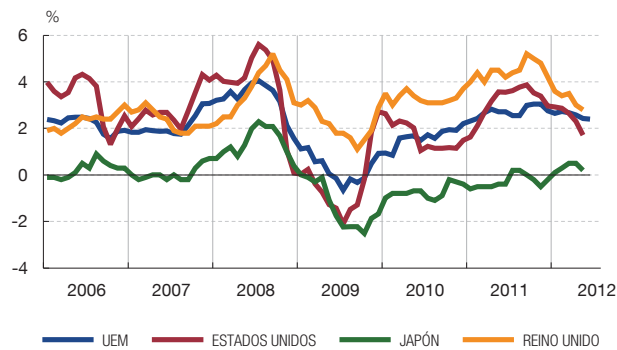
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

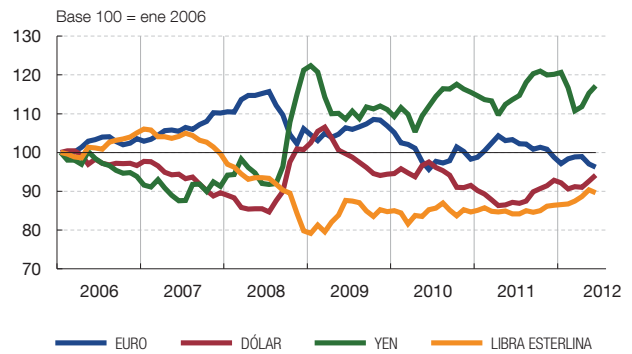
En Estados Unidos, el PIB registró un crecimiento trimestral anualizado del 1,9% (2% interanual) en el primer trimestre de 2012, frente al 3% (1,6% interanual) del trimestre anterior. La desaceleración se debió fundamentalmente a la disminución de la contribución de las existencias al crecimiento intertrimestral. Los datos más recientes apuntan a un menor dinamismo en el segundo trimestre. Así, tanto los indicadores de oferta (producción industrial, utilización de la capacidad productiva, confianza empresarial y PMI) como los de consumo (índices de confianza del consumidor o ventas al por menor muestran cierta debilidad. En los últimos meses se ha debilitado el ritmo de creación de empleo y la tasa de paro apenas se ha reducido una décima, hasta el 8,2%. En el mercado de la vivienda se apreció una cierta mejoría, si bien las viviendas iniciadas y las ventas de inmuebles se mantienen en niveles reducidos. En cuanto a los precios, la inflación, medida por el IPC se moderó durante el trimestre desde el 2,7% de marzo hasta el 1,7% de junio, debido sobre todo a la reducción de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente se situó en el 2,2%. En este contexto, en su reunión de junio, la Reserva Federal anunció la extensión de la «Operación *Twist*» hasta el fin de 2012 y revisó a la baja sus previsiones de crecimiento y de inflación. En el ámbito fiscal, el déficit registró una tendencia a la reducción a lo largo del trimestre, si bien se mantiene en niveles elevados (8% del PIB en el acumulado de los últimos doce meses hasta junio).

En Japón, el PIB se expandió un 1,2% en tasa trimestral (2,8% interanual) en el primer trimestre, impulsado por la contribución positiva de la demanda interna, sobre todo del consumo

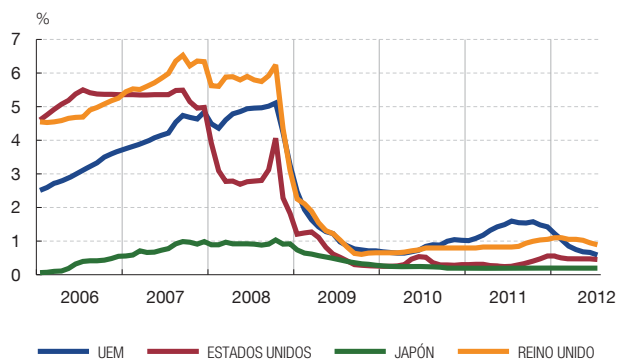
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



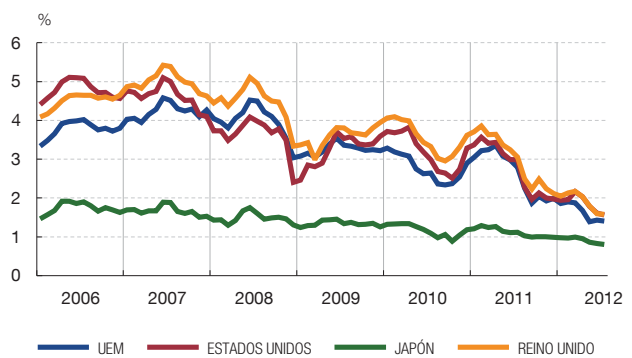
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



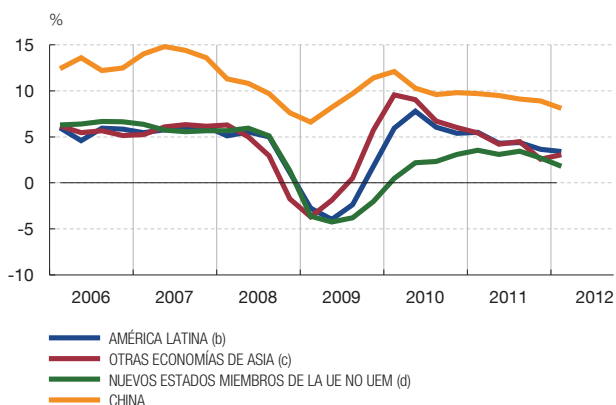
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

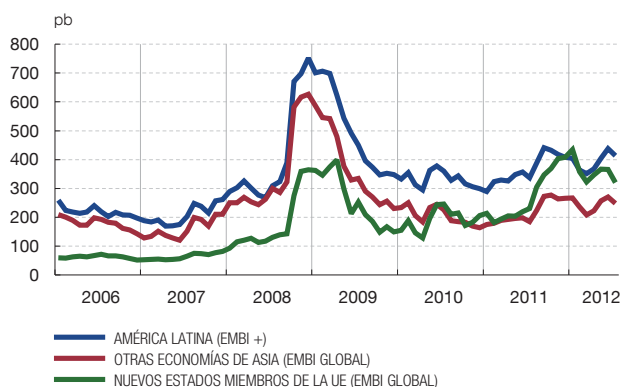
privado, favorecido por los incentivos fiscales. Los indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial y las encuestas de confianza empresarial, apuntan a una desaceleración de la actividad en el segundo trimestre. En el ámbito externo, la balanza comercial mantuvo un saldo deficitario durante los meses de abril y mayo, lo que, unido al menor superávit de la balanza de rentas, se tradujo en un retroceso del superávit corriente. En el mercado laboral, la tasa de paro se mantuvo en el entorno del 4,5 % durante el trimestre. Por su parte, la inflación se situó en el 0,2 % interanual en mayo (frente al 0,5 % en marzo), mientras que la tasa subyacente aumentó su ritmo de descenso hasta el -0,6 % interanual (-0,4 % en marzo). En julio, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,1 % e introdujo algunos cambios en el diseño de su programa de compra de activos.

En el Reino Unido, el PIB se contrajo un -0,3 % intertrimestral (-0,2 % interanual) en el primer trimestre, como resultado, fundamentalmente, de las aportaciones negativas de la variación de existencias y de la demanda externa —en especial, de la proveniente de la UEM—. Por el contrario, tanto la inversión privada como el consumo público mantuvieron un crecimiento moderado. Los indicadores referidos al segundo trimestre, en especial por el lado de la oferta, han reflejado un acusado deterioro. Por el lado de la demanda, no obstante, las ventas minoristas mantuvieron una expansión moderada hasta junio, pese al reducido nivel de confianza, el endurecimiento de las condiciones financieras y la acusada moderación salarial. El mercado laboral mostró cierta mejoría en el trimestre marzo-mayo,

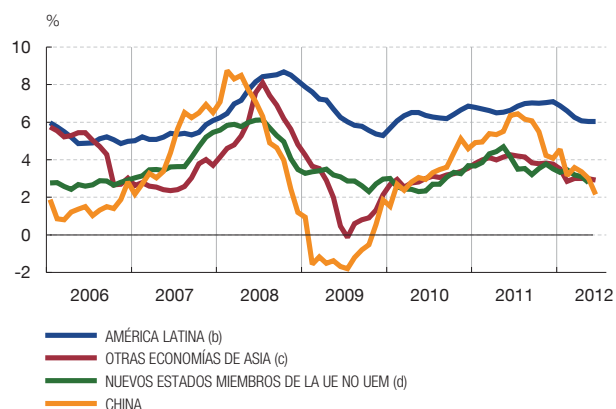
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



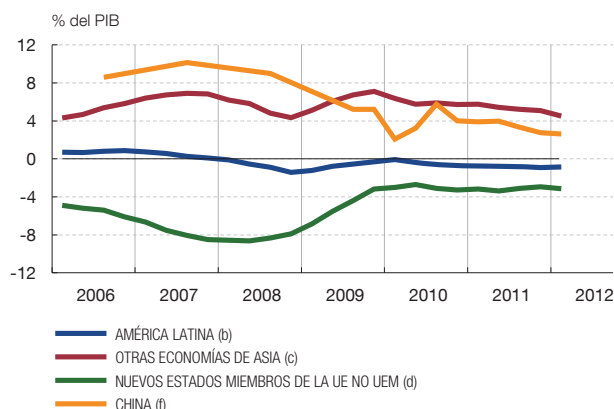
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



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 Fondo Monetario Internacional.
- 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.

al compensar la creación de empleo privado, la pérdida de empleo público. La inflación mantuvo su senda descendente, hasta situarse en el 2,4 % en junio, y la tasa subyacente se redujo hasta el 2,1 %. En este contexto, el Banco de Inglaterra, en su reunión de julio, mantuvo el tipo oficial (0,5 %) e incrementó el saldo de su programa de compra de activos en 50 mm de libras (hasta los 375 mm de libras), que se realizarán en un período de cuatro meses desde el anuncio. Al mismo tiempo, ante el agravamiento de la crisis en la zona del euro y sus efectos sobre la economía británica, anunció dos medidas adicionales: la activación de una facilidad extraordinaria de liquidez a la banca contra un rango amplio de colateral y la creación, en colaboración con el Tesoro, de una facilidad de financiación a la banca, a un tipo de interés inferior al de mercado, condicionada a la expansión de su cartera crediticia.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció en promedio un 1,8 % interanual en el primer trimestre de 2012, tasa notablemente inferior al 2,8 % registrado en el trimestre anterior. La desaceleración fue generalizada, si bien

destacaron las contracciones intertrimestrales registradas en Hungría, República Checa y Rumanía, mientras que en Polonia y los países bálticos se mantuvo un comportamiento más dinámico. Los datos más recientes apuntan a una moderación adicional de la actividad en el segundo trimestre de 2012, como resultado de la debilidad de la demanda externa, el deterioro de la confianza y la atonía del crédito al sector privado. A lo largo del trimestre, la inflación se moderó ligeramente hasta el 3,7 % en junio, favorecida por los menores precios de la energía, que compensaron la aceleración del componente de alimentos. Los bancos centrales mantuvieron sin cambios los tipos oficiales, con las excepciones de la República Checa, donde se redujeron en 25 pb, hasta el 0,5 %, y Polonia, donde se incrementaron en 25 pb, hasta el 4,75 %. Finalmente, el Consejo Europeo decidió descongelar los fondos de cohesión a Hungría, dados los esfuerzos por reducir el déficit público por debajo del 3 % del PIB.

En China, el PIB se desaceleró nuevamente en el segundo trimestre, hasta el 7,6 % interanual, inferior al 8,1 % del primero. Los datos de alta frecuencia, correspondientes a mayo y junio, ya ofrecían señales de debilitamiento en la demanda interna. En efecto, la confianza empresarial se moderó adicionalmente en junio, mientras que la producción industrial y las ventas minoristas mostraron una acusada moderación en mayo. El sector exterior experimentó un comportamiento más positivo. Así, tanto las exportaciones como las importaciones repuntaron con fuerza en mayo, apreciándose también una mejora del superávit comercial. Por su parte, la inflación se ha reducido drásticamente, hasta el 2,2 % en junio, por debajo del 3,6 % registrado en marzo. Ante las menores presiones inflacionistas y el debilitamiento de los indicadores internos, el banco central ha reducido en junio y julio el tipo de interés de referencia de préstamos y depósitos. Asimismo, destaca la ampliación de la banda de fluctuación diaria del renminbi hasta el ± 1 %. En las restantes economías emergentes de Asia, el PIB creció un 4,3 % interanual en el primer trimestre de 2012 (igual tasa que en el trimestre precedente), apreciándose una desaceleración notable en India y en las economías más abiertas al exterior, como Hong-Kong, Singapur o Corea del Sur. Los indicadores correspondientes al segundo trimestre apuntan a la moderación tanto de la actividad económica como de las exportaciones en varios de los principales países. La inflación registró una tendencia a la baja, en términos generales, favorecida por la moderación de precios de la alimentación y la energía, con la excepción de India, donde repuntó ligeramente. En este contexto, los tipos oficiales de interés se mantuvieron constantes, con la excepción de Corea del Sur, donde se redujeron en julio en 25 pb.

En América Latina el crecimiento del PIB en el primer trimestre fue del 0,9 % en tasa intertrimestral, lo que supone un ligero repunte respecto al precedente, situándose el crecimiento interanual en el 3,6 %. Pese a ello, en Chile y Colombia se registró una desaceleración de la actividad, y en Brasil se mantuvo el bajo ritmo de crecimiento que se viene apreciando desde la segunda mitad de 2011. Los indicadores de alta frecuencia disponibles apuntan, en términos generales, a una moderación del ritmo de expansión, en parte por factores internos, pero también por la acentuación de los riesgos externos. La inflación se mantiene relativamente elevada, alcanzando el 6 % interanual en junio, aunque se aprecia una tendencia a la moderación. Los bancos centrales no han realizado movimientos de tipos de interés, salvo en el caso de Brasil, donde se redujo el tipo de interés en 50 pb, en dos ocasiones, hasta situarlos en el 8 %. Por otra parte, se revirtieron determinadas políticas administrativas en Brasil, como la reducción del impuesto sobre transacciones financieras para operaciones con el exterior. También en este país se aplicaron algunas medidas de estímulo económico, de magnitud modesta. En Argentina los controles para la adquisición de divisas están provocando una mayor depreciación del peso frente al dólar en el mercado informal y salidas de depósitos en dólares.

La situación de grave inestabilidad financiera que viene afectando a la zona del euro continuó en el segundo trimestre de 2012. Tras la cierta relajación que se había producido en los meses anteriores como consecuencia de las medidas no convencionales de política monetaria adoptada por el BCE a finales de 2011, el reavivamiento de las tensiones estuvo impulsado en esta ocasión por la incertidumbre política en Grecia, así como por la compleja situación que atraviesa la economía española y, en particular, las dudas generadas en torno a las necesidades de recapitalización de su sistema financiero y al ritmo del proceso de consolidación fiscal. La prolongación de esta situación de inestabilidad está provocando una renacionalización de los mercados financieros del área del euro que afecta de forma muy negativa a la capacidad de financiarse en el exterior de los Gobiernos y los sistemas bancarios de las economías más vulnerables, crecientemente dependientes de la financiación del Eurosistema.

El recrudecimiento de la crisis financiera está afectando también de forma severa a la actividad económica del área del euro, en un momento en el que, en la mayoría de los países, la producción no ha recuperado todavía los niveles alcanzados en el primer trimestre de 2008. La información más reciente procedente de los indicadores de coyuntura avanza un retroceso del producto en el segundo trimestre del año, tras el crecimiento nulo registrado en los tres primeros meses del ejercicio. Más a medio plazo, el endurecimiento continuado de las condiciones financieras, el fuerte deterioro de la confianza de empresas y hogares, los efectos a corto plazo de los procesos de consolidación fiscal y el debilitamiento de la demanda exterior están posponiendo una vez más las perspectivas de recuperación del conjunto del área, dando lugar a una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento para el segundo semestre de este año y el conjunto de 2013, tal como reflejan los análisis más recientes de organismos internacionales y analistas privados. Estas nuevas predicciones continúan estando sujetas, además, a riesgos a la baja derivados, sobre todo, de una posible agudización adicional de las tensiones financieras en el área.

Por su parte, la inflación de la zona del euro ha ido retrocediendo a lo largo del año, debido, fundamentalmente, a la moderación de los precios de la energía, con lo que es probable que se sitúe por debajo del 2 % a principios de 2013. Más a medio plazo, la situación de debilidad económica no hace prever que pudieran surgir tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de julio, reducir los tipos de interés oficiales en 25 pb, dejando el de las operaciones principales de financiación en el 0,75 % y sin remuneración a la facilidad de depósito. Además, previamente, el BCE anunció el mantenimiento de la adjudicación plena a tipo fijo en las operaciones de financiación hasta enero de 2013 e incrementó la disponibilidad de activos de garantía con el objetivo de mejorar el acceso a las operaciones del Eurosistema y reforzar así la provisión de crédito a los hogares y a las sociedades no financieras.

Finalmente, el Consejo Europeo y la cumbre de jefes de Estado o de Gobierno del área del euro celebrados los días 28 y 29 de junio adoptaron medidas importantes que tienen por objetivo aliviar la crisis financiera y de deuda soberana mediante la actuación en un doble frente (véase recuadro 2). Las decisiones adoptadas proporcionan, por un lado, una referencia de medio/largo plazo sobre la necesaria evolución del marco institucional de la Unión Monetaria en la próxima década que ayude a estabilizar las expectativas

El Consejo Europeo y la cumbre de jefes de Estado o de Gobierno del área del euro del 28 y 29 de junio de 2012 adoptaron un conjunto de decisiones de cierto calado en relación tanto con algunos de los elementos que están en la base del reciente recrudescimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana como con la necesidad de rediseñar a medio plazo el proyecto del euro.

En particular, el Consejo discutió el informe «Hacia una genuina Unión Económica y Monetaria», preparado por el presidente del Consejo Europeo en cooperación con los presidentes de la Comisión, el Eurogrupo y el BCE. El informe identifica cuatro componentes esenciales que deberían constituir la base de una nueva versión de la UEM en el medio y el largo plazo:

- 1 Un marco financiero integrado o «unión bancaria», que en una primera fase contará con un sistema de supervisión bancaria centralizado, en el que el BCE desempeñará un papel central, combinado con el mantenimiento por parte de las autoridades nacionales de algunas funciones supervisoras, dependiendo del tamaño y de la naturaleza de las entidades. La Comisión ha anunciado que a principios de septiembre hará una propuesta para concretar este nuevo sistema de supervisión, que deberá discutirse con carácter de urgencia en el Consejo de finales de 2012. Más a medio plazo se deberían establecer también un sistema europeo de garantía de depósitos y un mecanismo centralizado de resolución de entidades, que se financiaría mediante contribuciones de los propios bancos para reducir los canales de realimentación entre el riesgo bancario y el soberano. No obstante, para garantizar su efectividad, ambos contarían con un respaldo financiero público de última instancia, que podría proporcionar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).
- 2 El segundo elemento sería el establecimiento de un marco presupuestario integrado en el que en una primera etapa se reforzarían los elementos de disciplina de las cuentas públicas, al prever que los países de la UEM tengan que recibir autorización previa para realizar emisiones de deuda por encima de los límites acordados y que las instituciones europeas puedan exigir una revisión de los presupuestos si estos no cumplen los compromisos establecidos. Más adelante se exploraría la posibilidad de realizar emisiones conjuntas de deuda, con responsabilidad compartida y solidaria, y la introducción de otros elementos que pueden suponer mayores avances hacia una «unión fiscal» (presupuesto centralizado y Tesoro europeo, por ejemplo).
- 3 El tercer elemento supone alcanzar un marco integrado de política económica, en el que los objetivos, las recomendaciones y acciones que ahora quedan enmarcadas en el Semestre Europeo y el Pacto por el Euro Plus tengan un carácter más vinculante.
- 4 Finalmente, dado que todo lo anterior supone compartir responsabilidades en áreas que actualmente están bajo la soberanía nacional, habrá que reforzar la legitimidad democrática del proceso y su transparencia, con la involucración del Parlamento Europeo y de los parlamentos nacionales.

Entre las medidas con efectos más inmediatos, orientadas a reducir las tensiones en los mercados de deuda, se acordó que el MEDE pueda recapitalizar directamente las entidades bancarias con problemas, aunque para ello será necesario que previamente se haya establecido el sistema de supervisión bancaria centralizada para el conjunto del área. También se acordó que la asistencia financiera para la recapitalización de algunos bancos españoles será concedida en una primera instancia por la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y se transferirá al MEDE cuando este esté disponible, sin que en el traspaso este adquiera el estatus de acreedor preferente. Por último, se anunció que tanto la FEEF como el MEDE serán utilizados de una manera eficiente y flexible, lo que puede dar cabida a alternativas de financiación de muy diverso alcance que todavía deben concretarse. Entre ellas, la más inmediata podría ser la activación de la compra de deuda en los mercados secundarios por parte de la FEEF/MEDE, empleando al BCE como agente y siempre con la condicionalidad adecuada. El Eurogrupo, en su reunión del 9 de julio, reafirmó la voluntad de implementar todas estas medidas y, de hecho, ya se ha formalizado el contrato de agencia entre el BCE y la FEEF y en septiembre comenzarán las discusiones técnicas para que el MEDE esté en disposición de recapitalizar directamente a las entidades financieras, una vez esté disponible el supervisor único.

Finalmente, el Consejo aprobó también el denominado «Pacto por el Crecimiento y el Empleo», que reafirma el compromiso con los objetivos de la Estrategia Europa 2020 y con las recomendaciones del Semestre Europeo. El Pacto permitirá movilizar 120 mm de euros para inversión en infraestructuras mediante el incremento de 10 mm de euros del capital desembolsado del Banco Europeo de Inversiones (que con ello podría aumentar su capacidad de financiación hasta 60 mm) y el lanzamiento de la fase piloto de los denominados «bonos para proyectos», con casi 5 mm de euros. También se reasignan 55 mm de recursos procedentes de los fondos estructurales a favor de la investigación e innovación, las pymes y el empleo juvenil.

En conjunto, los acuerdos adoptados señalan la voluntad inequívoca de los Gobiernos de avanzar en la integración financiera, fiscal, económica y, eventualmente, política del área del euro. En la actual coyuntura, proporcionar claridad sobre la evolución a medio y largo plazo del marco institucional de la UEM resulta esencial para estabilizar las expectativas sobre la continuidad del proyecto. La voluntad de profundizar en la integración se ha manifestado de forma singular en el hecho de que algunos elementos de la «unión bancaria» se tramitarán con carácter de urgencia con el objetivo de poner en marcha las instituciones que deben permitir romper el círculo de retroalimentación perversa entre el riesgo bancario y soberano que se encuentra en la base de las recientes tensiones. Sin embargo, resulta claro que, tras una reacción inicial positiva por parte de los mercados, la falta de concreción de algunas de las medidas ha impedido un mayor alivio de las tensiones financieras, que continúan afectando con severidad a los países más vulnerables. Por ello es necesario avanzar con rapidez en la implementación de los acuerdos, clarificando los detalles de su aplicación y estableciendo tal como está previsto, una hoja de ruta con hitos y plazos concretos, al tiempo que se perfeccionan los mecanismos de gestión de crisis con los que cuenta el área del euro.

sobre la continuidad del proyecto, cuya viabilidad está siendo cuestionada por algunos analistas cualificados. Por otro lado, se habilitaron mecanismos para incidir de manera más directa sobre algunos de los elementos de mayor tensión a corto plazo que están afectando de forma severa a los países más vulnerables del área. El Consejo Europeo concluyó también el Semestre Europeo de 2012 valorando positivamente los avances realizados por los Estados miembros de la UE en relación con la consolidación fiscal, pero reclamando a su vez una mayor profundización en las reformas encaminadas a alinear salarios y productividad, a incrementar la competitividad del sector servicios, así como en aquellas destinadas a mejorar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas (véase recuadro 3).

