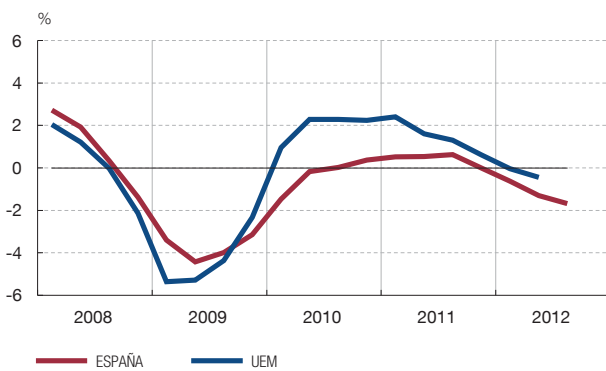


La economía española prolongó en los meses centrales del ejercicio la trayectoria contractiva que había iniciado un año antes, en un entorno caracterizado por el mantenimiento de condiciones financieras adversas, aunque algo más atenuadas que en el trimestre precedente. La información coyuntural disponible, todavía incompleta, apunta a que el PIB retrocedió a una tasa intertrimestral del 0,4 %, similar a la observada en el segundo trimestre. El perfil de la demanda a lo largo del trimestre se ha visto afectado por la anticipación de decisiones de gasto ante la subida del IVA anunciada para el 1 de septiembre. Los datos del tercer trimestre reflejan también el alivio que el plan de pago a proveedores ejerció sobre las cuentas de las sociedades y de los empresarios individuales. La demanda nacional retrocedió algo menos que en el trimestre previo (-1,2 %, frente al -1,4 % anterior), como resultado de caídas más atenuadas en todos los componentes privados del gasto, en particular en el consumo de los hogares, donde se concentró el efecto de anticipación del IVA. El consumo público, por el contrario, habría intensificado su trayectoria contractiva. Por último, la demanda exterior neta volvió a tener una contribución positiva (0,8 pp), algo más baja que la del trimestre anterior pese al buen tono de las exportaciones, que se vio parcialmente contrarrestado por el repunte de las importaciones. En términos interanuales, el PIB descendió un 1,7 %, frente al -1,3 % en el período abril-junio.

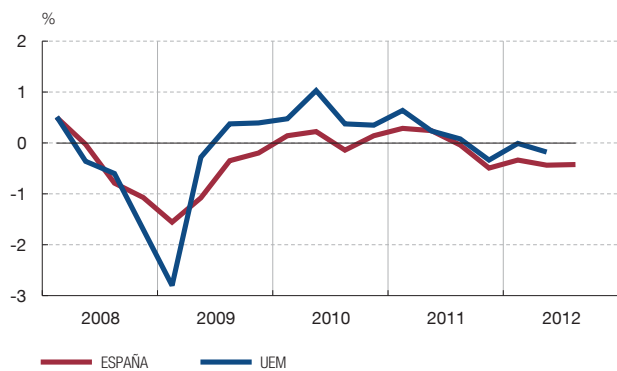
Por el lado de la oferta, se estima que el empleo se contrajo a un ritmo similar al del trimestre previo (en torno a una tasa interanual del -4,5 %). Los costes laborales prolongaron la trayectoria de moderación, lo que, unido a un nuevo repunte de la productividad aparente, habría propiciado una caída de los costes laborales unitarios. A su vez, la inflación repuntó significativamente en el tercer trimestre, como consecuencia del impacto de las subidas en los precios de la energía y del efecto de las alzas impositivas y de precios administrados sobre los precios finales. En septiembre, la tasa interanual de los precios de consumo se aceleró hasta el 3,4 %, mientras que el IPSEBENE lo hizo hasta el 2,1 %. La inflación —medida en términos del IAPC— amplió el diferencial positivo con la UEM, hasta 0,9 pp. Como se explica en el recuadro 4, en el que se evalúa el impacto del incremento del IVA y de otros precios administrados sobre la inflación, cabe esperar que la traslación de las subidas impositivas a los precios de consumo sea solo parcial y que el impacto sobre la tasa de inflación sea transitorio. Las reformas instrumentadas en el mercado de trabajo y en los mercados de productos deberían contribuir a este resultado.

En el panorama económico internacional, el tercer trimestre supuso una desaceleración adicional en el ritmo de recuperación de la economía mundial, ante la pérdida de impulso de los países emergentes, el continuado debilitamiento de la actividad en el área del euro y el persistente tono de bajo crecimiento en el resto de países desarrollados. La inflación repuntó como consecuencia de las alzas registradas en los precios de las materias primas, en particular en los del petróleo y de los alimentos, si bien las expectativas sobre la evolución de los precios se mantienen, por lo general, moderadas. En este contexto, los bancos centrales instrumentaron políticas monetarias expansivas y, en algunos casos, profundizaron en las políticas no convencionales. En los mercados financieros, la situación de elevada tensión que se vivió en el verano como resultado de la intensificación de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, con particular incidencia en España y en Italia, comenzó a remitir a finales de julio, tras el anuncio del BCE de su disposición a intervenir en los mercados secundarios de deuda soberana, acción que se iría concretando en meses subsiguientes.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