3.1 Evolución económica

Los datos de Contabilidad Nacional de la zona del euro confirmaron un crecimiento nulo de la actividad en el primer trimestre de 2012, tras el retroceso del 0,3 % en el período precedente (véase cuadro 1). El impulso de la demanda exterior neta, por el mayor avance de las exportaciones en relación con las importaciones, y el ligero repunte del consumo público, del 0,2 %, compensaron la atonía del consumo y la intensa contracción de la formación bruta de capital fijo. El desplome de esta última obedeció a la caída de la inversión en bienes de equipo y en construcción, de un 2,3 % y un 1,9 %, respectivamente. En este contexto, el empleo volvió a contraerse —en un 0,2 %— respecto al trimestre anterior (véase gráfico 8). Por países, la actividad repuntó en Bélgica, Austria y Alemania, apoyada fundamentalmente en la demanda exterior neta, se mantuvo estable en Francia e incrementó su deterioro en Italia, hasta el -0,8 %, por la contracción del consumo privado y la formación bruta de capital.

La información coyuntural más reciente apunta a un debilitamiento de la actividad en el segundo trimestre del año (véase cuadro 1). Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza empresarial elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras han prolongado, a lo largo del segundo trimestre, el deterioro iniciado en marzo, tanto en el sector servicios como en la industria, alejándose cada vez más en el caso de los PMI del umbral teórico que define un crecimiento positivo de la actividad económica (véase gráfico 9). Además, la producción industrial retrocedió en el período abril-mayo, si bien experimentó un ligero avance en el último mes. En el ámbito laboral, la tasa de paro continuó aumentando, hasta el 11,1 %, y los indicadores de expectativas de creación de empleo en la industria y en el sector servicios retrocedieron a lo largo de todo el trimestre.

Por el lado de la demanda, la fragilidad del mercado laboral y las distintas subidas impositivas que han implementado los países de la zona del euro para alcanzar los objetivos de consolidación fiscal están limitando la posibilidad de que el consumo privado impulse la actividad. Así, las ventas al por menor interrumpieron su recuperación en el segundo trimestre y la confianza de los consumidores se mantuvo en niveles muy bajos. Las matriculaciones, cercanas a su nivel mínimo histórico, volvieron a retroceder en promedio del trimestre y la disposición a la compra de bienes duraderos permaneció estable. Por lo que respecta a los indicadores de inversión privada, el grado de utilización de la capacidad productiva desanduvo en el segundo trimestre el avance de los primeros meses del año y la cartera de pedidos retrocedió hasta los niveles de la primavera de 2010. Finalmente, las exportaciones nominales de bienes aceleraron su ritmo de caída en abril y las expectativas de exportación disminuyeron, al igual que la valoración de la cartera de pedidos exteriores.

El recrudecimiento de la crisis financiera, así como los efectos a corto plazo de la consolidación fiscal, ha llevado a los organismos internacionales y analistas privados a revisar

El ECOFIN del pasado 10 de julio concluyó el Semestre Europeo de 2012 con la adopción formal de las recomendaciones de política económica para cada Estado miembro de la UE y para el conjunto de la zona del euro. El Semestre Europeo constituye un elemento esencial en la nueva arquitectura de gobernanza que se está desarrollando en la Unión Europea. Su propósito principal es establecer un nuevo ciclo para la discusión ordenada, simultánea e integrada de las políticas fiscales, macroeconómicas y estructurales de los Estados miembros. El Semestre Europeo tiene lugar en la primera

mitad de cada año, con el fin de facilitar una coordinación más temprana y rigurosa entre los países, lo que permite aprovechar sinergias en el diseño e implementación de las diferentes políticas. Así, los países podrán incorporar en la segunda mitad del año las recomendaciones de política económica que procedan en sus presupuestos y agendas de reformas nacionales. En el proceso se valoran los avances realizados por los distintos países en el cumplimiento de sus compromisos y se identifican aquellas áreas donde se han de concentrar los esfuerzos a escala europea y nacional.

1 EL SEMESTRE EUROPEO. MECANISMO Y ESTRATEGIAS

	Políticas estructurales	Política fiscal	Políticas macroeconómicas
Mecanismos	Europa 2020 (objetivos en términos de empleo, competencia, innovación, educación, etc.)	Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado (compromisos de déficit y deuda)	Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (vigilancia de desequilibrios)
	Pacto por el Euro Plus (acuerdo intergubernamental: armonización fiscal, competitividad, saneamiento financiero, etc.)		
Instrumentos	Informe Anual de Crecimiento (elaborado por la Comisión Europea, establece recomendaciones de política económica para el conjunto de la UE)		Informe del Mecanismo de Alerta (Comisión Europea)
	Programa Nacional de Reformas (objetivos nacionales)	Programa de Estabilidad (planes presupuestarios a medio plazo)	
Implementación	Presión entre pares	Procedimiento de Déficit Excesivo	Procedimiento de Desequilibrio Excesivo

FUENTE: Banco de España.

2 CRONOGRAMA DEL SEMESTRE EUROPEO

	Mes						
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio
Institución							
Comisión Europea	Informe Anual de Crecimiento (IAC) (a)					Presentación de las recomendaciones sobre los Programas Nacionales de Reforma (PNR) y los Programas de Estabilidad y Convergencia (PEC)	
Formaciones del Consejo		Debate y orientaciones					
Parlamento Europeo		Debate y orientaciones					
Consejo Europeo			Consejo Europeo de Primavera: aprobación del IAC				Aprobación de las recomendaciones presentadas por la Comisión
Estados miembros				Publicación de los PNR y PEC			

FUENTE: Comisión Europea.

a En el Semestre Europeo de 2012 se ha adelantado la presentación del Informe Anual de Crecimiento a noviembre de 2011.

Este es el segundo año en el que el Semestre Europeo está en vigor y el primero que tiene lugar tras la entrada en funcionamiento de la primera fase de la reforma de la gobernanza europea, que ha introducido nuevos mecanismos para la supervisión de las políticas macroeconómicas y estructurales, como el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, y ha fortalecido los previamente existentes para el seguimiento de la política fiscal en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En el cuadro adjunto se presenta de forma sintética el papel que desempeñan todos estos instrumentos en el Semestre Europeo.

El Semestre comenzó en diciembre de 2011 con la presentación por parte de la Comisión Europea del denominado «Informe Anual de Crecimiento», que, tras su discusión en el ECOFIN, estableció las orientaciones generales que debe seguir la política económica en el conjunto de la UE a lo largo de 2012. Estas directrices se centraron en la necesidad de avanzar en la estrategia de consolidación fiscal, tratando de minimizar su impacto negativo sobre el crecimiento económico; y de eliminar los desequilibrios y divergencias acumulados en los años de expansión. En el ámbito de la reforma estructural, para el conjunto de la UE se reclamaron mayores progresos hacia el establecimiento del mercado único europeo con la implementación plena de la Directiva de Servicios, el Acta del Mercado Único y la Agenda Única Europea. En el plano nacional, las prioridades se centraron en el restablecimiento de las condiciones de financiación de las economías y, además, para el caso concreto de los países de área del euro, en la necesidad de incrementar la coordinación de las políticas de forma conmensurada al grado de integración económica y financiera alcanzado. Los países han tenido en cuenta esas directrices a la hora de elaborar sus respectivos Programas Nacionales de Reforma y los Programas de Estabilidad y Convergencia, los dos documentos donde se plasman las medidas que los países se comprometen a implementar a corto y medio plazo.

Estos Programas incorporan también los compromisos concretos de reforma que los países han asumido en el marco del Pacto por el Euro Plus, un acuerdo intergubernamental por el que los Estados de la UEM y otros países de la UE se comprometen a introducir reformas concretas en un plazo establecido en cuatro áreas: la competitividad, el empleo, la sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad del sistema financiero, enfatizando también la necesidad de una mayor coordinación de las políticas impositivas.

La Comisión Europea, que es el organismo encargado de la evaluación técnica de los planes y de las reformas adoptadas y de hacer una primera propuesta de recomendaciones, ha hecho una valoración relativamente favorable de los avances realizados en la consolidación fiscal, la reforma de los sistemas de pensiones y los

marcos fiscales nacionales. En cambio, reclama una mayor ambición y concreción de las medidas que deberían implementarse con urgencia para restaurar el crecimiento y eliminar las líneas de fragmentación que aún existen en el mercado único. En particular, la Comisión recomienda a diversos países avanzar en el saneamiento de los sistemas financieros y en la reforma de los sistemas de negociación salarial, eliminando los sistemas de indexación que dificultan el alineamiento de salarios y la productividad. Los países deberían concentrar también sus esfuerzos en aumentar la competencia en el sector de servicios y en las industrias de red. En el ámbito fiscal, la Comisión sugiere a varios países reducir los impuestos sobre el trabajo y aumentar los impuestos sobre la vivienda o el consumo y, con el fin de mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas, aconseja profundizar en la reforma de los sistemas sanitarios y de pensiones, alineando la edad de jubilación efectiva con la esperanza de vida. Con este propósito, y en línea con la filosofía del Pacto por el Euro Plus, la Comisión reclama una mejor delimitación de las medidas y de los plazos de ejecución de las reformas.

En el ámbito de los desequilibrios macroeconómicos, la Comisión Europea también presentó a comienzos de 2012 el denominado «Informe del Mecanismo de Alerta», en el que a partir de un conjunto de indicadores preestablecido trata de detectar con antelación los países en los que podrían estar gestándose desequilibrios que puedan suponer un riesgo para la estabilidad de la UEM. El informe señalaba a Bélgica, España, Francia, Italia, Chipre, Eslovenia y Finlandia (además de Reino Unido, Suecia, Bulgaria, Dinamarca y Hungría fuera del ámbito de la UEM) como las economías que podrían estar en riesgo de desequilibrio excesivo¹. En estos casos, la Comisión Europea ha llevado a cabo un análisis más profundo y detallado de la situación competitiva y de los posibles desequilibrios macroeconómicos de esos países.

Estos informes revelan que en los años recientes la mayoría de los países ha registrado una corrección sustancial de los desequilibrios comerciales y de las divergencias acumuladas en los costes relativos. No obstante, resulta prematuro determinar si esta corrección tiene carácter permanente, y el análisis de otros aspectos de la competitividad revela debilidades en la dimensión de las empresas exportadoras europeas y en la calidad de su producción. Por otra parte, los niveles de endeudamiento acumulados tanto en el sector público como en el sector privado son todavía elevados y a ello cabe añadir la fragilidad de algunos sistemas bancarios. Con todo, en ninguno de los países analizados la Comisión Europea recomienda la apertura de un procedimiento por desequilibrio excesivo.

¹ El procedimiento no se aplica a Grecia, Portugal e Irlanda, al encontrarse sujetos ya a supervisión reforzada en el marco de los programas de asistencia.

	2010		2011				2012	
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,3	0,7	0,2	0,1	-0,3	0,0		
Consumo privado	0,4	0,0	-0,6	0,4	-0,5	0,0		
Consumo público	0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	0,4		
Formación bruta de capital fijo	-0,5	2,0	-0,4	-0,3	-0,6	-1,4		
Importaciones	1,4	0,8	0,6	0,7	-1,9	-0,2		
Exportaciones	1,6	1,4	1,1	1,5	-0,6	1,0		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,2	0,3	-0,4	0,1	-0,5	-0,2		
Variación de existencias	0,1	0,2	0,4	-0,3	-0,4	-0,3		
Demanda exterior neta	0,2	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5		
PIB (tasa de variación interanual)	2,2	2,4	1,7	1,3	0,7	0,0		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,9	1,0	0,2	0,7	-2,1	-0,4	-0,6	
Sentimiento económico	105,3	106,9	105,2	98,4	93,6	94,1	91,1	
PMI compuesto	54,9	57,6	55,6	50,3	47,2	49,6	46,4	
Empleo	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,2		
Tasa de paro	10,1	9,9	10,0	10,2	10,6	10,9	11,1	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,2	2,7	2,7	3,0	2,7	2,7	2,4	
IPRI	5,4	6,8	5,9	5,8	4,3	3,5	2,3	
Precio del petróleo (valor en dólares)	92,3	115,4	114,9	114,8	108,7	126,8	95,7	101,1
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,1	4,6	4,4	4,0	4,1	3,3	3,4	3,2
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,78	-1,14	-1,30	-2,06	-2,17	-1,12	-1,81	-1,69
Tipo de cambio dólar/euro	1,336	1,421	1,445	1,350	1,294	1,336	1,259	1,223
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-8,2	3,4	3,7	0,7	-2,1	0,9	-2,4	-4,6
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-5,8	4,2	2,0	-22,0	-17,1	6,9	-2,2	-1,4

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

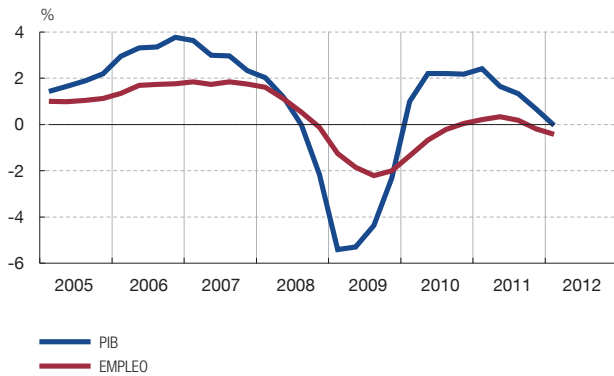
a Información disponible hasta el 18 de julio de 2012.

b Variación porcentual acumulada en el año.

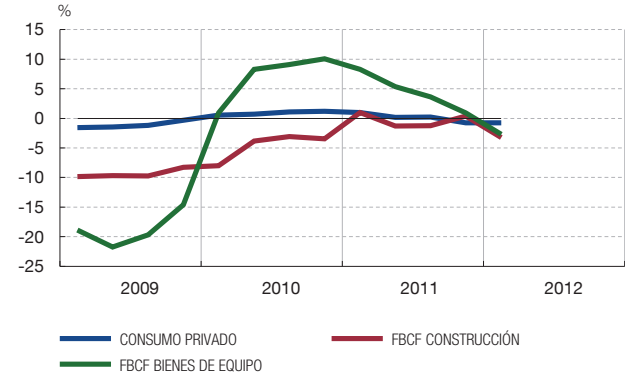
a la baja sus previsiones de crecimiento para los próximos trimestres, retrasando a los últimos meses de 2012 y, en algunos casos, primeros de 2013 el repunte de la actividad en la zona del euro (véase cuadro 2). Además, continúan predominando los riesgos a la baja, en la medida en que la intensificación de las tensiones de los mercados de deuda soberana pudiera trasladarse adicionalmente a las condiciones de financiación y a la confianza del sector privado y repercutir en una mayor contracción de las decisiones de consumo e inversión de los agentes. De igual forma, la persistencia de las tasas de desempleo en niveles elevados, con el consiguiente deterioro en el capital humano, pueden obstaculizar la potencial recuperación.

La inflación del área del euro se moderó a lo largo del trimestre, hasta situarse en junio en el 2,4 %, tres décimas menos que la registrada en el mes de marzo. Esta evolución se debió fundamentalmente a la desaceleración de los precios de la energía, ya que la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, solo se frenó en una décima, hasta el 1,8 % (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales prolongaron su desaceleración,

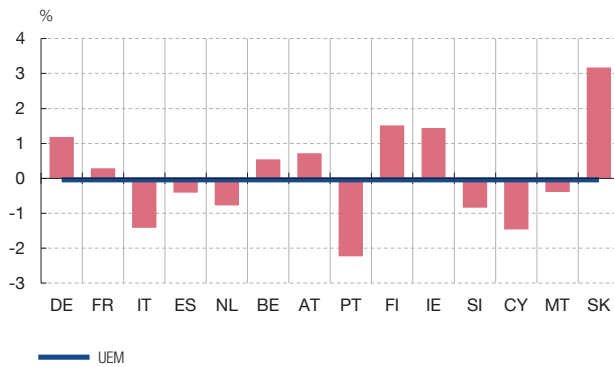
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



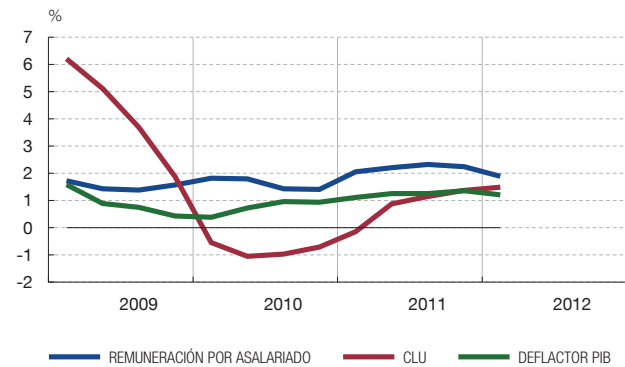
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Primer trimestre de 2012



SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual

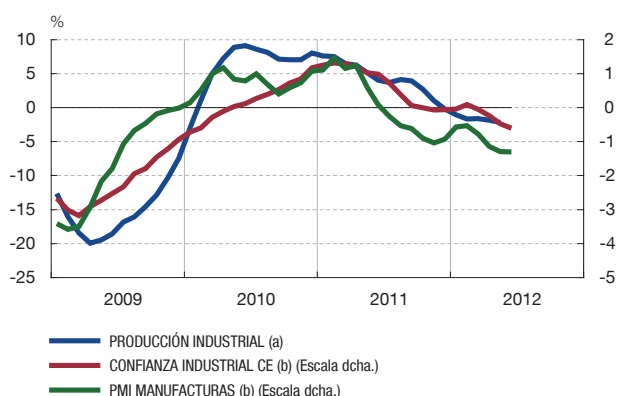


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

registrando en mayo un ritmo de crecimiento del 2,3 %, 1,2 pp inferior al del mes de marzo. A medio plazo se espera que la tasa de inflación se sitúe por debajo del 2 % a principios de 2013, con un escenario central en el que los riesgos están equilibrados, ya que los posibles incrementos en los impuestos indirectos y precios administrados, derivados del ajuste fiscal, se compensan con los riesgos a la baja procedentes de la debilidad del crecimiento de la actividad en el área del euro. En este contexto, las expectativas de inflación se mantienen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y abril de 2012 un déficit de 5,4 mm de euros (un 0,2 % del PIB), inferior en 20 mm de euros al observado en el mismo período del año anterior (0,8 % del PIB). Esta mejora obedeció a que el saldo de la balanza de bienes se tornó positivo y la balanza de servicios amplió su superávit. En relación con la cuenta financiera, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa se moderaron hasta 34 mm de euros entre enero y abril, frente a los 74 mm de euros del mismo período del año anterior, mientras que aquellas en forma de inversión de cartera alcanzaron los 47,2 mm, lo que contrasta con la entrada neta de 141,4 mm de euros en el período de enero a abril de 2011. Con todo, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, registró un déficit de 86,5 mm de euros entre enero y abril de 2012, frente al superávit de 41,2 mm de euros en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



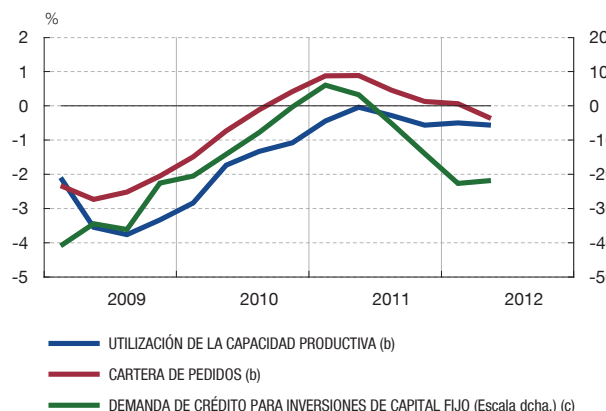
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



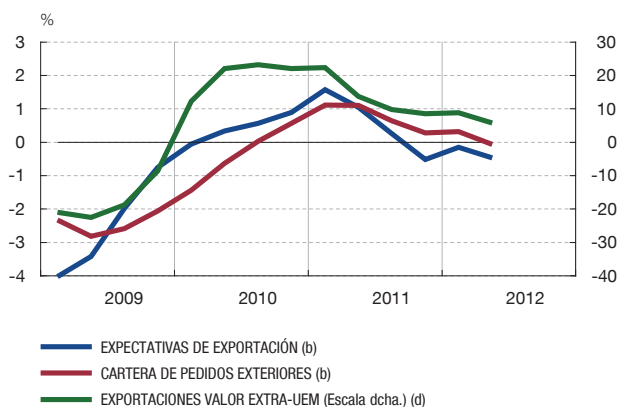
INDICADORES DE CONSUMO



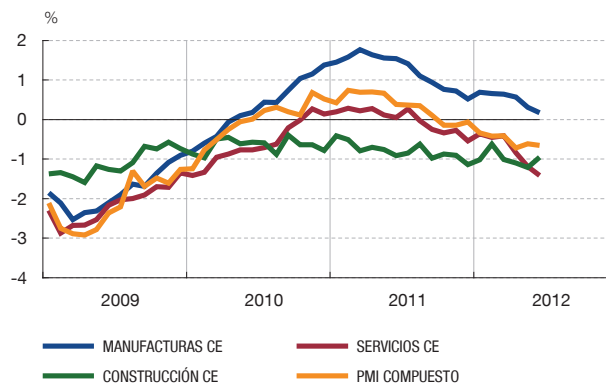
INDICADORES DE INVERSIÓN



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 sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2012		2013	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (junio de 2012)	-0,5-0,3	2,3-2,5	0,0-2,0	1,0-2,2
Comisión Europea (mayo de 2012)	-0,3	2,4	1,0	1,8
FMI (abril de 2012)	-0,3	2,0	0,9	1,6
OCDE (mayo de 2012)	-0,1	2,4	0,9	1,9
Consensus Forecast (julio de 2012)	-0,5	2,3	0,5	1,7
Eurobarómetro (julio de 2012)	-0,4	2,3	0,5	1,8

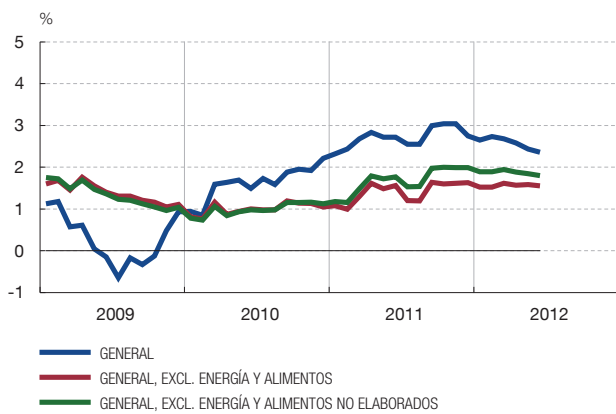
FUENTES: BCE, Comisión Europea, Consensus Forecast, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

a Tasas de variación anual.

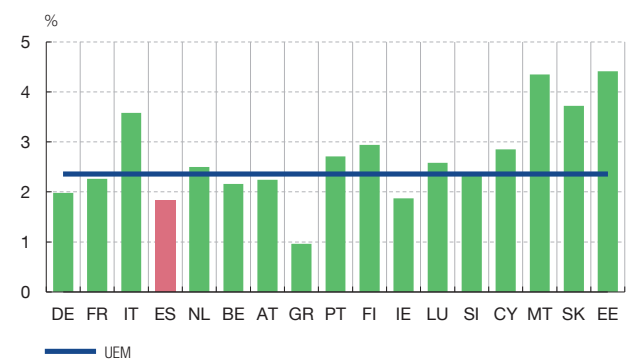
UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10

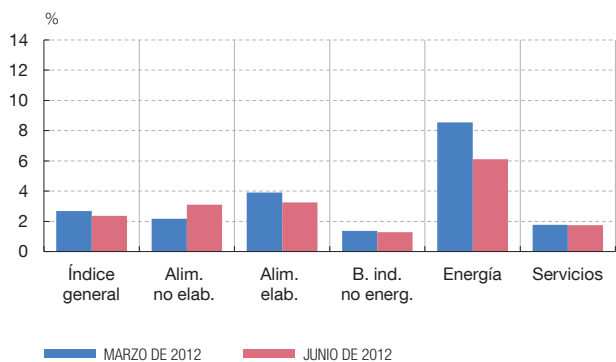
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



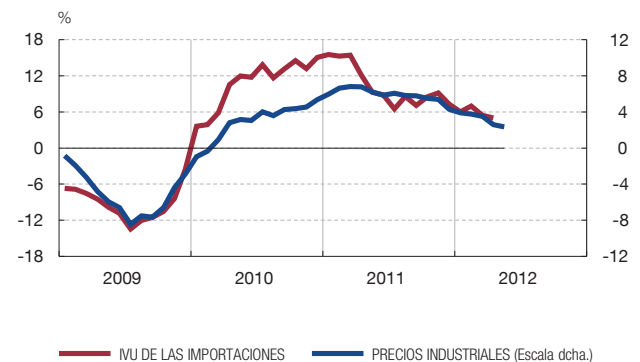
IAPC GENERAL
(Junio de 2012)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



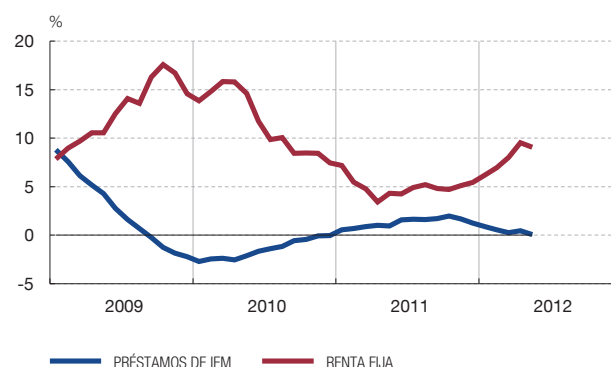
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

En el ámbito de las finanzas públicas, los presupuestos de 2012 y los programas de estabilidad presentados en primavera revelaron que la mayoría de los países han intensificado sus planes de consolidación fiscal para compensar el impacto del deterioro de la situación económica sobre las cuentas públicas, de manera que los objetivos presupuestarios se mantienen inalterados. De acuerdo con estos planes, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará descendiendo en 2012, hasta situarse próximo al

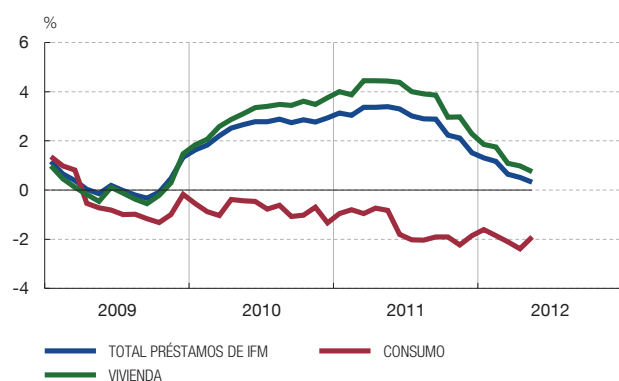
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanual



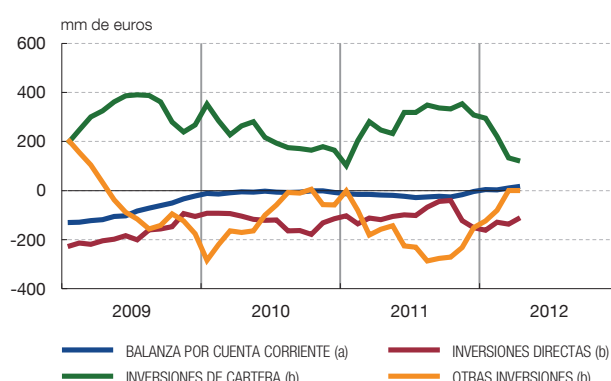
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



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.

3 % del PIB —en consonancia con la previsión de la Comisión Europea del 3,2 %— (véase cuadro 3). La mejora del saldo presupuestario en 2012 se asienta principalmente en el incremento de los ingresos públicos (de 0,9 pp del PIB respecto al año anterior) y, en especial, en el aumento de la imposición indirecta. Por su parte, el gasto público permanecería prácticamente inalterado en términos del PIB, ya que la moderación de la remuneración de los empleados públicos se verá compensada por el aumento de las transferencias y de los pagos por intereses derivados de los mayores niveles de desempleo y de deuda, respectivamente. El saldo ajustado de ciclo descendería en algo más de 1 pp del PIB en 2012, de modo que la política fiscal mantendrá un carácter contractivo, pese a la debilidad de la actividad económica. Por países, el ajuste será especialmente intenso en España, Grecia, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia, donde se estima que el saldo disminuya en más de 2 pp del PIB en términos estructurales.

La revisión de los programas de estabilidad realizada por la Comisión Europea en el marco del Semestre Europeo concluyó que la mayoría de los países han establecido medidas de consolidación ambiciosas, pero en algunos casos —entre los que se encuentran Francia, Holanda y España— será necesario especificar acciones adicionales para cumplir los compromisos adquiridos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento más allá de 2012. Con la excepción de Estonia, Finlandia y Luxemburgo, todos los países están sometidos al

% del PIB

	2010	2011	2012		2013		
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,8	-3,7	-3,0	-2,9	-2,8	-3,3	-2,2
Alemania	-4,3	-1,0	-0,9	-0,8	-0,9	-0,7	-0,6
Estonia	0,2	1,0	-2,4	-2,1	-2,2	-1,3	-0,5
Irlanda	-31,2	-13,1	-8,3	-8,5	-8,2	-7,5	-7,4
Grecia	-10,3	-9,1	-7,3	-7,2	-6,7	-8,4	-4,6
España	-9,3	-8,5	-6,4	-6,0	-5,3	-6,3	-5,7
Francia	-7,1	-5,2	-4,5	-4,6	-4,4	-4,2	-3,9
Italia	-4,6	-3,9	-2,0	-2,4	-1,7	-1,1	-1,5
Chipre	-5,3	-6,3	-3,4	-3,7	-2,6	-2,5	-1,4
Luxemburgo	-0,9	-0,6	-1,8	-1,6	-1,8	-2,2	-2,0
Malta	-3,7	-2,7	-2,6	-2,7	-2,2	-2,9	-2,4
Holanda	-5,1	-4,7	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,9
Austria	-4,5	-2,6	-3,0	-3,1	-3,0	-1,9	-2,4
Portugal	-9,8	-4,2	-4,7	-4,5	-4,5	-3,1	-3,0
Eslovenia	-6,0	-6,4	-4,3	-4,7	-3,5	-3,8	-4,2
Eslovaquia	-7,7	-4,8	-4,7	-4,2	-4,6	-4,9	-3,7
Finlandia	-2,5	-0,5	-0,7	-1,4	-1,2	-0,4	-0,8
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,4	-1,1	0,0	-0,5		0,3	0,1
Saldo total	-6,2	-4,1	-3,2	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7
Deuda pública	85,6	88,0	91,8	90,0	91,1	92,6	91,0

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 Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2012.
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2012.
d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2012.

Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), si bien la Comisión Europea ha propuesto su suspensión para Alemania, que ya en 2011 situó su déficit muy por debajo del 3 % del PIB.

Por último, se espera que la deuda pública supere el 91 % del PIB en 2012. A este nivel previsto habría que añadir los pasivos contingentes asociados al saneamiento de algunas entidades bancarias y el aumento esperado de los gastos relacionados con el envejecimiento de la población, que, según el informe de envejecimiento de la CE de 2012, podrían tener un impacto, en el horizonte hasta 2060, de más de 4 pp en la ratio del gasto público sobre el PIB (superando los 7 pp en Bélgica, Chipre, Luxemburgo, Malta, Holanda y Eslovenia).

El contexto macroeconómico adverso conforma un escenario muy complejo para el proceso de consolidación fiscal en marcha. Por ello, las recomendaciones del Consejo Europeo de finales de mayo en materia de política fiscal ponen el énfasis en medidas de ajuste que aminoren el impacto sobre la actividad económica a corto y medio plazo, impulsando una reorientación de las estructuras impositivas hacia aquellas figuras más favorecedoras del crecimiento y del empleo; más a medio plazo, en la mayoría de los países se considera necesario aumentar la eficiencia del gasto sanitario e introducir reformas en los sistemas de pensiones para aumentar la edad efectiva de jubilación referenciándola con la esperanza de vida de la población.

3.2 Evolución monetaria y financiera

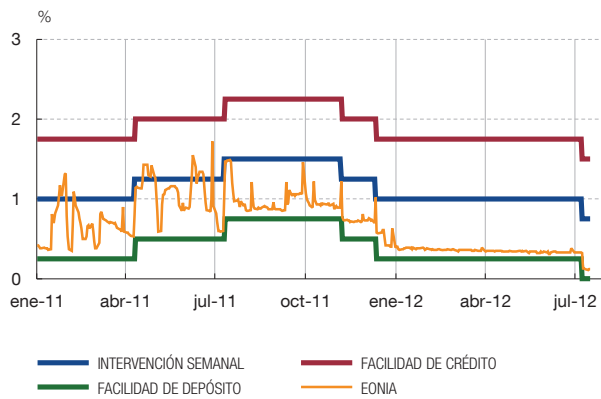
La evolución financiera del área del euro continuó reflejando en el segundo trimestre del año un entorno muy complejo, marcado por el foco de los mercados en la pervivencia de riesgos sistémicos significativos y la falta de confianza. La situación de estabilidad financiera se deterioró sustancialmente a partir de mediados de marzo, afectando de manera particular a España y a Italia, que experimentaron —en un contexto de elevada volatilidad— un fuerte endurecimiento de las condiciones de financiación, tanto del sector público como del privado, debido al aumento significativo de sus primas de riesgo. Así, los tipos de interés a diez años en el mercado secundario de deuda llegaron a alcanzar niveles del 7 % y del 6 %, respectivamente, que de prolongarse en el tiempo podrían poner en cuestión la sostenibilidad de las finanzas públicas. El aumento de la aversión al riesgo contribuyó a un descenso de las rentabilidades en los países AAA, y en particular en Alemania, donde, a mediados de julio, la referencia a diez años del *Bund* se situó por debajo del 1,5 %.

El reavivamiento de las tensiones estuvo relacionado, en primer lugar, con la incertidumbre política en Grecia, que ponía en riesgo la continuidad del programa de ayuda. Descartado ese escenario con la formación de un Gobierno de coalición tras las elecciones de junio, se abrió un período de evaluación de la situación que podría derivar en la solicitud por parte del nuevo Gobierno de una revisión de los acuerdos vigentes. Por su parte, Chipre, afectada por la fuerte exposición económica y financiera a la economía griega y por serios desequilibrios macroeconómicos, solicitó en la última semana de junio asistencia financiera al Eurogrupo y al FMI bajo un programa general todavía pendiente de concretar. Las dudas sobre la situación de la economía española y la incertidumbre generada en torno a los detalles e implicaciones de la asistencia financiera que el Estado español solicitó para recapitalizar su sector bancario constituyeron un foco adicional de tensiones. Finalmente, la evolución financiera vino también condicionada por el alcance que podrían tener las medidas que se adoptarían en el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio para desvincular la interacción de los riesgos soberanos y bancarios. En este sentido, como se recoge en mayor detalle en el recuadro 2, los acuerdos del Consejo, posteriormente ratificados por el Eurogrupo del 9 de julio, incluyeron que la FEEF, y posteriormente el MEDE, podrán ser utilizados de forma eficiente y flexible para la compra de deuda en los mercados soberanos, con la condicionalidad adecuada, y abrió la posibilidad de que el MEDE, una vez que se establezca la supervisión bancaria única europea, pueda recapitalizar directamente las entidades bancarias.

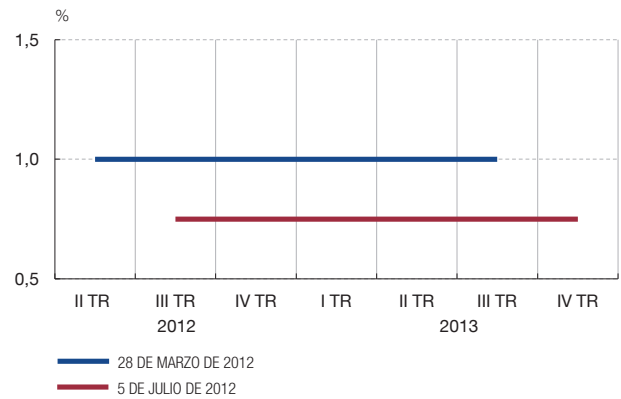
En este entorno complejo, el BCE mantuvo una orientación expansiva de la política monetaria, al considerar que las expectativas de inflación estaban firmemente ancladas y que la situación de debilidad económica en el área del euro hacía improbable que pudieran surgir presiones inflacionistas en el medio plazo. Así, en su reunión del 5 de julio, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de las operaciones principales de financiación en 25 pb, hasta situarlo en el 0,75 %, y el de las facilidades de depósito y de crédito, de forma simétrica, hasta el 0 % y el 1,5 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, en su reunión de mayo, el BCE anunció el mantenimiento de la adjudicación plena a tipo fijo en las operaciones de financiación hasta enero de 2013 e incrementó la disponibilidad de activos de garantía para mejorar el acceso de los bancos a las operaciones de financiación del Eurosistema, con el objetivo último de reforzar la provisión de crédito a los hogares y a las sociedades no financieras.

Los tipos de interés en el mercado interbancario tendieron a moderarse, particularmente después de la relajación de los tipos oficiales. El euríbor a tres meses y a un año se situó, desde comienzos de julio, en el entorno del 0,5 % y del 1 %, respectivamente, de manera que el diferencial de la rentabilidad con las operaciones *repo* se contrajo ligeramente, situándose por debajo de los 100 pb en el euríbor a un año.

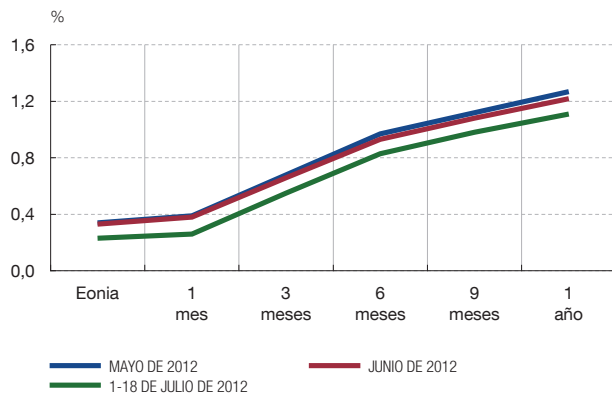
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



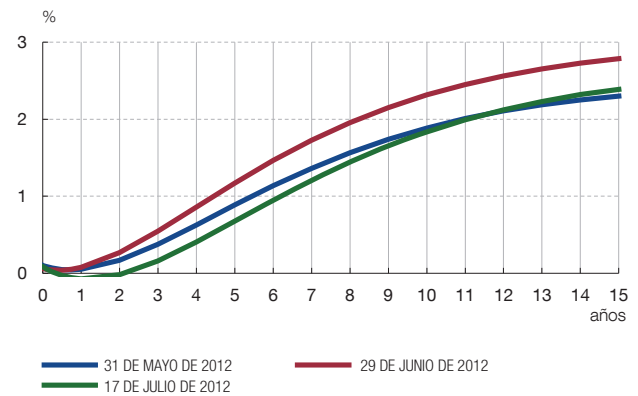
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



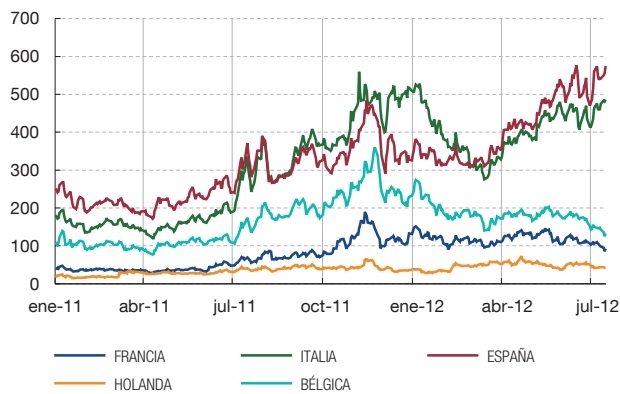
MERCADO INTERBANCARIO



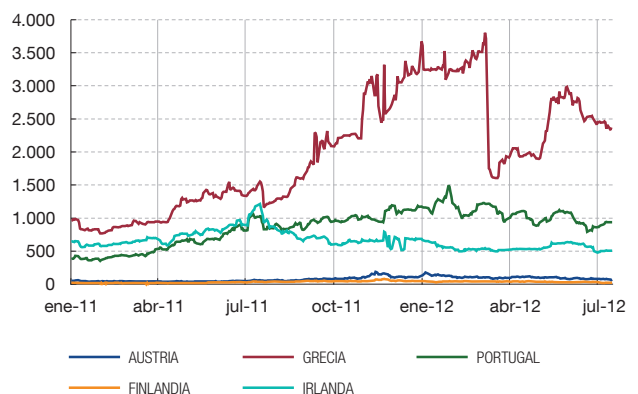
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

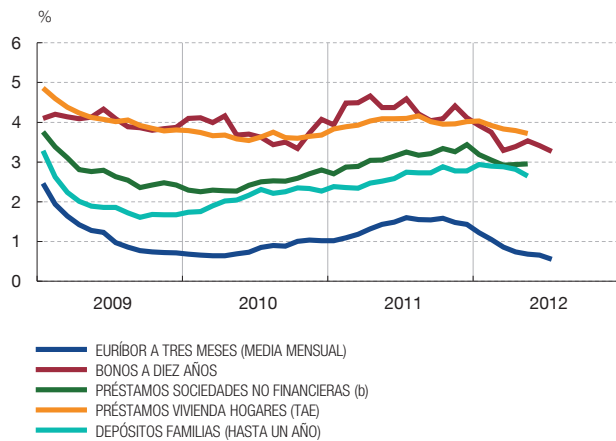


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios referida al primer trimestre de 2012, las condiciones de financiación ofrecidas por las entidades crediticias siguieron siendo estrictas. Así, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y a sociedades experimentaron un ligero endurecimiento durante el primer trimestre, aunque no se esperaba un tensionamiento adicional en el segundo. Por su parte, el coste de los

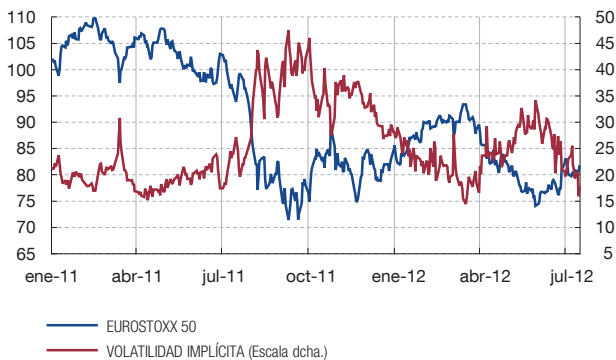
EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



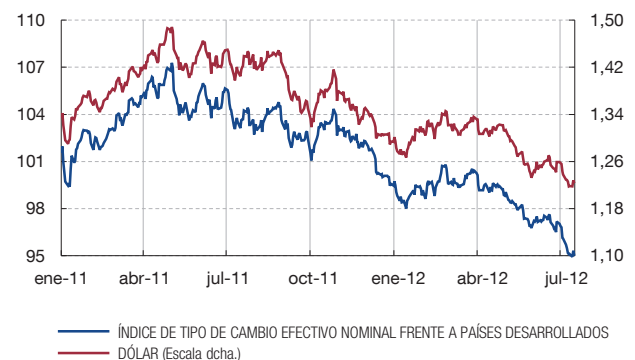
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



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.

préstamos bancarios otorgados al sector privado continuó retrocediendo en el caso de la financiación a hogares y a empresas —para préstamos de menos de un millón de euros—, mientras que se elevó ligeramente para las empresas en las operaciones superiores a un millón de euros. Detrás de esta evolución agregada, no obstante, se esconden unas condiciones de financiación desiguales, más estrictas en las economías con mayores tensiones financieras.

El contexto de elevada incertidumbre y de caída en la actividad económica continuó condicionando la demanda de financiación por parte del sector privado, que sigue siendo débil. De esta manera, los préstamos bancarios al sector privado prolongaron su senda de desaceleración, hasta mostrar un crecimiento interanual del 0,4 % en mayo, en términos ajustados de titulización. En el caso del crédito a hogares el crecimiento se situó en el 1,3 %, con una ralentización de la financiación para la adquisición de vivienda, al tiempo que el crédito para consumo mantuvo una caída interanual en torno al 2 %. La moderación fue más intensa en los préstamos a empresas, cuyo avance interanual se situó en el 0,2 %, dentro de amplias divergencias por países. En cambio, las emisiones de deuda de las sociedades no financieras continuaron creciendo a tasas relativamente elevadas, por encima del 9 % interanual en mayo, lo que puede evidenciar cierto efecto

sustitución entre fuentes de financiación por parte de las empresas de mayor tamaño (véase gráfico 11).

En el mercado bursátil, el índice EUROSTOXX 50 continuó, aunque con cierta volatilidad, con la tendencia decreciente iniciada a mediados de marzo, de tal forma que desde comienzos del mes de abril el índice acumuló una pérdida cercana al 10 %, que en el caso del sector bancario alcanzó el 24 %. Por países, las caídas fueron generalizadas, aunque más acusadas en el IBEX 35 español y en el FTSE MIB italiano (véase gráfico 13). Por su parte, el tipo de cambio del euro frente al dólar se depreció un 8 % en el mismo período, situándose, a fecha de cierre de este Boletín, en 1,22 dólares por euro.

4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con la última información disponible, se estima que la actividad económica se contrajo en el segundo trimestre de 2012 con una intensidad ligeramente superior a la del trimestre anterior, de modo que el PIB registró una variación intertrimestral del $-0,4\%$ (véase gráfico 14). La demanda nacional acentuó su debilidad, con una disminución del $1,2\%$, debido al peor comportamiento del consumo y de la inversión en construcción. En cambio, se amplió la contribución positiva de la demanda exterior neta, con una aportación de $0,8$ pp, seis décimas por encima de la observada en el primer trimestre. Esta evolución se debió al empuje de las exportaciones —en especial, de servicios— y al mantenimiento de la atonía en las importaciones. En términos interanuales, el producto intensificó su caída en seis décimas, hasta el -1% .

El empleo continuó disminuyendo con intensidad, experimentando un descenso que se estima en el $4,6\%$ en términos interanuales, ocho décimas de mayor caída que en el primer trimestre. La evolución estimada del producto y del empleo determinó un repunte de la tasa de avance de la productividad aparente del trabajo. Este comportamiento, unido a la ralentización del ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado, se tradujo en un nuevo descenso de los costes laborales unitarios del conjunto de la economía. Finalmente, la tasa de variación interanual del IPC fue en junio del $1,9\%$, la misma que la registrada en marzo. Por su parte, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— repuntó entre marzo y junio una décima, hasta el $1,3\%$. En términos del IAPC, el diferencial de inflación frente al conjunto del área del euro siguió siendo negativo y se situó en junio en $-0,6$ pp. En los próximos meses, la evolución de los precios en España se verá afectada por el impacto del incremento de los tipos del IVA, además de por otros aumentos de impuestos indirectos y precios administrados, si bien la marcada debilidad de la demanda permite anticipar que la traslación de esos incrementos impositivos a los precios finales será incompleta.

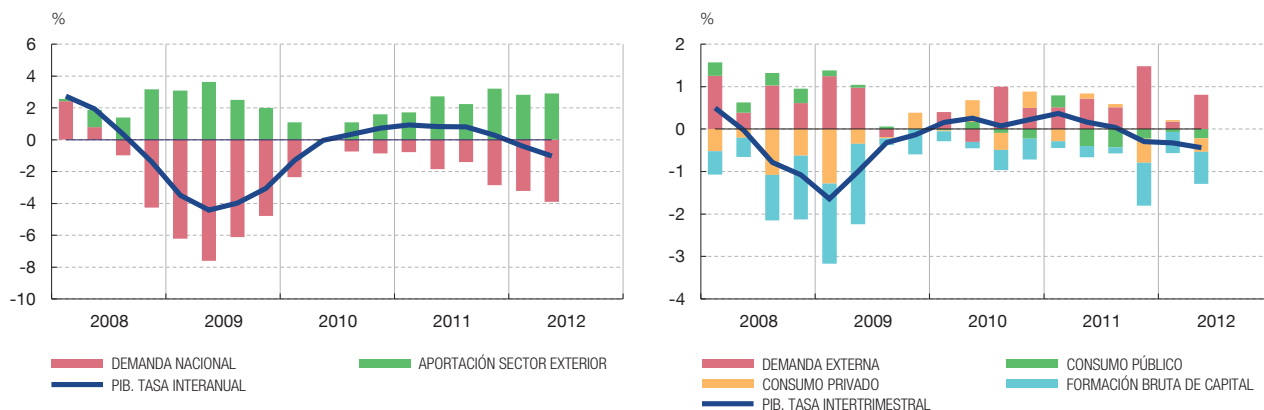
4.1 Demanda

En el segundo trimestre del año se acrecentó la debilidad del consumo privado (véase gráfico 15). Se estima que este componente de la demanda experimentó un descenso intertrimestral del $0,5\%$, frente a la tasa del $0,1\%$ del primer trimestre. Esta contracción es coherente con la persistente debilidad del mercado de trabajo, que siguió erosionando la principal fuente de renta de los hogares y alimentando la incertidumbre acerca de la trayectoria futura de esta variable. Además, los episodios de inestabilidad financiera que tuvieron lugar a lo largo del trimestre provocaron un deterioro de la confianza. Por su parte, la riqueza de los hogares siguió cayendo, en un entorno de descensos adicionales de los precios de la vivienda y de las cotizaciones en el mercado bursátil español. Entre los indicadores cuantitativos, el retroceso intertrimestral de las matriculaciones de automóviles particulares, calculado sobre la serie corregida de estacionalidad y de efectos calendario, se acrecentó hasta el $7,3\%$. También las ventas de bienes y servicios de las grandes empresas (indicador elaborado por la Agencia Tributaria) y el índice de comercio al por menor aceleraron su descenso interanual en el promedio de abril y mayo, hasta el entorno del -7% .

Con información hasta el primer trimestre del año, el crecimiento de los ingresos nominales de los hogares se desaceleró por segundo trimestre consecutivo, mostrando una ligera caída de acuerdo con los datos acumulados de cuatro trimestres de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Esta evolución de la renta de las familias se explica por el aumento de la contribución negativa de la remuneración de asalariados y, en menor medida, por la

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA. APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB

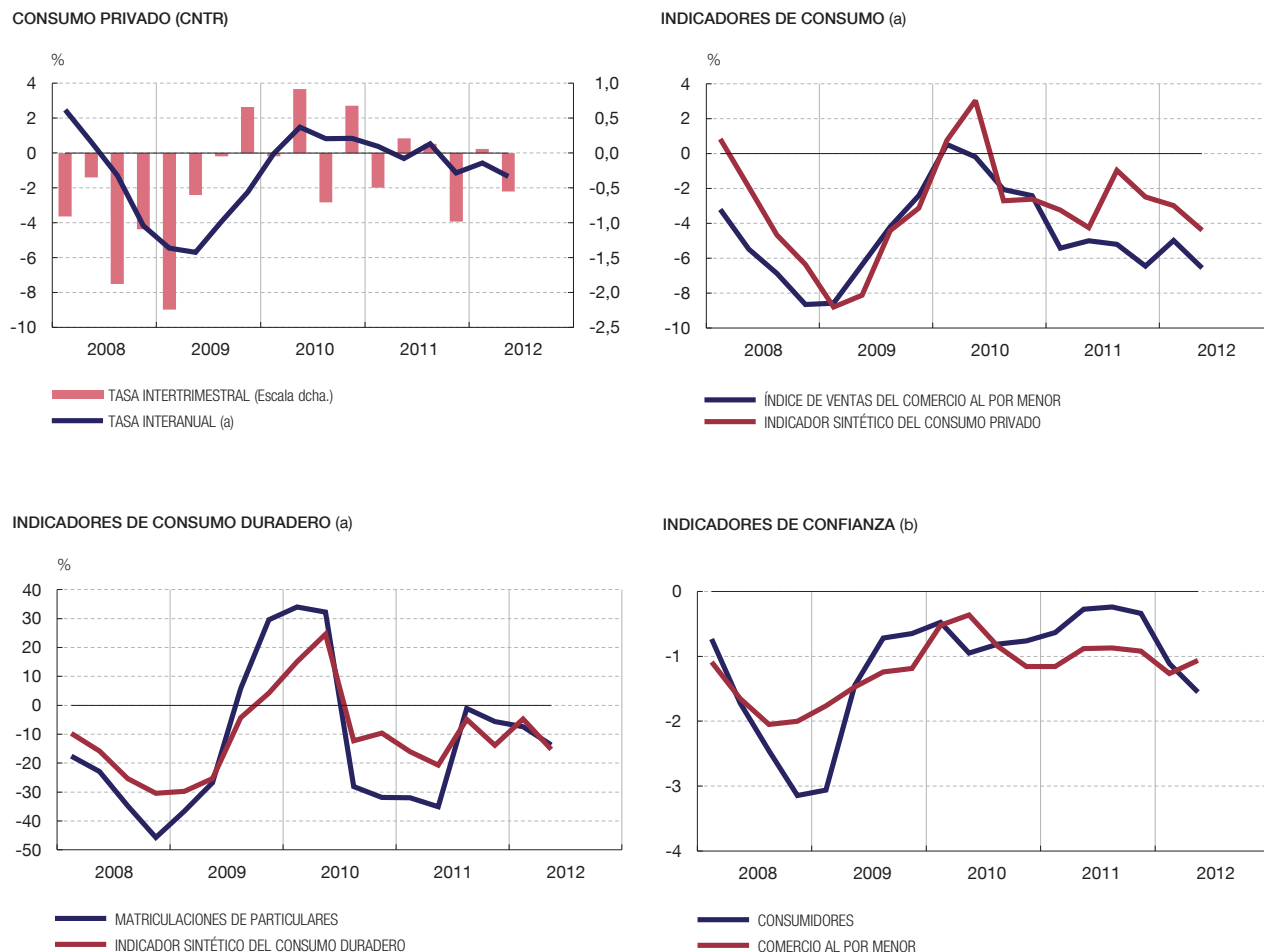
GRÁFICO 14



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONSUMO PRIVADO

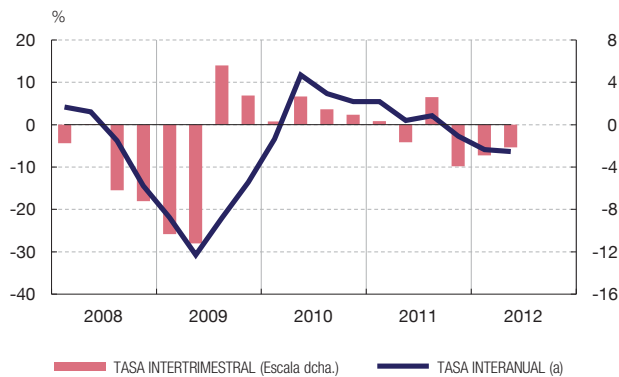
GRÁFICO 15



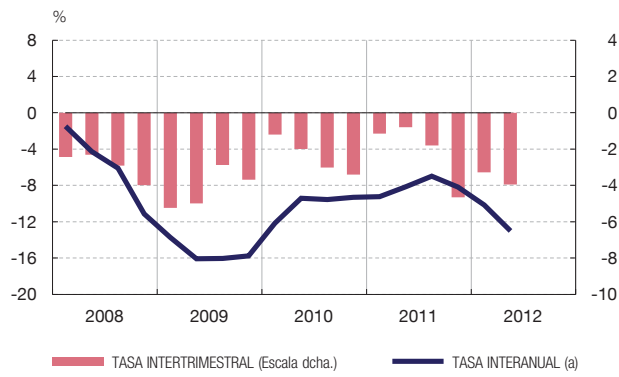
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

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

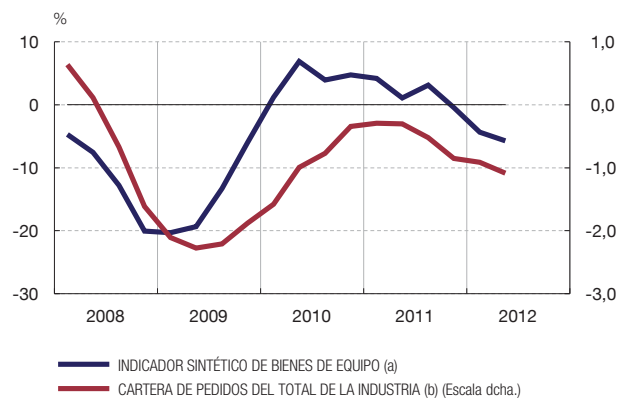
BIENES DE EQUIPO



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).

disminución de la aportación positiva del excedente bruto de los ocupados no asalariados. La contribución de las AAPP a la renta de las familias se mantuvo estable, pues los mayores pagos por impuestos directos tras el alza de tipos del IRPF se vieron compensados por mayores ingresos por prestaciones y menores pagos por cotizaciones sociales. El avance del consumo nominal, junto con el retroceso de la renta, determinaron un nuevo descenso de la tasa de ahorro de los hogares, que, en esta ocasión, fue de ocho décimas, hasta el 10,8 % de la renta disponible, nivel similar al registrado antes del inicio de la crisis.

La inversión en bienes de equipo continuó en el segundo trimestre de 2012 su trayectoria descendente, con una caída estimada del 2,2 % en términos intertrimestrales (véase gráfico 16). Tanto la producción industrial de este tipo de bienes como las importaciones disminuyeron intensamente en el conjunto de abril y mayo, y también las matriculaciones de vehículos de carga retrocedieron significativamente en el segundo trimestre. En el mismo período, la desconfianza empresarial se incrementó —tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo—, lo que podría reflejarse en un empeoramiento adicional de la inversión empresarial en los próximos meses.

De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras continuó su senda de

mejora en el primer trimestre de 2012, hasta situarse en el 1,9 % del PIB con datos acumulados de cuatro trimestres (0,3 pp más que en 2011). Este avance se apoyó en un mayor ahorro empresarial, lo que estaría reflejando los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación ante las dificultades para obtener recursos ajenos. El incremento del ahorro se sustentó, fundamentalmente, en el excedente empresarial y en un menor crecimiento de los intereses pagados.

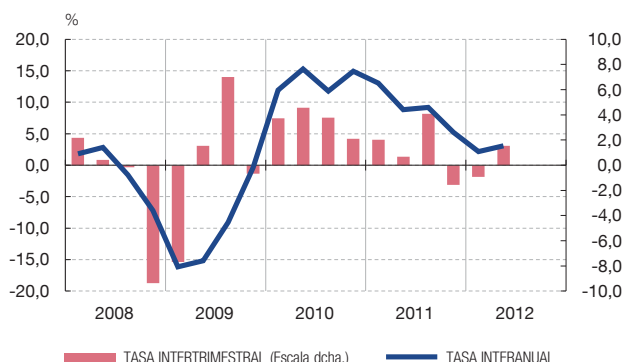
La inversión en construcción mantuvo la tónica contractiva de los últimos trimestres, asociada al proceso de ajuste en el segmento residencial y a la consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). La información más reciente de los indicadores del conjunto del sector relativos tanto al empleo como a la utilización de consumos intermedios muestra retrocesos intertrimestrales más intensos que los del comienzo de año. Este es el caso de la inversión residencial, afectada por la gradual disminución del número de viviendas iniciadas. En relación con las transacciones realizadas, en el primer trimestre de 2012 se vendieron en torno a 70.000 viviendas, cifra algo inferior a la observada un año antes. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial continuó registrando una fuerte contracción, con datos hasta abril, al igual que la licitación oficial de obra civil.

Junto con la contracción de la inversión pública, se estima que el retroceso del consumo público contribuyó a que la aportación directa de las AAPP a la demanda nacional en el período abril-junio fuera más negativa que a comienzos de año. En concreto, la información parcial disponible sobre la evolución del consumo de las AAPP en el segundo trimestre apunta a un sustancial retroceso de las compras de bienes y servicios por parte del Estado, mientras que el empleo de las AAPP podría haber registrado una caída en ese período, a juzgar por el descenso observado en las cifras de afiliados en los sectores relacionados con las AAPP.

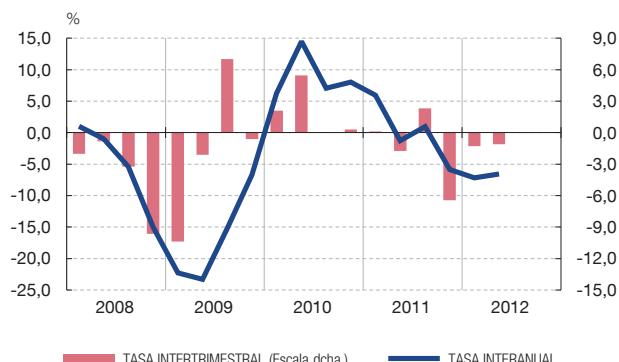
En cuanto a la evolución del sector exterior, se estima que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB aumentó sustancialmente en el segundo trimestre del año, hasta alcanzar 0,8 pp. Este resultado se explicaría, principalmente, por la recuperación de las exportaciones, en tanto que las importaciones habrían retrocedido a un ritmo similar al del primer trimestre (véase gráfico 17). En términos interanuales, la demanda exterior neta tuvo una aportación de 2,9 pp a la tasa de variación del PIB. La recuperación de las exportaciones se ha apoyado en las ganancias de competitividad —por la depreciación del euro y por la contención de los costes laborales relativos frente a nuestros competidores—, y a pesar de la moderación de la demanda de importaciones de la zona del euro.

Según los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes volvieron a crecer en los dos primeros meses del segundo trimestre —un 1,9 % interanual—, tras el descenso del 0,3% del trimestre anterior. Por grupos de productos, la mejora fue bastante generalizada, destacando el fortalecimiento de las ventas de alimentos y de bienes intermedios no energéticos. Por el contrario, las ventas de bienes de consumo no alimenticios siguieron mostrando una notable debilidad. Por áreas geográficas, en términos nominales, las exportaciones dirigidas a la zona del euro descendieron ligeramente (-1,2 % en términos interanuales) en el promedio de los meses de abril y mayo, mientras que las exportaciones al resto del mundo continuaron creciendo a ritmos elevados (10,5 %). El descenso de las exportaciones al área del euro se explica por la debilidad de la demanda en algunos de nuestros principales mercados, como Italia y Portugal, que muestran unas caídas de las ventas del 5,3 % y del 9,7 %, respectivamente.

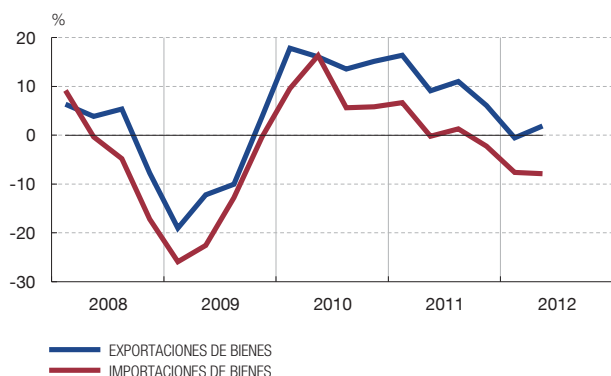
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



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.

En lo que se refiere a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información disponible apunta a que este componente de la demanda podría registrar, de nuevo, una tasa de variación interanual negativa en el segundo trimestre del año. Aunque la incertidumbre geopolítica que aún persiste en algunos países árabes continúa apoyando los flujos turísticos hacia nuestro país, lo está haciendo con menor intensidad que en 2011. De hecho, ha comenzado a observarse un cierto retorno del turismo británico hacia destinos del Mediterráneo oriental, tendencia que no se aprecia, por el momento, en el caso del turismo emisor alemán. Tanto las entradas de turistas extranjeros como sus pernoctaciones hoteleras o su gasto nominal mostraron en abril un comportamiento algo menos favorable en términos interanuales que en el primer trimestre del año, pero en mayo se apreció un mayor dinamismo. En el recuadro 4 se presenta una herramienta para predecir los flujos de turistas a partir de las búsquedas en Internet. Respecto a los otros servicios, las exportaciones mantuvieron un tono positivo en el segundo trimestre, gracias al buen comportamiento del transporte y de los servicios prestados a empresas.

Según la información de Aduanas, las importaciones de bienes en términos reales disminuyeron un 7,7 % en términos interanuales en los meses de abril y mayo, descenso algo mayor que el registrado en el primer trimestre del año. Por grupos de bienes, destacó la

La popularización del uso de Internet ha transformado un buen número de actividades cotidianas, entre las que se encuentran cuestiones tan diversas como la lectura de prensa o las compras de bienes y servicios y, dentro de estas, la búsqueda de información sobre servicios turísticos, así como la contratación de los mismos. Desde 2009, la Comisión Europea elabora, con carácter anual, una encuesta que recaba información detallada sobre usos y costumbres de los viajes de los europeos¹. Según esta encuesta, Internet se ha erigido como la segunda fuente de información más importante para la organización y contratación de viajes, tras las recomendaciones de otras personas.

El registro de las búsquedas turísticas en Internet permite compilar un indicador del interés de los consumidores por realizar viajes a un lugar determinado. En este recuadro se construye un indicador específico referido a las búsquedas en Internet por parte de no residentes relacionadas con la preparación de unas vacaciones en España. El indicador elaborado pretende aproximar el número de turistas entrados en nuestro país (que, junto con el número de pernoctaciones realizadas por cada uno de ellos, constituye uno de los indicadores más relevantes en la estimación de las exportaciones reales de servicios turísticos).

El volumen de información potencialmente existente es enorme, por lo que se hace preciso disponer de un instrumento que permita sistematizarla. En concreto, aquí se hace uso de «Google Insight for Search» (GIS), herramienta estadística desarrollada por Google que permite, en general, analizar las búsquedas realizadas por los consumidores en distintos mercados. El análisis presentado en este recuadro se enmarca en la línea de los trabajos iniciados por Choi y Varian en 2009², que analizan cómo GIS permite mejorar las predicciones a corto plazo de las ventas de bienes y servicios en distintos ámbitos (comercio minorista, automóviles, viajes o mercado inmobiliario). La estrategia seguida en cada una de estas aplicaciones es la siguiente:

- Ajustar el mejor modelo de predicción posible utilizando las estadísticas convencionales, incluyendo la variable endógena desfasada (en adelante, modelo 0).
- Añadir los indicadores de búsquedas (denominados «G-índices») como una variable explicativa adicional (en adelante, modelo 1).
- Evaluar la mejora en las predicciones a través de un instrumento estándar: el error absoluto medio (EAM) o el error cuadrático medio (ECM) de los errores de predicción extramuestrales de ambos modelos.

La aplicación de esta estrategia al caso de los flujos de turistas extranjeros entrados en España arroja como resultado una mejora sustancial de la capacidad predictiva de los modelos disponibles cuando se incluyen las búsquedas de información turística, que, además, en muchos casos, son realizadas con varias semanas o meses de antelación a la realización de un viaje.

El indicador construido considera solamente los viajeros procedentes de Reino Unido, Alemania y Francia, los tres principales

clientes de la industria turística española, que, en conjunto, representan el 60 % de los turistas extranjeros en España y cuya evolución es muy similar a la del agregado del total de viajeros extranjeros (véase gráfico 1)³. A modo de ejemplo, en el gráfico 2 se compara la evolución de los flujos de viajeros procedentes de Reino Unido con las búsquedas en Internet de términos relacionados con el disfrute de vacaciones en España realizadas desde ese país⁴. El perfil de evolución de las series no es muy diferente, lo que obedece, en parte, al fuerte componente estacional de las series de turismo, con las mayores entradas de visitantes en los meses de verano. En todo caso, se observa que las búsquedas en Internet presentan un cierto adelanto con respecto a las llegadas de turistas⁵.

En consonancia con la estrategia general descrita con anterioridad, para cada uno de los tres países de origen de los turistas se han estimado dos modelos: el mejor modelo ARIMA estimado por TRAMO (modelo 0) y un modelo aumentado con el G-índice correspondiente a las búsquedas realizadas desde ese país (modelo 1)⁶. En todos los casos, el modelo 1 mejora apreciablemente los modelos univariantes. La disminución del ECM de las predicciones extramuestrales en los modelos correspondientes a los flujos de turistas británicos, alemanes y franceses es del 12 % en los dos primeros casos y del 44 % en el tercero, cuando se incluye el G-índice.

La mejora en la predicción del agregado total de turistas cuando se incorporan los G-índices como regresor se hace patente en el gráfico 3, donde se comparan los errores de previsión un período por delante. El modelo de referencia es el utilizado actualmente para predecir el flujo de turistas entrados (modelo 0). La estimación alternativa se obtiene a partir de una agregación simple de las estimaciones del modelo 1 de cada país de origen de los turistas. El error absoluto medio (EAM) para el modelo 0 en el período extramuestral enero 2011-abril 2012 es del 3,8 %, mientras que el EAM correspondiente al agregado de modelos 1 es del 2,2 %.

Estos G-índices resultan, por tanto, de utilidad para la realización de previsiones económicas. A corto plazo, con el modelo que incorpora los G-índices (modelo 1) se estimaría que la cifra de entrada de turistas en el tercer trimestre de 2012 sería similar a la del año pasado, previsión que es algo inferior a la que resultaría de un simple modelo univariante, que anticiparía un ligero aumento interanual.

3 En concreto, la correlación entre el total de viajeros y los viajeros procedentes de Reino Unido, Alemania y Francia es muy próxima a la unidad, sin que ello sea solamente el reflejo de un comportamiento estacional similar, pues la correlación entre las tasas interanuales es asimismo muy elevada.

4 Los términos de búsqueda utilizados han sido «Spain holiday», «Spanien Urlaub» y «Vacances Espagne» para las búsquedas realizadas por residentes en Reino Unido, Alemania y Francia, respectivamente. Se ha probado, asimismo, con otros términos relacionados con viajes de ocio a España y los resultados son muy similares (véase C. Artola y E. Galán, *Las huellas del futuro están en la web: construcción de indicadores adelantados a partir de las búsquedas en Internet*, Documentos Ocasionales, n.º 1203, Banco de España).

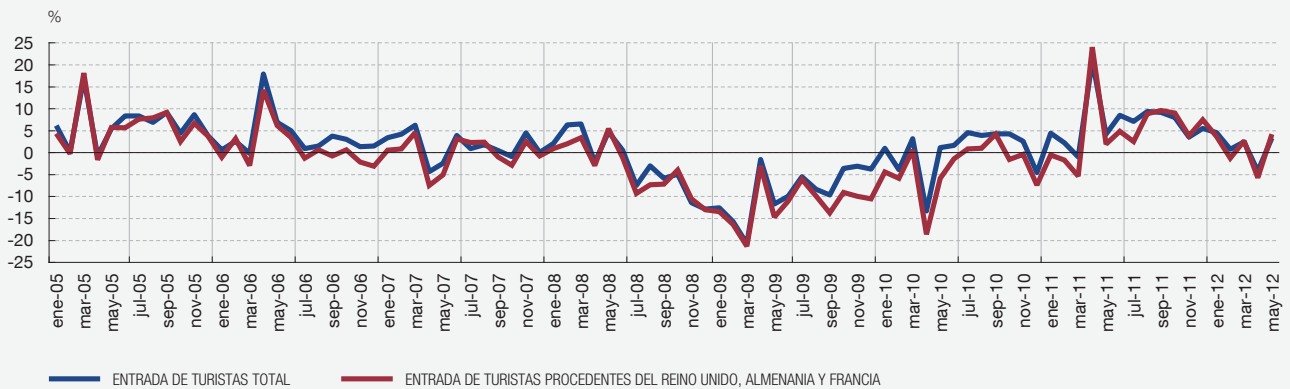
5 Además de ese adelanto, se puede observar también un repunte de las búsquedas en enero de cada año, a pesar de que en ese mes, y en los inmediatamente posteriores, las entradas de turistas son reducidas. Sin embargo, las búsquedas de vacaciones son relativamente numerosas en enero, lo que probablemente refleja los nuevos proyectos que se inician con el año.

6 En todos los casos se estimó inicialmente un modelo que incluía como regresores el G-índice con hasta seis retardos de desfase. En los modelos finales se incluyeron únicamente los desfases que aparecían como significativos.

1 «Survey on the attitudes of European towards tourism».

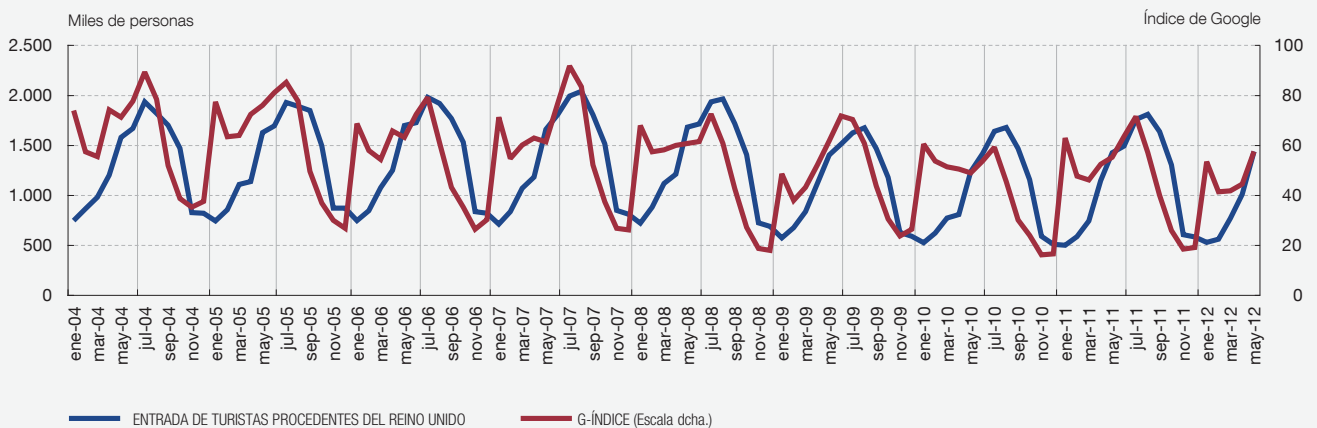
2 H. Choi y H. Varian (2009), *Predicting the present with Google trends y Predicting Initial claims for unemployment benefits*, Google Research Blog.

1 VIAJEROS ENTRADOS EN ESPAÑA (tasas interanuales)



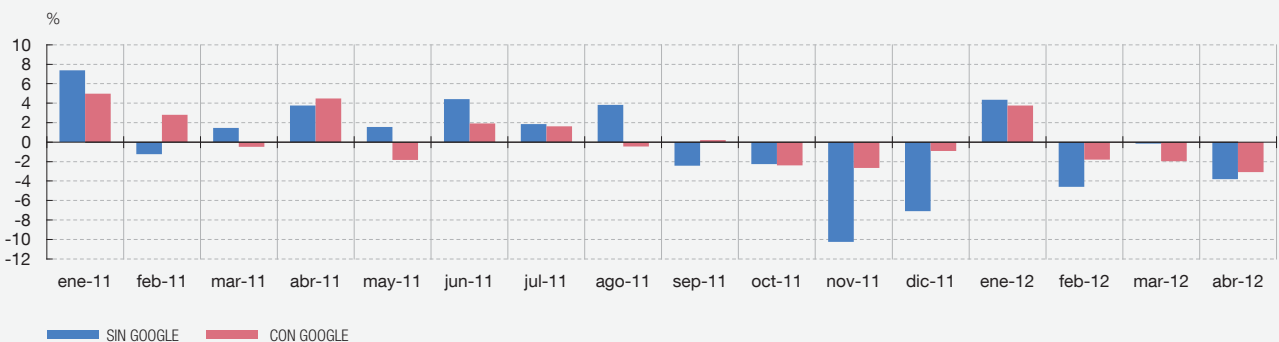
FUENTE: Instituto de Estudios Turísticos.

2 ENTRADA DE TURISTAS EN ESPAÑA Y BÚSQUEDAS EN GOOGLE. TURISTAS PROCEDENTES DEL REINO UNIDO



FUENTES: Instituto de Estudios Turísticos y Google Insights for Search.

3 ERRORES DE PREVISIÓN UN PERÍODO POR DELANTE



FUENTES: Instituto de Estudios Turísticos, Google Insights for Search y Banco de España.

intensificación de las caídas de compras de bienes de equipo y de consumo. En cambio, las importaciones reales de servicios podrían haber moderado su ritmo de caída en el segundo trimestre, tanto por el gasto en turismo como por las compras del resto de servicios.

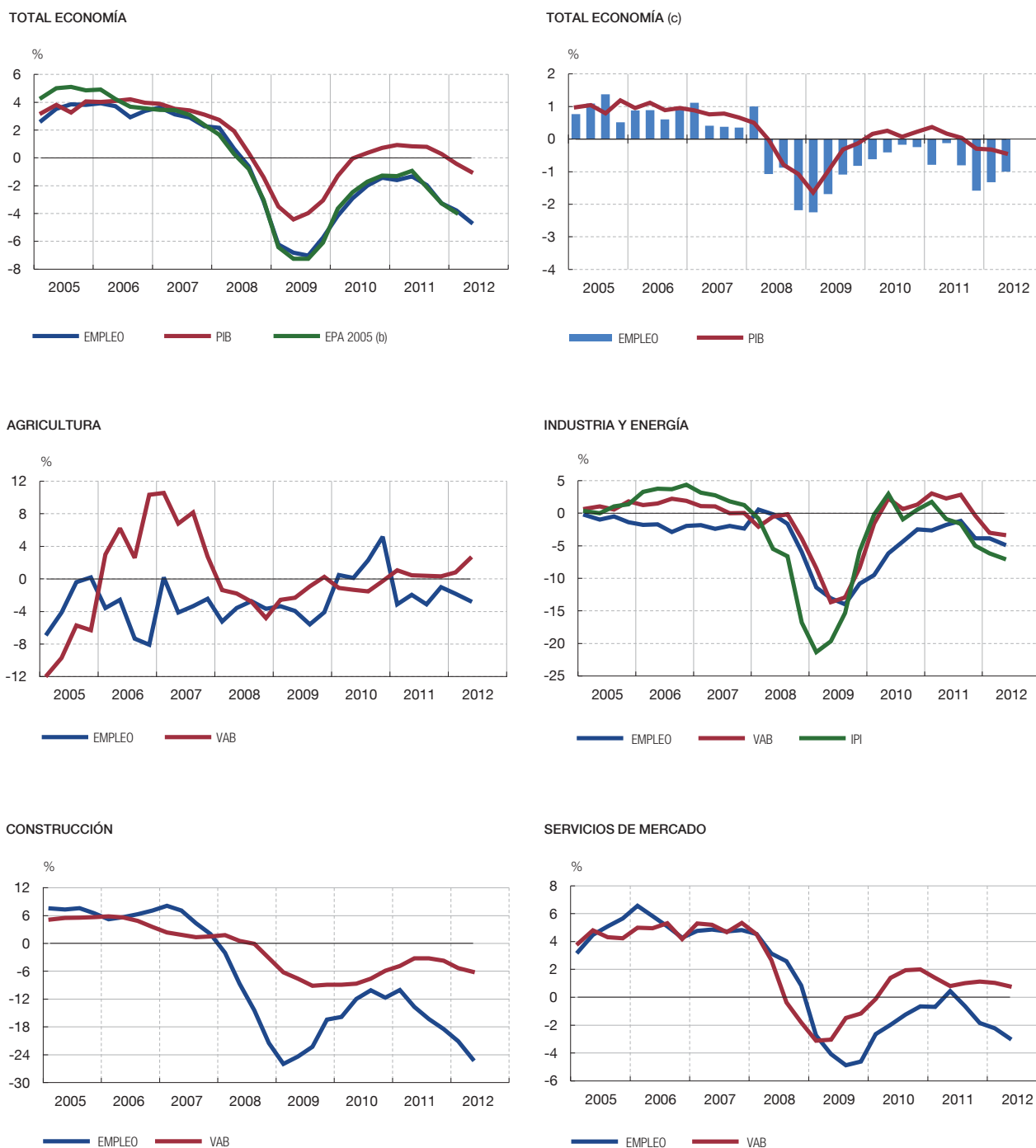
4.2 Producción y empleo

Durante el segundo trimestre del año, el valor añadido bruto de la economía de mercado volvió a retroceder, situándose su tasa de variación intertrimestral en el $-0,3\%$. De acuerdo con los indicadores cuantitativos disponibles, las ramas industriales intensificaron ligeramente su ritmo de descenso, debido, en gran medida, a la progresiva pérdida de dinamismo de la cartera exterior de pedidos. Por destino económico de la producción, los bienes de consumo y los bienes de equipo mostraron un comportamiento algo más favorable que en el primer trimestre del año, mientras que la energía y los bienes intermedios experimentaron un cierto deterioro. Por su parte, la mayoría de los indicadores del sector de la construcción mantuvieron un tono negativo. En la evolución de los indicadores sobre servicios de mercado, también se apreció un ligero empeoramiento en relación con el anterior trimestre. El indicador de actividad del sector servicios experimentó un notable retroceso en el conjunto de abril y mayo, influido en gran medida por la evolución de la rama de comercio. Del mismo modo, las encuestas de opinión mostraron un deterioro de la actividad en el conjunto del segundo trimestre.

En relación con el mercado laboral, la evolución de la actividad en el segundo trimestre se tradujo en una continuación del proceso de destrucción neta de puestos de trabajo. Los últimos datos de la EPA disponibles se refieren al primer trimestre. Según estos datos, el empleo disminuyó en ese período un 4% en tasa interanual, frente al $-3,3\%$ del último trimestre de 2011. Esta evolución fue paralela a la mostrada por los ocupados de la CNTR, según puede apreciarse en el gráfico 18. Por ramas de actividad, el deterioro de la ocupación fue generalizado, con la excepción de la industria, que suavizó su ritmo de caída. Además, destacó la reducción del empleo en los servicios de no mercado. Como la población activa continuó estabilizada, el retroceso del empleo se trasladó íntegramente a un aumento de la tasa de paro, que se elevó hasta el $24,4\%$ en el primer trimestre, $1,6$ pp superior al cierre de 2011. Respecto a la evolución del mercado de trabajo en el segundo trimestre, las afiliaciones a la Seguridad Social mantienen la tónica de caída del empleo, que se reflejó en una tasa interanual del $-3,2\%$, retroceso que supera en seis décimas al observado en los tres primeros meses del año. El descenso intertrimestral, en términos ajustados de estacionalidad, fue de igual magnitud al observado en el primer trimestre de 2012 ($-0,9\%$). La intensificación de las caídas interanuales de la afiliación fue generalizada por ramas de actividad, siendo este el primer trimestre en que los afiliados en los servicios de no mercado³ presentan una tasa negativa ($-1,3\%$) desde que existen series homogéneas. La construcción siguió mostrando los ritmos de descenso más elevados ($-17,3\%$), seguida de la industria ($-5,2\%$), siendo estos más modestos en la agricultura (-1%) y en el total de servicios ($-1,6\%$). Conviene resaltar, no obstante, la menor caída observada en junio, que se debió a la evolución positiva del sector de servicios —en parte, afectado por la finalización del plazo para adecuarse a la nueva regulación del servicio doméstico—. La evolución de los afiliados en este segundo trimestre sería compatible con un nuevo debilitamiento del empleo en términos interanuales.

Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) experimentó un retroceso interanual del $-4,8\%$ en el segundo trimestre, suavizando en

3 Agregación de las secciones de AAPP y de Defensa, Educación y Sanidad de los regímenes general y autónomo.

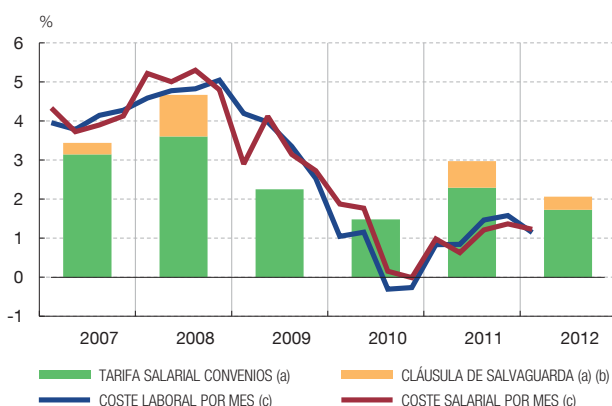


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

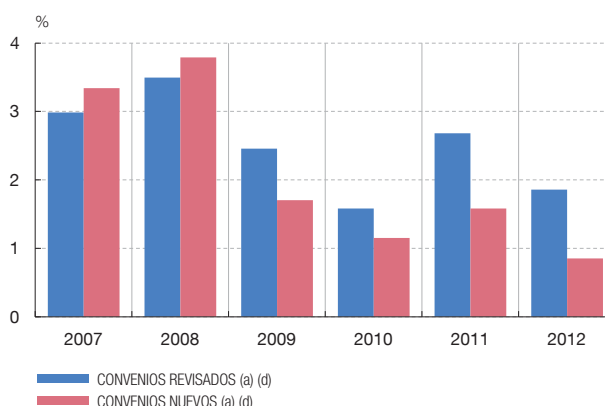
- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b Series enlazadas 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.

tres puntos la caída del período precedente. En esta ocasión, se moderaron tanto el descenso de los contratos temporales como el de los indefinidos, aunque de forma bastante más intensa en este último caso, de forma que el peso de esta modalidad en el total de la contratación se situó en el 8 %. Dentro de este grupo, destaca el abultado crecimiento que registraron los contratos ordinarios iniciales, entre los que se encuentra el nuevo contrato

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 junio 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.

de emprendedores⁴, aprobado en febrero de este año por el Real Decreto Ley 3/2012, si bien no se dispone de información desagregada que permita una valoración más detallada sobre su utilización por parte de las empresas.

Por último, el paro registrado mostró una tasa interanual del 11,9% en el segundo trimestre (más de dos puntos superior a la del primero), si bien se observó un descenso importante en junio (de 99.000 personas en comparación con mayo). Esta evolución de los afiliados y del paro registrado parece indicar que la tasa de paro podría estabilizarse en el segundo trimestre de 2012.

4.3 Costes y precios

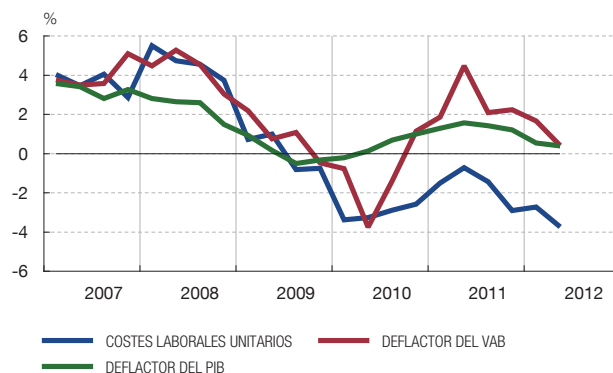
En un contexto de importante retraso en la negociación colectiva, los convenios registrados entre enero y junio de 2012 reflejaron un incremento acumulado de las tarifas salariales del 1,7%, lo que supone una moderación de 0,4 pp con respecto al acumulado hasta marzo. En los últimos meses se han producido los primeros avances significativos en la negociación de convenios de nueva firma (cuyo primer año de vigencia es el actual), para los que se ha pactado un aumento salarial del 0,85% (véase gráfico 19), cifra que comienza a acercarse a las recomendaciones salariales del II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012-2014 (AENC), firmado en enero de 2012. Sin embargo, la mayor parte de los asalariados con convenio cerrado para este año (el 86%) están sometidos a convenios revisados —esto es, acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores—, en los que los aumentos de las tarifas se sitúan en torno al 1,9%. Dada la delicada situación del mercado de trabajo, convendría que los agentes sociales intensificaran sus esfuerzos para un cumplimiento estricto de las recomendaciones salariales del AENC, lo que debería facilitar un ajuste más equilibrado entre salarios y empleo. A su vez, un aprovechamiento intenso de las mayores posibilidades de flexibilidad interna contenidas en la reforma laboral permitiría que las condiciones de trabajo se adecuaran en mayor medida a la situación económica de cada empresa, contribuyendo así a preservar el empleo y la competitividad.

⁴ Dirigido a pequeñas y medianas empresas, con diferentes incentivos fiscales y bonificaciones. Únicamente se diferencia del ordinario general por tener un período de prueba de un año.

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.

Como ya ocurrió en los dos años precedentes, tanto la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) como los datos de remuneración por asalariado de la CNTR mostraron en el primer trimestre de 2012 tasas de crecimiento de los salarios más moderadas que las que reflejan los convenios colectivos. Además, en la economía de mercado, la ralentización observada de las tarifas y el modesto incremento que está mostrando hasta mayo la retribución bruta media según los datos de la Agencia Tributaria referidos a las grandes empresas apuntan a una nueva desaceleración del crecimiento interanual de la remuneración en el período abril-junio (véase gráfico 20).

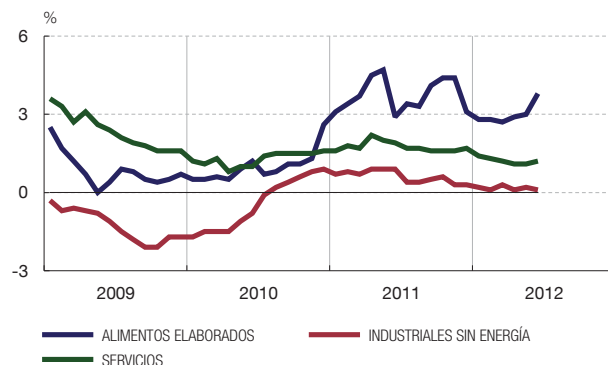
En el segundo trimestre de 2012, los deflatores de los componentes de la demanda moderaron sus ritmos de variación, reflejando tanto la evolución de los precios de producción interior —aproximados por el deflactor del PIB—, cuya tasa habría disminuido en dos décimas respecto al trimestre anterior, como la de los precios de los bienes y servicios importados, que mostraron crecimientos algo más moderados.

Durante el segundo trimestre de 2012, los principales indicadores de precios de consumo mostraron una evolución estable, que contrasta con la trayectoria descendente que habían mostrado en los meses anteriores. Así, la tasa interanual del IPC en junio fue del 1,9%, la misma que en marzo (véase gráfico 21). En ese mismo período, el ritmo de crecimiento del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— fue del 1,3%, una décima por encima del observado al final del primer trimestre. Entre los componentes de este índice, destaca el mayor ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados, que alcanzó el 3,8% en junio, 1,1 pp por encima del de marzo. Esta evolución se explica, en parte, por el aumento de la imposición específica sobre el tabaco. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron en dos décimas su ritmo de avance. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable en el período, en el 1,2%, a pesar de los aumentos en los precios regulados del transporte. Fuera del IPSEBENE, el componente energético del IPC mostró una cierta desaceleración, en un contexto de abaratamiento del crudo en los mercados internacionales, reduciendo su tasa de crecimiento en 1,3 pp respecto a marzo, hasta el 6,2%. Finalmente, el ritmo de variación de los precios de los alimentos no elaborados siguió mostrando fuertes oscilaciones durante el segundo trimestre.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



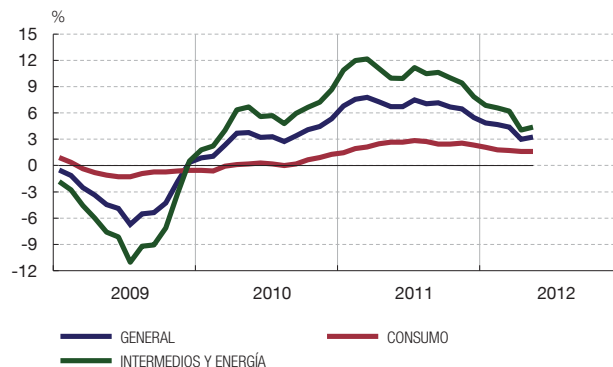
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

En el primer semestre de 2012, la inflación medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) siguió siendo menor en España que en la zona del euro, si bien el diferencial se estrechó ligeramente en el segundo trimestre. En concreto, la inflación española en junio fue seis décimas inferior a la del área del euro (véase gráfico 22). El diferencial de precios en los productos energéticos pasó de -1 pp en marzo a 0,9 pp en junio, debido al aumento de los precios regulados en España. El diferencial en términos del IPSEBENE fue negativo en junio (-0,5 pp), como resultado de los diferenciales en los servicios (-0,6 pp) y los bienes industriales no energéticos (-1,1 pp), mientras que en el caso de los alimentos elaborados el diferencial de incremento de precios fue positivo (1,5 pp).

El índice de precios industriales continuó moderándose durante el segundo trimestre, alcanzando un ritmo de variación interanual del 3,2 % en mayo, 1,2 pp por debajo de la tasa de marzo. Esta desaceleración fue reflejo de la desaceleración de los precios de los productos energéticos, ya que el componente no energético mantuvo estable su avance en este período. Por su parte, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales redujeron igualmente su ritmo de crecimiento, registrando en mayo tasas interanuales del 3,8 % y del 2,3 %, respectivamente.

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



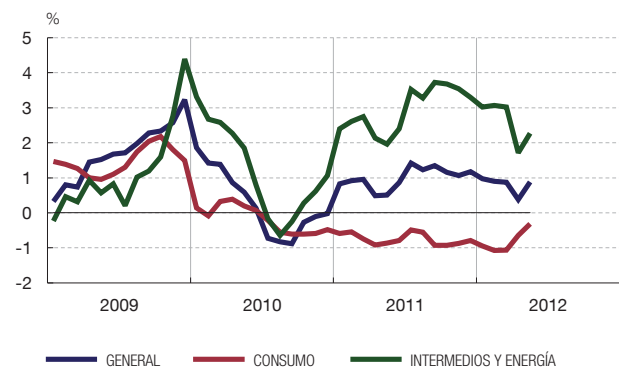
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

En su reunión del 10 de julio de 2012, el ECOFIN analizó el procedimiento de déficit excesivo de España y, considerando el deterioro de la situación económica, decidió extender en un año, hasta 2014, el plazo para la corrección del déficit público excesivo, de manera que la nueva senda de objetivos para la ratio de déficit de las AAPP sobre el PIB sería del 6,3 %, 4,5 % y 2,8 % en 2012, 2013 y 2014, respectivamente (frente a las metas fijadas en el Programa de Estabilidad publicado en abril del 5,3 %, 3 % y 2,2 % del PIB para esos años). Con el fin de reforzar la credibilidad de tales objetivos, el Consejo de la UE solicitó al Gobierno español la adopción, antes del final del mes de julio, de un plan presupuestario que cubra los períodos 2013 y 2014. Adicionalmente, las recomendaciones del Consejo incluyen: la realización de un esfuerzo fiscal estructural en el período 2010-2013 que ascienda, al menos, a un 1,5 % del PIB en promedio anual; la aplicación estricta de los planes fiscales en curso en todos los niveles de las AAPP, así como de las provisiones de la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria relativas a la transparencia de los datos y al control de los presupuestos de todas las AAPP; la creación de una institución presupuestaria independiente que analice, asesore y supervise la política presupuestaria; la instrumentación de medidas que mejoren la eficiencia del gasto público; la definición del factor de sostenibilidad contemplado en la última reforma del sistema de pensiones y, finalmente, el refuerzo de la imposición indirecta frente a la directa y la reducción del tratamiento impositivo favorable existente a la compra de vivienda.

Millones de euros y %

	Liquidación						
	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Programa de Estabilidad 2012	Variación porcentual 2012/2011	2011 ene-mar	2012 ene-mar	Variación porcentual 2012/2011
	1	2	3	4=3/1	5	6	7=6/5
1 Recursos totales	377.085	-1,1	386.911	2,6	88.702	85.783	-3,3
Recursos corrientes	378.391	-0,8	--	--	90.829	88.796	-2,2
Impuestos sobre producción e importaciones	104.971	-3,4	104.455	-0,5	28.659	26.863	-6,3
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.610	1,9	112.982	11,2	20.812	21.445	3,0
Cotizaciones sociales	139.868	-0,2	140.695	0,6	34.166	33.299	-2,5
Otros recursos corrientes	31.942	-2,4	--	--	7.192	7.189	-0,0
Recursos de capital	-1.306	--	--	--	-2.127	-3.013	-41,7
2 Empleos totales	468.505	-2,3	443.402	-5,4	103.188	100.429	-2,7
Empleos corrientes	429.216	0,5	--	--	93.830	94.380	0,6
Remuneración de asalariados	122.926	-1,5	116.180	-5,5	26.862	26.617	-0,9
Otros gastos en consumo final (a)	88.315	-3,3	77.808	-11,9	18.329	16.364	-10,7
Prestaciones sociales (no en especie)	163.486	1,6	169.473	3,7	35.570	37.073	4,2
Intereses efectivos pagados	25.867	28,6	33.042	27,7	6.010	7.240	20,5
Subvenciones	11.325	-6,8	9.593	-15,3	2.388	2.247	-5,9
Otros empleos y transferencias corrientes	17.297	-1,8	--	--	4.671	4.839	3,6
Empleos de capital	39.289	-25,4	--	--	9.358	6.049	-35,4
Formación bruta de capital	28.700	-30,3	18.120	-36,9	7.824	5.065	-35,3
Otros gastos de capital (b)	10.589	-7,6	--	--	1.534	984	-35,9
3 Cap. (+) o nec. (-) de finan. (3 = 1 - 2)	-91.420	6,9	-56.491	38,2	-14.486	-14.646	-1,1
(En porcentaje del PIB nominal)	-8,5		-5,3		-5,5	-5,6	
PRO MEMORIA							
Saldo primario	-65.553	16,1	-23.449	64,2	-8.476	-7.406	12,6
Gasto en consumo final	217.675	-1,8	201.449	-7,5	261.657	261.913	0,1

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).

En este contexto, el pasado 13 de julio el Consejo de Ministros aprobó un nuevo paquete de medidas de ajuste, que incluye la subida a partir del 1 de septiembre de los tipos normal y reducido del IVA desde el 18 % y el 8 % al 21 % y al 10 %, respectivamente; la reducción de las cotizaciones sociales en un punto porcentual en cada uno de los años 2013 y 2014; la disminución del 60 % al 50 % de la cuantía de las prestaciones por desempleo a partir del sexto mes para nuevos perceptores; la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los funcionarios de todas las AAPP en 2012; la eliminación de la desgravación fiscal por la compra de vivienda a partir de 2013; y una rebaja adicional del gasto de los ministerios. El Gobierno espera que este conjunto de medidas permita una mejora del saldo de las AAPP de 13,5 mm de euros en 2012.

Estas medidas tratan de contrarrestar los riesgos de desviación con respecto al objetivo presupuestario que se han puesto de manifiesto en la primera mitad del año. En este sentido, según la última información disponible sobre la ejecución presupuestaria en términos de Contabilidad Nacional, el conjunto del sector AAPP registró en el primer trimestre de 2012 un déficit de 14,6 mm de euros, cifra que es ligeramente superior a la registrada en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). En términos acumulados de cuatro trimestres, el déficit público apenas mejoró, pues se situó en el 8,5 % del PIB, frente al 8,9 % de 2011. La evolución en el primer trimestre del año estuvo especialmente condicionada por la debilidad de la recaudación: los ingresos totales se redujeron en ese período

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
					2011 ene-may	2012 ene-may	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 Ingresos no financieros	117.965	-0,4	119.883	1,6	49.398	31.581	-36,1
Cotizaciones sociales	106.229	-0,4	107.725	1,4	44.047	26.174	-40,6
Transferencias corrientes	8.337	-3,9	8.930	7,1	4.029	4.475	11,1
Otros ingresos	3.399	8,0	3.228	-5,0	1.322	932	-29,5
2 Pagos no financieros	118.495	2,2	119.882	1,2	41.850	25.425	-39,2
Personal	2.357	-2,1	2.358	0,0	916	505	-44,9
Compras	1.560	-8,8	1.541	-1,2	602	289	-51,9
Transferencias corrientes	114.304	2,5	115.683	1,2	40.281	24.611	-38,9
Pensiones contributivas	99.528	4,0	101.954	2,4	35.271	22.018	-37,6
Incapacidad temporal	6.295	-8,0	5.799	-7,9	1.614	593	-63,2
Resto	8.481	-5,4	7.930	-6,5	3.396	2.000	-41,1
Otros gastos	274	-24,6	300	9,4	50	20	-60,2
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-530	—	1	—	7.548	6.156	—

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

en un 3,3 % en tasa interanual, frente a la previsión oficial de crecimiento del 2,6 % en el conjunto del año establecida en el Programa de Estabilidad. Por su parte, el gasto público disminuyó un 2,7 %, gracias a los descensos significativos de los gastos de capital y de los gastos en consumo final no salariales.

En relación con el segundo trimestre de 2012, solo se dispone de información parcial referida a los meses de abril y mayo, que comprende, para el conjunto de AAPP, la relativa a los impuestos compartidos por el Estado y las Administraciones Territoriales; y para el Estado y la Seguridad Social, la referida a la ejecución presupuestaria (véanse cuadros 5 y 6). Por el lado de los impuestos compartidos, son destacables las tasas negativas que presenta la recaudación por IVA y por impuestos especiales, en contabilidad de caja, con caídas acumuladas entre enero y mayo del 10,1 % y del 2,8 %, respectivamente. El incremento de los tipos del IVA, con efectos a partir del 1 de septiembre, debería permitir que la recaudación se recupere, hasta situarse en línea con los objetivos presupuestarios. En relación con la imposición directa, la recaudación por IRPF continuó acelerándose en el segundo trimestre del año, reflejando el impacto de las subidas de tipos aprobadas en diciembre de 2011. Por su parte, la recaudación del impuesto de sociedades experimentó un descenso del 8 % hasta mayo, aunque, una vez corregidos algunos efectos transitorios, también debería observarse cierta recuperación en los meses siguientes. Finalmente, los ingresos por cotizaciones a la Seguridad Social continuaron mostrando una elevada atonía en términos de caja, lo que refleja la evolución de los salarios y del empleo, de manera que en el período enero-mayo presentaron una caída interanual del 1,1 %.

Por lo que respecta a los gastos, la información sobre licitación de obra pública, disponible hasta mayo, muestra una continuación del sustancial ajuste de la inversión pública. En el apartado de pagos corrientes, la información de Contabilidad Nacional

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2011/2010	2011 ene-may	2012 ene-may	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 Ingresos no financieros	104.145	-18,2	119.233	14,5	44.606	45.923	3,0
Impuestos directos	53.382	-9,9	54.846	2,7	19.808	20.285	2,4
IRPF	33.545	-14,7	29.232	-12,9	14.447	15.597	8,0
Sociedades	16.611	2,5	19.564	17,8	3.883	3.572	-8,0
Otros directos (a)	3.227	-13,7	6.050	87,5	1.479	1.116	-24,6
Impuestos indirectos	34.644	-33,2	21.095	-39,1	18.949	16.707	-11,8
IVA	25.355	-34,1	13.633	-46,2	15.285	13.227	-13,5
Especiales	6.325	-38,8	4.502	-28,8	2.410	2.221	-7,9
Otros indirectos (b)	2.965	-1,2	2.960	-0,2	1.254	1.260	0,4
Otros ingresos (c)	16.118	-0,8	43.292	168,6	5.849	8.930	52,7
2 Pagos no financieros	151.095	-15,9	152.630	1,0	58.688	65.716	12,0
Personal	27.420	1,7	27.339	-0,3	9.998	10.139	1,4
Compras	4.319	-6,8	3.238	-25,0	1.505	1.044	-30,7
Intereses	22.204	13,1	28.876	30,0	8.757	11.555	32,0
Transferencias corrientes	79.892	-23,7	80.498	0,8	31.109	39.553	27,1
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.377	—	—	—	—
Inversiones reales	6.895	-21,5	5.280	-23,4	3.028	1.941	-35,9
Transferencias de capital	10.365	-30,4	5.022	-51,5	4.291	1.485	-65,4
3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-46.950	—	-33.397	—	-14.082	-19.793	
PRO MEMORIA: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
TOTAL	138.079	1,7	139.223	-10,0	62.898	60.372	-4,0
IRPF	69.803	4,2	73.106	4,7	29.881	30.124	0,8
IVA	49.302	0,5	47.691	-3,3	25.339	22.782	-10,1
Impuestos especiales	18.974	-4,2	18.426	-2,9	7.678	7.466	-2,8

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.

referida al gasto del Estado en consumo de bienes y servicios hasta mayo indica que se había producido una profundización del ajuste, lo que también se observa en las cuentas de las CCAA del primer trimestre (véase cuadro 7). En el apartado de gasto salarial, en cambio, la información referida al Estado hasta mayo no parece encontrarse en línea con la contracción presupuestada para el conjunto del año. La eliminación de la paga extraordinaria de diciembre tendrá obviamente un efecto contractivo significativo sobre los gastos de personal en la segunda parte del año. En lo relativo a las prestaciones sociales, de acuerdo con la información de caja del Sistema de la Seguridad Social y el Sistema Público de Empleo, el gasto en prestaciones contributivas mantuvo en términos acumulados hasta mayo una tasa de avance interanual cercana al 4,5 %, superior a la presupuestada para el conjunto de 2012 (2,4 %), mientras que los pagos por prestaciones por desempleo se aceleraron. Finalmente, cabe mencionar que la carga financiera del conjunto de las AAPP se vio afectada al alza en el segundo trimestre, no solo por el mantenimiento de unas necesidades de financiación elevadas por parte de todos los agentes del sector, sino también por el aumento de los costes

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-mar	2012 ene-mar	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	126.110	-6,1	137.004	8,6	29.536	32.517	10,1
Impuestos corrientes	120.457	-5,3	129.054	7,1	28.845	31.947	10,8
Impuestos directos	39.873	35,3	38.740	-2,8	10.178	9.649	-5,2
Impuestos indirectos	46.882	39,0	50.765	8,3	11.983	11.080	-7,5
Tasas, precios y otros ingresos	4.769	-14,1	4.578	-4,0	1.087	944	-13,2
Transferencias corrientes	28.228	-51,3	34.159	21,0	5.456	10.179	86,6
Ingresos patrimoniales	705	70,7	811	15,0	140	95	-32,4
Ingresos de capital	5.653	-21,3	7.950	40,6	691	570	-17,5
Enajenación de inversiones reales	178	-38,1	1.546	769,9	52	37	-30,0
Transferencias de capital	5.475	-20,6	6.404	17,0	639	533	-16,5
2 PAGOS NO FINANCIEROS	150.211	-4,4	150.654	0,3	34.531	31.722	-8,1
Pagos corrientes	132.490	-1,7	131.187	-1,0	31.481	29.582	-6,0
Gastos de personal	57.377	-2,4	56.219	-2,0	12.719	12.583	-1,1
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.344	-2,4	26.931	-1,5	6.867	5.994	-12,7
Gastos financieros	4.555	51,9	6.381	40,1	932	1.193	28,0
Transferencias corrientes	43.213	-4,0	41.287	-4,5	10.962	9.811	-10,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	369	—	—	—	—
Pagos de capital	17.721	-20,8	19.466	9,8	3.050	2.141	-29,8
Inversiones reales	7.661	-20,9	8.708	13,7	1.524	1.066	-30,0
Transferencias de capital	10.060	-20,7	10.758	6,9	1.526	1.074	-29,6
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	-24.101	—	-13.649	—	-4.995	795	—

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

de financiación. La única información disponible en términos de Contabilidad Nacional es la referida al Estado, que muestra que los pagos por intereses crecieron un 18 % hasta mayo.

En resumen, los datos referidos a la ejecución presupuestaria observada en la parte transcurrida del año apuntaban a la existencia de riesgos considerables para el cumplimiento de los objetivos presupuestarios fijados para el conjunto de 2012, derivados, en particular, de la debilidad de los ingresos públicos, si bien estos riesgos han sido afrontados con la aprobación en julio de las importantes medidas adoptadas. En todo caso, el cumplimiento de los objetivos requerirá una ejecución muy estricta por parte de todos los niveles de las AAPP de sus presupuestos y planes de ajuste.

4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

El proceso de corrección del desequilibrio exterior de la economía española ha proseguido en la primera parte del año. En concreto, en el primer cuatrimestre de 2012 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 15,1 mm de euros, un 16 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 8). Esta mejora se explica fundamentalmente por la disminución del saldo negativo de la balanza comercial y la ampliación del superávit de la de servicios, que compensaron el deterioro de los saldos de rentas y transferencias corrientes. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital se redujo en estos primeros meses del año.

Millones de euros

		Enero-abril		Tasa de variación
		2011	2012	2012/2011(b)
Ingresos	Cuenta corriente	116.831	121.208	3,7
	Mercancías	72.715	74.897	3,0
	Servicios	28.302	30.047	6,2
	Turismo	10.418	10.340	-0,7
	Otros servicios	17.885	19.707	10,2
	Rentas	11.324	11.158	-1,5
	Transferencias corrientes	4.489	5.106	13,8
	Cuenta de capital	2.259	1.391	-38,4
	Cuentas corriente + capital	119.089	122.599	2,9
Pagos	Cuenta corriente	136.661	137.330	0,5
	Mercancías	87.265	86.757	-0,6
	Servicios	21.768	21.500	-1,2
	Turismo	3.527	3.389	-3,9
	Otros servicios	18.242	18.111	-0,7
	Rentas	18.551	19.168	3,3
	Transferencias corrientes	9.078	9.906	9,1
	Cuenta de capital	412	391	-4,9
	Cuentas corriente + capital	137.073	137.722	0,5
Saldos	Cuenta corriente	-19.831	-16.123	3.708
	Mercancías	-14.549	-11.860	2.689
	Servicios	6.534	8.547	2.013
	Turismo	6.891	6.951	60
	Otros servicios	-357	1.596	1.953
	Rentas	-7.227	-8.010	-783
	Transferencias corrientes	-4.589	-4.800	-211
	Cuenta de capital	1.847	1.000	-847
	Cuentas corriente + capital	-17.984	-15.123	2.861

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

El déficit de la balanza comercial se redujo un 18,5 % en el primer cuatrimestre de 2012, hasta situarse en 11,9 mm de euros, lo que se debió a la mejoría del saldo del componente no energético, que, según los datos de Aduanas, registró un superávit, compensando con creces el incremento de la factura energética. Además, aumentó el saldo positivo de la balanza de servicios, que ascendió a 8,5 mm de euros, un 31 % por encima del acumulado en los cuatro primeros meses de 2011, gracias al mejor comportamiento de los servicios no turísticos, cuyo saldo pasó a obtener superávit, y a la ampliación del saldo positivo del turismo. Por el contrario, el déficit de la balanza de rentas se amplió hasta 8 mm de euros, por el aumento de los pagos netos de intereses, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó ligeramente, situándose en 4,8 mm de euros.

5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

5.1 Rasgos más destacados

Tras la situación de cierta estabilidad que mantuvieron los mercados financieros a lo largo de los tres primeros meses de 2012, en el segundo trimestre se ha dado paso, especialmente a partir de mayo, a una situación de fuertes tensiones, que se ha plasmado en repuntes en las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes y en retrocesos en los índices bursátiles. Esta evolución ha venido acompañada, además, de rebajas en las calificaciones crediticias de la deuda pública y privada (y, en especial, de la de las instituciones financieras). Al agravamiento de las tensiones han contribuido diversos factores, entre los que cabe destacar la incertidumbre política en Grecia y, con respecto a España, la preocupación de los inversores sobre la evolución de las finanzas públicas y la situación del sistema financiero. En este contexto, el pasado 9 de junio el Gobierno español anunció su intención de solicitar asistencia financiera a las instituciones europeas con el fin de recapitalizar las entidades bancarias más débiles, y el día 21 del mismo mes se publicaron los informes de dos consultoras independientes, encargados por las autoridades españolas, en los que se estimaron unas necesidades de capital del sistema bancario español en un escenario macroeconómico adverso de entre 51 mm y 62 mm de euros. La solicitud de asistencia, que se formalizó el día 25, cuenta con el respaldo del Eurogrupo, que ha acordado la concesión de fondos por un importe de hasta 100 mm de euros. Una vez se haya establecido un mecanismo único de supervisión bancaria, para lo que se dieron pasos importantes en la reunión del Consejo Europeo del pasado 29 de junio (véase recuadro 2), los fondos se podrán otorgar directamente a las entidades bancarias que los necesiten, sin necesidad de que se canalicen a través del Estado español. Entre tanto, serán canalizados a través del FROB. Ya en este mes, por otra parte, el Gobierno español ha adoptado un conjunto amplio de medidas encaminadas a garantizar el cumplimiento de sus compromisos en materia fiscal, y el BCE ha rebajado 25 pb, hasta el 0,75 %, el tipo oficial de intervención. A pesar de estos desarrollos y del resultado de las elecciones griegas (en las que los partidos favorables a respetar los acuerdos del programa de asistencia financiera a ese país obtuvieron mayoría), las tensiones continúan marcando el comportamiento de los mercados financieros en la fecha de cierre de este artículo.

En los mercados secundarios de renta fija la rentabilidad de la deuda pública española y su diferencial con respecto a la alemana aumentaron. Así, los tipos de interés de los bonos a diez años ascendieron respecto al cierre de marzo 113 pb, hasta situarse en el 6,55 %, habiendo alcanzado puntualmente valores cercanos al 7,2 %, el registro más alto desde el inicio de la UEM. El diferencial frente a la deuda alemana al mismo plazo también se elevó, llegando a rebasar los 570 pb a mediados de junio, y descendiendo posteriormente, quedando situado en 495 pb a finales de dicho mes (véase gráfico 23). También aumentaron las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por el sector privado, tanto de las empresas financieras como de las no financieras. En las bolsas, el IBEX 35 descendió un 16,4 % durante el mismo período, frente al retroceso del 11,3 % del EUROSTOXX 50 y del 3,6 % del S&P 500. En el mercado interbancario, los tipos de interés continuaron reduciéndose en todos los plazos. En el caso del euríbor a un año, la disminución fue de 20 pb, al tiempo que el diferencial con el *eurepo* (coste de las operaciones con colateral) al mismo plazo, se situó en 110 pb, frente a los 125 pb de finales del trimestre anterior, lo que evidencia que las tensiones no han afectado en este trimestre a dichos mercados.

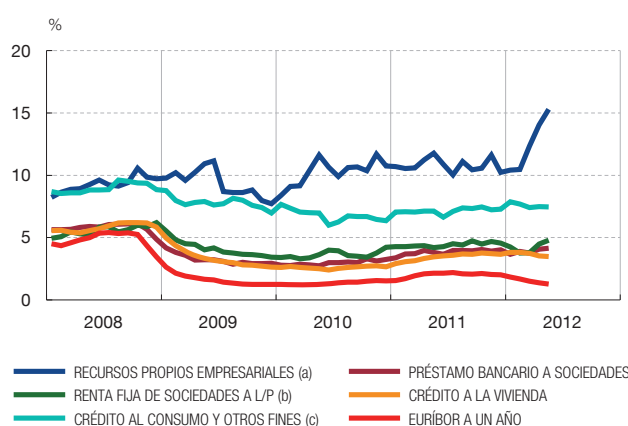
ÍNDICES BURSÁTILES



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, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
- d Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

En la parte transcurrida de julio se han mantenido las tensiones financieras, lo que se ha traducido en una volatilidad elevada de la rentabilidad de la deuda pública a diez años y su diferencial con el bono alemán al mismo plazo, que se situaban en la fecha de cierre de este Informe⁵ en niveles por encima de los registrados a finales de junio (en torno al 7 % y los 575 pb, respectivamente). En los mercados bursátiles, por su parte, mientras que el IBEX 35 ha registrado un retroceso del 7,2 %, el EUROSTOXX 50 y el S&P 500 han experimentado ligeros avances, del 0,9 % y del 0,8 %, respectivamente.

En el mercado inmobiliario, según los datos más recientes publicados por el Ministerio de Fomento, el descenso del precio de la vivienda libre se prolongó durante el segundo trimestre de 2012. Así, la tasa de disminución interanual se situó en junio en el 8,3 %, frente al 7,2 % de marzo (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, sin embargo, el retroceso registrado al cierre del mes de junio (2,6 %) fue ligeramente inferior al del trimestre anterior (3,1 %).

⁵ 18 de julio.

La última información disponible sobre la evolución de los costes de financiación del sector privado, correspondiente al mes de mayo, muestra que la disminución reciente de las rentabilidades interbancarias ha seguido sin trasladarse a los tipos de interés de los préstamos a los hogares y las sociedades. Estos aumentaron con respecto a marzo, excepto en el caso del asociado de los fondos para adquisición de vivienda, lo que se refleja en un incremento de los diferenciales con respecto a las rentabilidades de mercado que tradicionalmente han servido de referencia. La evidencia disponible apunta a que las tensiones financieras habrían favorecido la elevación de dichos diferenciales en los últimos trimestres, al resultar en un encarecimiento de la obtención de fondos de las entidades (véase recuadro 5). La continuada incertidumbre y sus efectos negativos sobre la calidad crediticia de los potenciales prestatarios también pueden ayudar a explicar este comportamiento de los diferenciales de los tipos bancarios.

En este contexto, el sector privado ha continuado reduciendo su deuda. La información más reciente disponible, correspondiente al mes de mayo, muestra un descenso de los pasivos de las familias (2,8%) similar al de finales del primer trimestre, resultado del mayor retroceso del crédito para adquisición de vivienda y de la moderación de la caída del destinado a consumo y otros fines. En el caso de las sociedades, el ritmo de caída se intensificó ligeramente con respecto a marzo, alcanzando el 1,7%. Por instrumentos, la disminución de los préstamos bancarios fue del 4,2%, mientras que el ritmo de avance de los valores de renta fija se redujo hasta situarse en el 7,2%. En términos intertrimestrales anualizados también se observan cifras negativas en las tasas de crecimiento de los pasivos exigibles de los hogares y de las empresas no financieras, algo superiores, en valor absoluto, a las de marzo. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre de 2012, 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 la continuación del proceso de desapalancamiento de ambos sectores en el primer trimestre de 2012. El retroceso en las ratios de endeudamiento no se reflejó en un descenso paralelo de la carga financiera asociada, que apenas varió debido al ascenso del coste medio de la deuda de ambos sectores. En el caso de las familias, se registró, además, una caída del patrimonio neto, que resultó, fundamentalmente, del descenso de la riqueza inmobiliaria (la financiera apenas varió). Por su parte, para la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa un deterioro de sus rentas en los primeros tres meses de 2012, derivado, sobre todo, de la caída de su actividad y de sus ingresos financieros. Así, el resultado ordinario neto de estas sociedades disminuyó un 41% en este período en relación con los mismos meses del año anterior.

El volumen de créditos dudosos ha continuado creciendo desde marzo, 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 mayo en el 8,95%, 0,59 pp por encima del primer trimestre.

En el caso de las AAPP, la tasa de crecimiento interanual de la deuda se incrementó 1,1 pp entre marzo y mayo, hasta alcanzar el 14,3%. Por instrumentos, se mantuvo un elevado dinamismo de la financiación obtenida mediante valores a largo plazo y préstamos. En contraposición, se intensificó la caída de la canalizada a través de títulos con vencimiento a corto plazo. El desglose por tenedores muestra que en mayo las entidades de crédito redujeron sus tenencias de títulos emitidos por el Estado por segundo mes consecutivo. Por el contrario, el resto de instituciones financieras y los no residentes realizaron una adquisición neta positiva de estos activos, aunque por un importe moderado. La expansión de los pasivos de las

Desde 2010, el coste de financiación de las entidades de crédito se ha elevado de forma notable, en parte a raíz de la crisis de deuda soberana del área del euro. En línea con dicho ascenso, estas instituciones financieras han incrementado los tipos de interés que aplican en las operaciones crediticias con empresas y familias.

Como puede observarse en los cuatro primeros paneles del gráfico adjunto, los tipos de interés variables aplicados en las nuevas operaciones crediticias con hogares y sociedades no financieras¹ han presentado una senda ascendente desde mediados de 2010. Esta ha sido más acusada en aquellas modalidades que llevan aparejado un nivel de riesgo más elevado (consumo y otros fines y, en el caso de las empresas, préstamos de importe inferior al millón de euros, más próximos seguramente a pymes que a grandes empresas). Estos segmentos han sido también los que, en comparación con la UEM, muestran un incremento acumulado en el coste de la financiación bancaria más marcado. Así, la elevación del tipo de interés de los préstamos para consumo y otros fines y de los concedidos a empresas por importe de hasta un millón de euros ha sido de en torno a 1 punto porcentual (pp) y 80 puntos básicos (pb), respectivamente, mayor en nuestro país. En los otros dos casos, el incremento también ha sido superior en España, pero en menor cuantía (33 pb en el caso de los fondos destinados a la compra de vivienda y 66 pb en el de los concedidos a las sociedades por un importe mayor de un millón de euros). Asimismo, en estos paneles del gráfico se observa que los diferenciales con respecto a las rentabilidades de mercado de referencia en cada uno de los segmentos analizados ha aumentado desde comienzos de 2009, en un contexto de deterioro económico, que incrementa el riesgo asociado a la concesión de préstamos, y de tensiones en los mercados financieros.

Para tratar de aproximar cuál es el impacto que han tenido las tensiones derivadas de la crisis de la deuda soberana sobre los tipos de interés bancarios en España se han estimado ecuaciones en las que estos se explican en función de sus determinantes habituales. En la especificación se incluye, por tanto, el euríbor (a tres o doce meses), que constituye la referencia habitual en las operaciones crediticias, y sobre el cual las entidades aplican un diferencial que, en condiciones normales, varía dependiendo de la finalidad y del importe del crédito (y, por tanto, del riesgo asociado a su concesión). Es probable, sin embargo, que en un marco de crecientes tensiones, que tienen efectos directos sobre los costes de financiación de las entidades, ese diferencial pueda responder

1 Los préstamos a tipo de interés variable constituyen el grueso de la financiación otorgada a empresas y familias (en promedio, desde comienzos de 2010, un 73 % de la financiación concedida a los hogares y un 92 % de la otorgada a las sociedades).

a otros factores vinculados al origen de esas tensiones. Para capturar ese impacto en las ecuaciones se ha añadido como variable explicativa la diferencia entre la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y la alemana al mismo plazo. De acuerdo con los resultados obtenidos, esta variable tiene un impacto positivo y significativo sobre los tipos de interés aplicados por las entidades en las nuevas operaciones crediticias. En concreto, en el caso de los tipos de interés asociados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a las sociedades no financieras, se estima que un aumento de 1 pp en dicho diferencial resulta en el largo plazo en un ascenso de 23 pb en el primero y de 33 pb en el segundo. Parte de este impacto podría, no obstante, estar asociado al deterioro en la situación económica en este período, que ha contribuido, a su vez, al incremento en la prima de riesgo de la deuda pública española en el período de tensiones en los mercados financieros del área del euro².

En los paneles 5 y 6 del gráfico se muestra la contribución, de acuerdo con las ecuaciones estimadas, de las distintas variables explicativas a la evolución de los tipos de interés aplicados en los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a las sociedades no financieras. Como puede observarse, el grueso de las variaciones en los tipos bancarios se explica por los movimientos en la rentabilidad de mercado de referencia correspondiente (el euríbor a un año en el caso de los préstamos para compra de inmuebles y el euríbor a tres meses en el de los créditos a empresas). Asimismo, se observa que desde mediados de 2010 el diferencial entre la deuda pública a diez años y la alemana al mismo plazo ha desempeñado un papel creciente a la hora de explicar la evolución del coste de la financiación bancaria en ambos casos, y algo mayor en segundo.

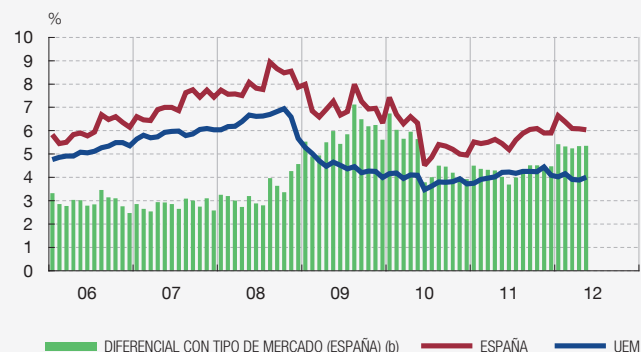
En resumen, la evidencia disponible apunta a que las tensiones financieras habrían llevado a las entidades a aumentar los tipos de interés que aplican en la concesión de préstamos bancarios, en un contexto en el que estas se han enfrentado a un encarecimiento en la obtención de fondos. Dichas tensiones habrían desempeñado un papel creciente desde mediados de 2010 a la hora de explicar la evolución del coste de la financiación bancaria, aunque cuantificar la magnitud de este impacto, aislándolo del derivado del deterioro económico registrado en los últimos años, resulta complejo.

2 Cuando en la especificación utilizada para explicar la evolución de los tipos de interés se añaden a la vez el diferencial entre la rentabilidad de la deuda pública española y alemana y otra variable relacionada con el ciclo económico como la tasa de paro, ambas variables no resultan significativas simultáneamente, por lo que esta última se ha excluido de la ecuación estimada. Es probable que parte del impacto que se estima asociado a las tensiones financieras esté recogiendo el derivado del deterioro en la situación económica.

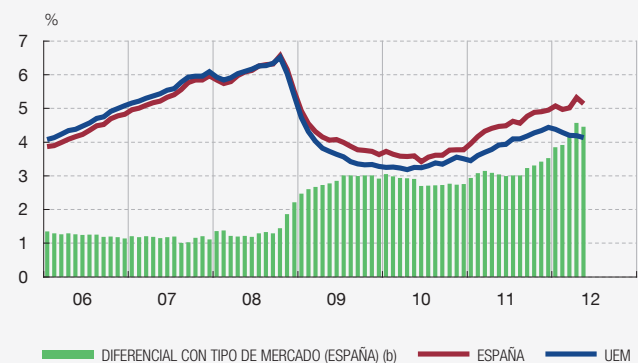
1 CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA (a)



2 CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES (a)



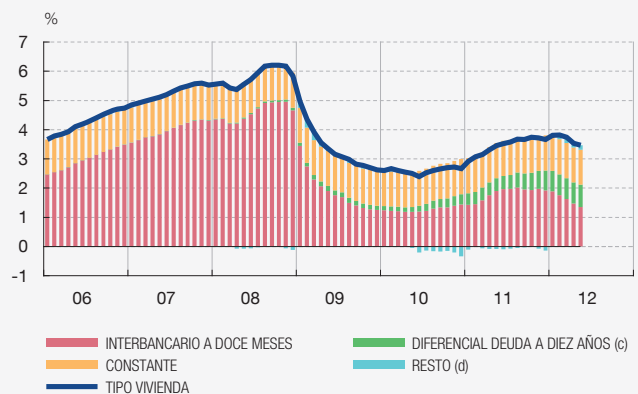
3 CRÉDITO A SOCIEDADES POR UNA CUANTÍA INFERIOR AL MILLÓN DE EUROS (a)



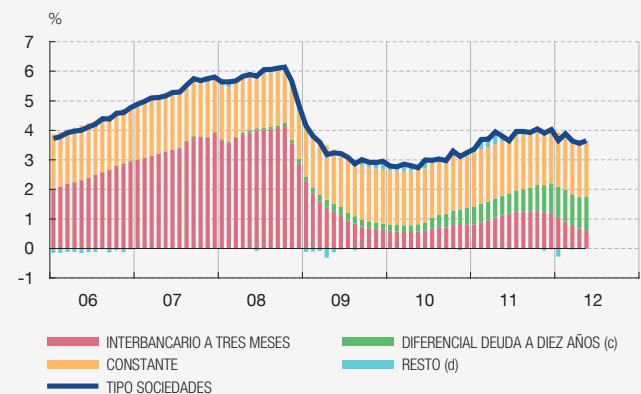
4 CRÉDITO A SOCIEDADES POR UNA CUANTÍA SUPERIOR AL MILLÓN DE EUROS (a)



5 CRÉDITO A HOGARES VIVIENDA. CONTRIBUCIONES DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS



6 CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS



FUENTE: Banco de España.

- a Créditos con tipo variable y hasta un año de fijación del tipo inicial.
- b Calculado como la diferencia entre el correspondiente tipo bancario y el euríbor a un año para el crédito a hogares para adquisición de vivienda, y el euríbor a tres meses en el resto.
- c Diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de España y Alemania.
- d Recoge *dummies* estacionales y variables de intervención que recogen algunas rupturas en las series analizadas.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010	2011				2012
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Economía nacional	-9,6	-9,2	-4,7	-4,0	-4,1	-3,6	-3,5	-3,4	-3,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-13,4	-6,5	5,1	4,4	4,3	4,8	4,6	3,9	3,9
Sociedades no financieras	-11,5	-6,7	-0,8	1,3	1,6	2,3	1,6	1,1	1,1
Hogares e ISFLSH	-1,9	0,2	5,9	3,1	2,7	2,4	3,0	2,8	2,8
Instituciones financieras	1,9	1,8	1,3	1,0	0,9	0,8	0,7	1,3	1,5
Administraciones Públicas	1,9	-4,5	-11,2	-9,3	-9,2	-9,2	-8,8	-8,5	-8,6
PRO MEMORIA									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-17,9	-11,4	-2,1	-2,9	-2,2	-0,7	0,0	0,8	1,4

FUENTE: Banco de España.

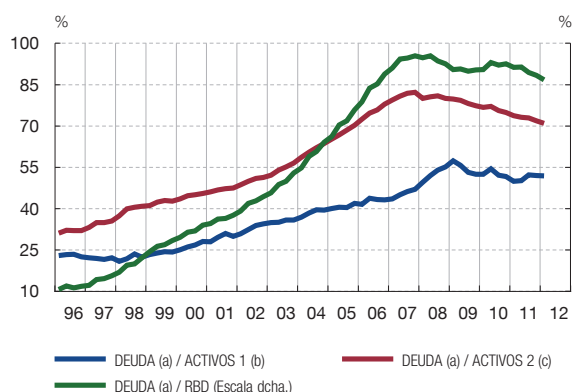
a Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento y en la carga financiera, que en marzo de 2012 alcanzaron el 72,1 % y el 2,7 % del PIB, respectivamente.

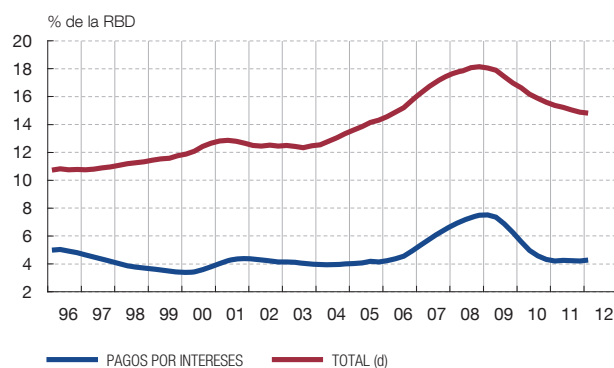
Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el primer trimestre de 2012 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,2 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,2 pp menos que en diciembre (véase cuadro 9). Esta evolución resultó del leve incremento del saldo acreedor de las instituciones financieras, mientras que para el resto de sectores el saldo neto de sus operaciones financieras se mantuvo en niveles muy similares al trimestre previo. El detalle por instrumentos muestra que en los tres primeros meses del año el grueso de las entradas de capital del exterior se canalizó a través del incremento del saldo deudor intrasistema del Banco de España, mientras que, en contraposición, se redujo sustancialmente el saldo deudor neto de las entidades de crédito en el mercado interbancario. Estos desarrollos reflejan, en parte, el resultado de la segunda subasta extraordinaria de liquidez a tres años del BCE, realizada a finales de febrero, en la que las entidades residentes captaron un volumen elevado de recursos con el fin de aumentar sus activos líquidos. Estos recursos se utilizaron, parcialmente, para reemplazar otras fuentes de financiación como, en particular, la interbancaria (incluyendo la canalizada a través de cámaras de contrapartida central). Asimismo, durante este período volvió a observarse una desinversión de los no residentes en títulos de renta fija emitidos por las instituciones financieras y las AAPP, que también se compensó mediante el aumento del saldo deudor intrasistema del Banco de España.

En resumen, la economía española se enfrenta a un problema de confianza, que se refleja en importantes dificultades de financiación en los mercados financieros internacionales. Este endurecimiento se está trasladando a las condiciones crediticias aplicadas en la concesión de préstamos a hogares y sociedades. En este contexto, recuperar la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía resulta crucial para que el necesario desapalancamiento agregado de los distintos sectores institucionales sea compatible con la disponibilidad de fondos para proyectos solventes y no suponga un obstáculo para la recuperación económica.

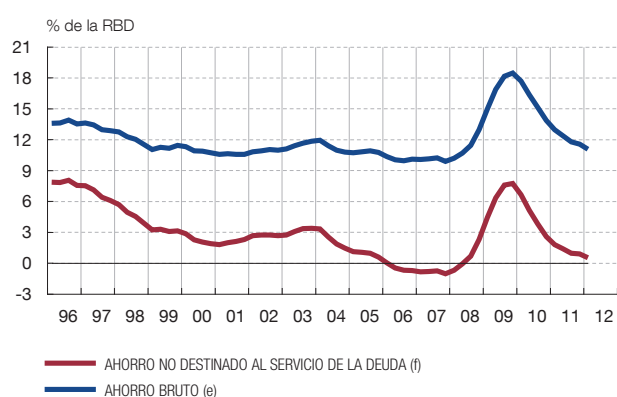
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



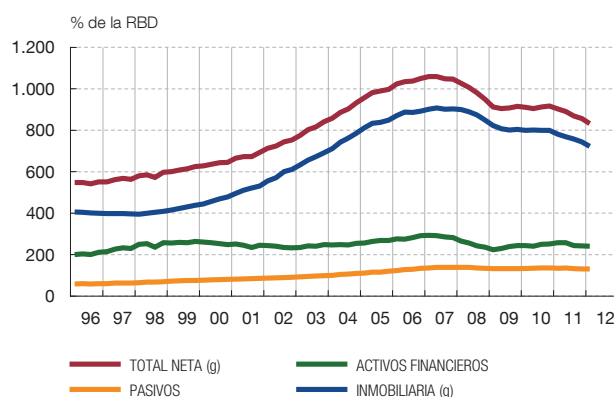
CARGA FINANCIERA



AHORRO



RIQUEZA



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

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

5.2 El sector hogares

Entre marzo y mayo, el tipo de interés del crédito a los hogares para adquisición de vivienda disminuyó 27 pb, hasta alcanzar el 3,5 %, mientras que el coste de la financiación para consumo y otros fines aumentó 5 pb, de forma que se situó en el 7,5 %.

La deuda de las familias siguió descendiendo. Así, su ritmo de contracción interanual fue del 2,8 % en mayo, registro similar al de finales del primer trimestre. Al analizar su evolución de acuerdo con la finalidad de los préstamos, se observa que, mientras que el ritmo de descenso de los créditos para la compra de inmuebles se intensificó, alcanzando el 2,4 %, 0,4 pp superior al del primer trimestre, el retroceso del crédito para consumo y otros fines se moderó algo en términos interanuales, pasando del 5,3 % al 4,2 % en este mismo período.

La reducción de los pasivos de las familias permitió que, a pesar del estancamiento de los ingresos, la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de sector se redujese en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 24). Como resultado, los desembolsos derivados de la devolución del principal de las deudas cayeron. Sin embargo, los pagos por intereses se elevaron ligeramente, de forma que la carga financiera apenas varió. Por su parte,

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

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011		2012
				III TR	IV TR	I TR
Hogares e ISFLSH						
Operaciones financieras (activos)	2,4	4,6	3,0	1,9	1,9	1,5
Medios de pago	-0,4	4,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,3	-0,8	2,8	2,0	1,4	0,6
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	1,1	0,8	0,3	0,2	0,3
Fondos de inversión	-3,5	-0,1	-1,7	-0,7	-0,4	-0,2
Reservas técnicas de seguros	0,5	0,8	0,5	0,3	0,4	0,4
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,3	0,6	0,1	0,3	0,5	0,4
De jubilación	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,0
Resto	-0,6	-0,6	1,0	0,1	0,3	0,8
Operaciones financieras (pasivos)	2,1	-1,3	-0,1	-1,2	-0,9	-1,2
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	3,4	-0,5	0,0	-1,4	-2,0	-2,3
Créditos para adquisición de vivienda (c)	2,7	0,1	0,5	-0,5	-1,1	-1,2
Créditos para consumo y otros fines (c)	0,8	-0,4	-0,3	-0,8	-0,9	-1,0
Resto	-1,3	-0,8	-0,1	0,2	1,1	1,0
Sociedades no financieras						
Operaciones financieras (activos)	-1,2	-9,8	6,8	2,0	-0,5	-0,8
Medios de pago	-1,1	-0,4	0,1	-0,7	-0,7	-1,2
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,2	-0,8	2,0	1,6	0,9	1,4
Acciones y otras participaciones	3,7	0,5	3,7	0,9	0,0	-0,3
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	3,5	0,2	3,0	0,6	-0,2	-0,7
Crédito comercial e interempresas	-6,6	-9,4	0,8	-0,4	-1,6	-1,8
Resto	0,6	0,3	0,2	0,5	0,9	1,1
Operaciones financieras (pasivos)	5,5	-9,0	5,5	0,4	-1,6	-1,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,5	-3,0	-1,0	-3,1	-3,5	-3,3
Préstamos exteriores	3,0	-0,1	1,0	0,9	0,5	0,7
Valores de renta fija (d)	0,3	1,3	0,5	0,5	0,5	0,7
Acciones y otras participaciones	2,4	2,5	3,3	3,5	3,0	2,3
Crédito comercial e interempresas	-6,4	-9,3	1,2	-0,7	-1,7	-1,9
Resto	0,7	-0,4	0,4	-0,7	-0,4	-0,4
PRO MEMORIA: Tasas de crecimiento interanual (%)						
Financiación (e)	6,6	-0,9	0,4	-1,5	-2,1	-2,0
Hogares e ISFLSH	4,4	-0,3	0,2	-1,5	-2,4	-2,7
Sociedades no financieras	8,2	-1,4	0,6	-1,5	-1,9	-1,4

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.

la tasa de ahorro bruto y, como resultado, la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los pasivos, volvieron a disminuir, prolongándose, de este modo, la tendencia que se viene observando desde principios de 2010. Asimismo, otro factor que contribuyó a debilitar la posición financiera de los hogares en este período fue la contracción de su riqueza neta, que se redujo como resultado, fundamentalmente, de la pérdida de valor de sus activos inmobiliarios (el correspondiente a los instrumentos financieros apenas varió). La información provisional disponible apunta a que entre marzo y junio las ratios de endeudamiento y de carga financiera del sector apenas habrían variado, mientras que el valor de su patrimonio habría descendido nuevamente.

De acuerdo con las cuentas financieras, la inversión de los hogares en activos financieros descendió 0,4 pp en el primer trimestre de 2012, hasta alcanzar en términos acumulados de doce meses el 1,5 % del PIB (véase cuadro 10). La materializada en medios de pago (efectivo y depósitos a la vista) volvió a ser negativa, por un importe equivalente al 0,4 % del PIB, 0,3 pp superior, en valor absoluto, al registrado a finales de 2011. En contraposición, en términos acumulados de doce meses, la inversión en imposiciones a plazo y valores de renta fija continuó siendo positiva (0,6 % PIB), aunque menor que en los trimestres anteriores, y también, aunque por un importe modesto, la materializada en acciones y otras participaciones.

Por último, la ratio de créditos dudosos del sector volvió a aumentar en el primer trimestre de 2012, hasta alcanzar el 3,8 %. Por finalidades, el ascenso fue más acusado en los créditos destinados al consumo y otros fines (0,5 pp, hasta un 7,4 %) que en los destinados a la adquisición de vivienda (0,2 pp, hasta el 3,1 %).

5.3 El sector de sociedades no financieras

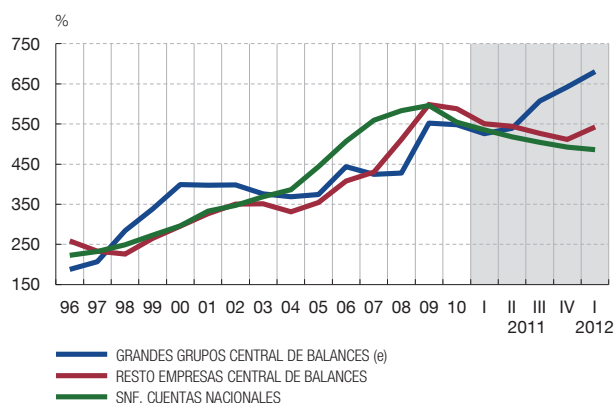
Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron, entre marzo y mayo, una evolución diferenciada en función del importe de las operaciones. Así, el coste de los préstamos de cuantía superior a un millón de euros aumentó 64 pb, hasta el 3,6 %. En cambio, el asociado a operaciones de cuantía inferior a este importe, que en los meses previos había registrado ascensos más pronunciados, solo se incrementó 8 pb, situándose en el 5,6 %. Por lo que respecta al coste de otras fuentes de financiación empresarial, el de las emisiones de renta fija a largo plazo se elevó casi 1 pp durante el mismo período, mientras que el de los títulos con vencimiento hasta un año se redujo ligeramente (6 pb). También se encareció la captación de recursos propios (casi 3 pp), en consonancia con el retroceso de las cotizaciones bursátiles registrado en estos meses.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación de las sociedades, correspondientes a mayo, muestran unos ritmos de contracción interanual algo superiores a los de dos meses antes (del 1,7 %, frente al 1,4 % de marzo). Por instrumentos, el descenso de los préstamos bancarios concedidos por las entidades de crédito residentes fue del 4,2 %, registro similar al del primer trimestre, mientras que en los valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión) el ritmo de avance se moderó 4 pp, hasta el 7,2 %. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre de 2012, muestra que durante este período continuó reduciéndose el saldo vivo de la financiación bancaria en la práctica totalidad de las ramas productivas. Una vez más, fue en la construcción donde se recogió el mayor retroceso interanual (12,2 %), aunque se moderó algo respecto al de trimestres anteriores. También se frenó el ritmo de caída en la industria (4,1 %) y en la rama de servicios inmobiliarios (5,3 %), mientras que en los servicios no financieros ni inmobiliarios fue algo más acusado (3,2 %).

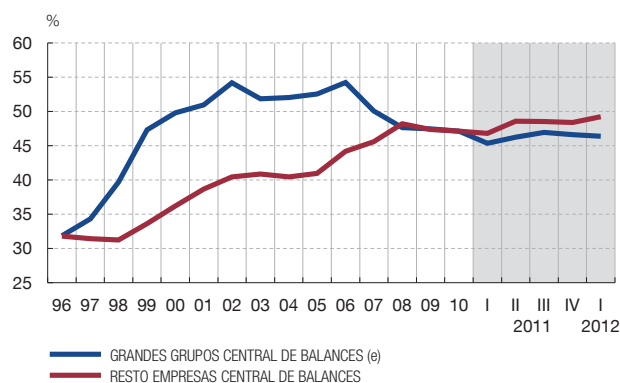
Según los datos más recientes de las cuentas financieras, correspondientes al primer trimestre de 2012, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial se mantuvo en el 1 % del PIB, en términos acumulados de doce meses. Esta evolución, unida a la reducción de sus adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en un aumento del indicador «brecha de financiación», que aproxima, cambiados de signo, 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 (1,4 % del PIB, positivo, frente a un 0,8 % tres meses antes).

El estancamiento intertrimestral de los pasivos de las sociedades, unido al ascenso moderado de sus rentas que recoge la Contabilidad Nacional para el primer trimestre de 2011, permitió que la ratio de endeudamiento del sector continuara disminuyendo lentamente (véase gráfico 25). El ligero ascenso en los costes medios de financiación impidió que, a

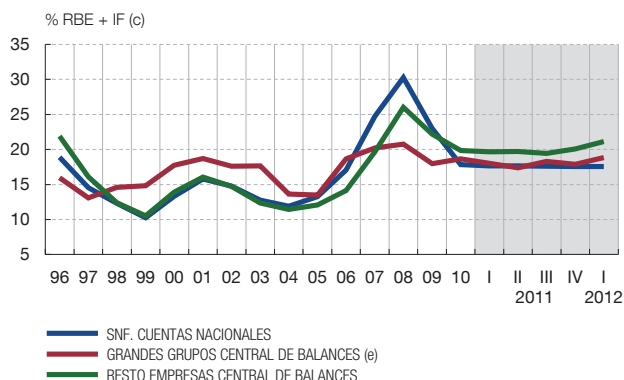
DEUDA (b) / REB + IF (c)



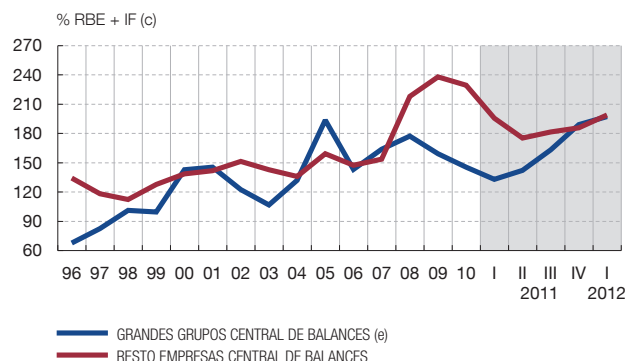
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



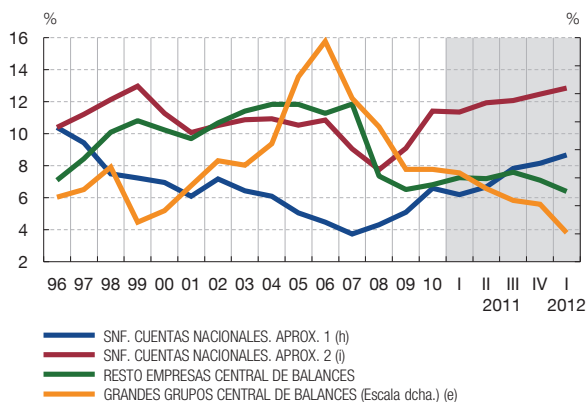
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



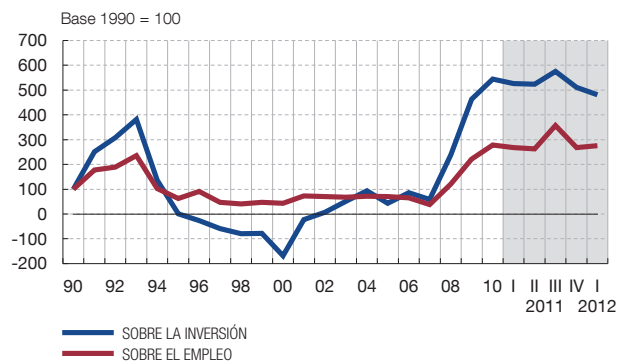
CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



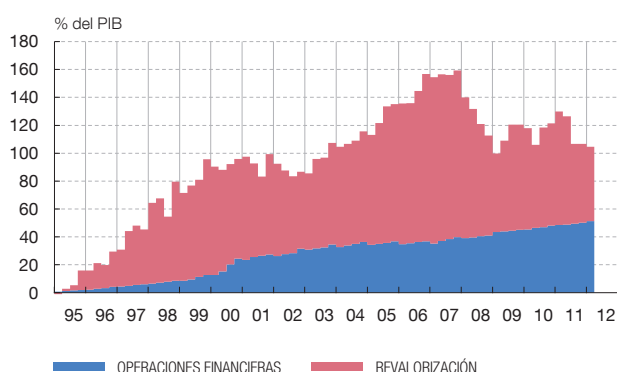
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



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 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 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.

pesar de esta evolución, la carga financiera asociada descendiese. La información provisional disponible apunta a que entre marzo y junio se habrían prolongado estas tendencias. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, las rentas registraron un retroceso significativo en los tres primeros meses de 2012. Así, el resultado económico bruto y el resultado ordinario neto se contrajeron un 6,5 % y un 40,9 %, respectivamente, con respecto al mismo período de 2011, en un contexto de deterioro de la actividad productiva y de evolución adversa de sus ingresos financieros. El descenso de los beneficios se reflejó en un deterioro de los niveles de rentabilidad ordinaria de las empresas, tanto respecto al activo neto como en relación con los recursos propios, situándose ambas ratios en el 3,6 %, 0,6 pp y 1,3 pp menos, respectivamente, que en marzo de 2011. Este curso de los excedentes empresariales se tradujo en un repunte de las ratios de deuda y de carga financiera sobre resultados. Como resultado de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo se mantuvieron en niveles históricamente elevados, aunque descendieron algo con respecto a finales de 2011. 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 apenas variaron (véase gráfico 26).

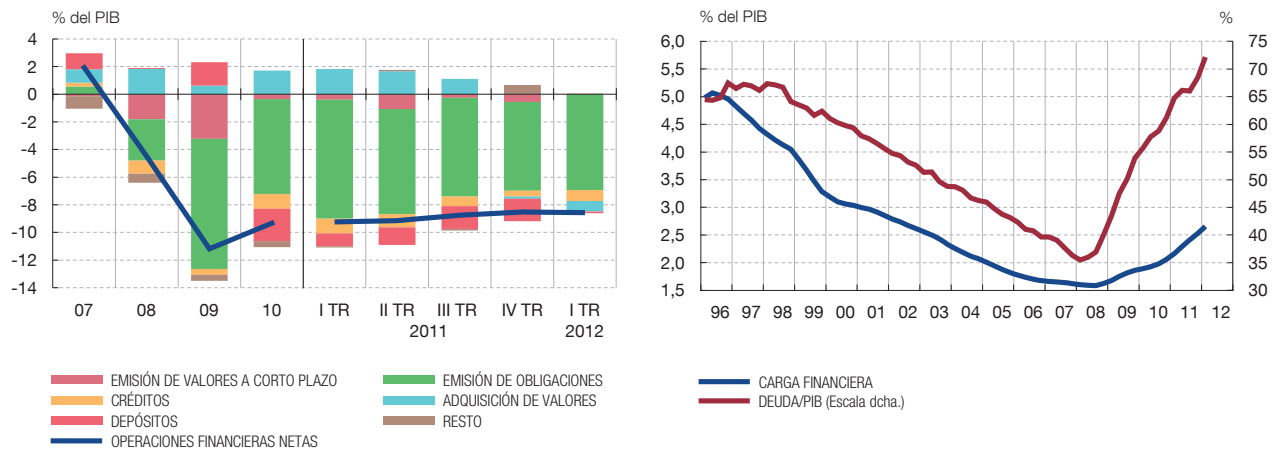
Por último, la proporción de préstamos dudosos de las sociedades no financieras continuó creciendo en el primer trimestre de 2011, y con mayor intensidad en la construcción y los servicios inmobiliarios (su ratio se incrementó 1,5 pp, hasta el 22,1 %) que en el resto de sectores, para los que el ascenso fue más moderado (0,4 pp, hasta el 5,6 %).

5.4 Las Administraciones Públicas

En el primer trimestre de 2012, según las cuentas financieras, las necesidades de financiación de las AAPP aumentaron ligeramente (0,1 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses), por lo que continúan en registros elevados (8,6 % del PIB) (véase cuadro 9).

Como en trimestres anteriores, 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 6,9 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,5 pp más que en diciembre (véase gráfico 27). Por otra parte, la captación de recursos mediante valores de corto plazo se redujo 0,6 pp, hasta ser prácticamente nula, mientras que los canalizados mediante créditos aumentaron en 0,4 pp, hasta representar el 0,8 % del PIB. Por el lado del activo, descendieron,

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.

por tercer trimestre consecutivo, las tenencias netas de valores, en línea con la progresiva amortización de los activos financieros de la cartera FAAF, cuya liquidación fue aprobada en marzo. Así, la desinversión en estos instrumentos aumentó 0,6 pp, en términos acumulados de cuatro trimestres, hasta el 0,8 % del PIB. Asimismo, se redujo ligeramente el saldo de sus depósitos, pero por un importe muy modesto, equivalente al 0,1 % del PIB, muy por debajo de los porcentajes registrados en trimestres anteriores.

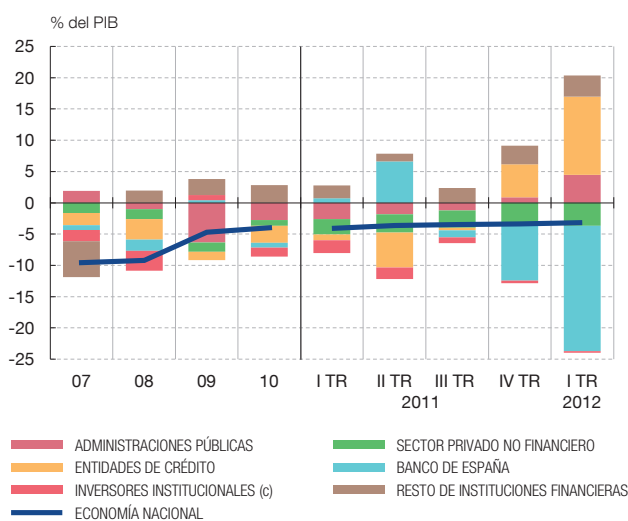
En conjunto, la tasa de crecimiento de la deuda de las AAPP aumentó 1,1 pp entre marzo y mayo, hasta alcanzar el 14,3 %, en términos interanuales. Por instrumentos, se mantuvo un elevado dinamismo de la financiación obtenida mediante valores a largo plazo (creció a una tasa interanual del 15 %, registro casi idéntico al del primer trimestre). Asimismo, aumentó la captación de recursos a través de préstamos, el grueso de los cuales se ha utilizado para cubrir desembolsos asociados al programa de pago a proveedores con facturas pendientes de cobro con el sector público. En contraposición, se intensificó la caída de la canalizada a través de títulos con vencimiento a corto plazo, que alcanzó el 15,2 %. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos de la ratio de endeudamiento y de la carga financiera del sector, que en marzo se situaban en el 72,1 % y el 2,7 % del PIB, respectivamente.

5.5 La posición financiera frente al exterior

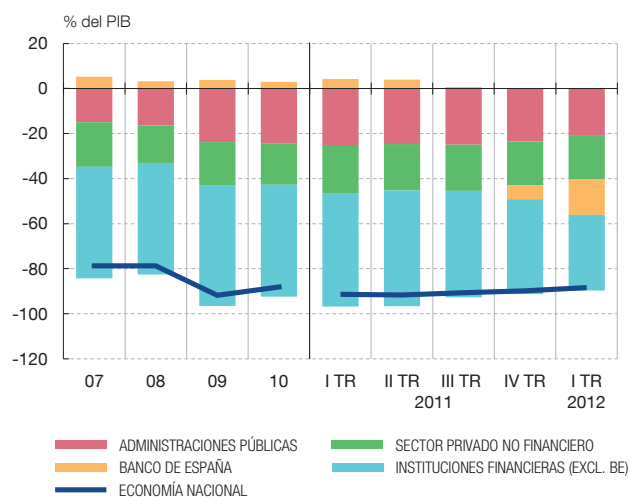
De acuerdo con las cuentas financieras, en el primer trimestre de 2012 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,2 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,2 pp menos que en diciembre (véase cuadro 9). Esta evolución resultó del leve incremento del saldo acreedor de las instituciones financieras, del mantenimiento de la capacidad de financiación de los hogares y las sociedades no financieras y de la posición deudora de las AAPP.

En el primer trimestre de 2012 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 volumen de las operaciones financieras netas del Banco de España frente al exterior fue nuevamente deudor, y por un importe muy elevado, de 104 mm, elevándose, en términos

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.

acumulados de doce meses, hasta el 20,1 % del PIB (véase gráfico 28). Como se ha mencionado, este desarrollo está en parte influido por el resultado de la segunda subasta extraordinaria de liquidez del BCE a tres años, que tuvo lugar en marzo, y en la que las entidades residentes obtuvieron un volumen cuantioso de fondos. La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a abril, refleja, no obstante, una prolongación de estas tendencias.

El detalle por instrumentos muestra, en línea con lo anterior, que en el primer trimestre de 2012 la mayor parte de la financiación externa se canalizó mediante la posición intrasistema del Banco de España. Los fondos obtenidos por esta vía ascendieron a 100 mm, lo que, en términos acumulados de doce meses, elevó el porcentaje que estas operaciones representan sobre el PIB hasta el 21 %, el doble que en diciembre (véase cuadro 11). Por el contrario, el flujo de financiación obtenido en los mercados interbancarios (tanto a través de operaciones bilaterales como, en menor medida, a través de cámaras de contrapartida central) volvió a ser negativo, por un importe equivalente al 25 % del PIB del trimestre. Asimismo, se observó nuevamente una desinversión de los no residentes en títulos de renta fija emitidos por las instituciones financieras y las AAPP. En contraposición, la captación de recursos a través de acciones y otras participaciones siguió siendo positiva, por importe equivalente al 5,3 % del PIB (el grueso del cual correspondió a instrumentos emitidos por las sociedades no financieras), aunque en términos acumulados de doce meses se redujo. Por su parte, la inversión directa del exterior en España continuó mostrando una tendencia de ligero pero progresivo descenso, hasta situarse en el 1,8 % del PIB en términos anuales, 0,2 pp menos que a finales de 2011.

La inversión de los residentes en el exterior aumentó en los tres primeros meses de 2012, hasta alcanzar el 6,8 % del PIB, y también creció en términos acumulados de doce meses hasta el 2,4 % del PIB (0,4 pp más que al cierre del año anterior). El grueso de este importe se canalizó a través de operaciones interbancarias. Por su parte, la adquisición

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 11

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011		2012
				III TR	IV TR	I TR
Operaciones financieras netas	-9,2	-4,7	-4,0	-3,5	-3,4	-3,2
Operaciones financieras (activos)	1,8	-1,1	-2,4	2,7	2,0	2,4
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,3	-3,3	-1,4	1,5	0,3	0,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-0,5	-1,7	-1,3	0,9	0,0	0,9
Valores distintos de acciones	1,3	0,0	-7,1	-2,5	-1,2	-0,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,5	1,2	-3,1	-0,1	0,1	0,3
<i>Inversores institucionales</i>	-0,5	-1,0	-2,6	-1,5	-1,0	-0,6
Acciones y otras participaciones	1,7	1,6	3,2	1,5	1,0	0,0
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	3,5	0,2	3,0	0,6	-0,2	-0,7
Inversores institucionales	-2,3	0,6	1,0	0,6	0,5	0,3
Préstamos	0,8	0,3	1,0	1,5	1,3	1,6
Operaciones financieras (pasivos)	10,9	3,7	1,6	6,2	5,3	5,6
Depósitos	8,0	-0,5	-0,5	4,9	8,7	14,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,2	0,7	-7,4	-5,4	-3,6	-4,6
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,2	0,1	5,8	8,4	2,7	-1,0
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	1,9	-0,8	0,2	1,7	10,5	21,0
Valores distintos de acciones	-2,7	3,5	-2,0	-2,9	-6,6	-11,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,1	5,2	2,0	1,1	-0,8	-4,6
<i>Entidades de crédito</i>	-1,9	1,0	-1,3	-1,6	-2,8	-3,9
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-1,9	-2,7	-2,6	-2,5	-3,1	-3,4
Acciones y otras participaciones	3,2	1,0	2,3	2,8	2,3	1,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	2,4	0,4	2,3	2,6	2,3	1,8
Préstamos	2,9	0,1	1,3	1,2	0,8	1,4
Otros neto (c)	0,2	-0,7	-1,5	-0,5	-0,4	-0,5
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	4,7	0,9	2,8	2,3	2,5	1,4
Inversión directa del exterior en España	4,8	0,7	2,9	2,2	2,0	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.

neta de valores de renta fija fue negativa, por segundo trimestre consecutivo, como resultado de una desinversión de los inversores institucionales superior a la compra realizada por el resto de sectores. En contraposición, la inversión en acciones y otras participaciones aumentó ligeramente, continuando la tendencia mostrada el trimestre anterior. Sin embargo, la inversión directa de España en el exterior se redujo, pasando a situarse en el 1,4 % del PIB en términos anuales, 1,1 pp menos que en diciembre.

Como consecuencia de los flujos financieros transfronterizos y de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio, la posición de inversión internacional neta

deudora de la economía española frente al resto del mundo equivalía al 91,1 % del PIB en marzo de 2012, 0,5 pp menos que en diciembre. Esta ligera disminución resultó de una reducción de la posición deudora frente a los no residentes del sector financiero (excluido el Banco de España) y de las Administraciones Públicas, casi compensada por el incremento del saldo deudor que el Banco de España presentó frente al resto del mundo, mientras que el endeudamiento exterior neto del sector privado no financiero no mostró variaciones significativas.

18.7.2012.

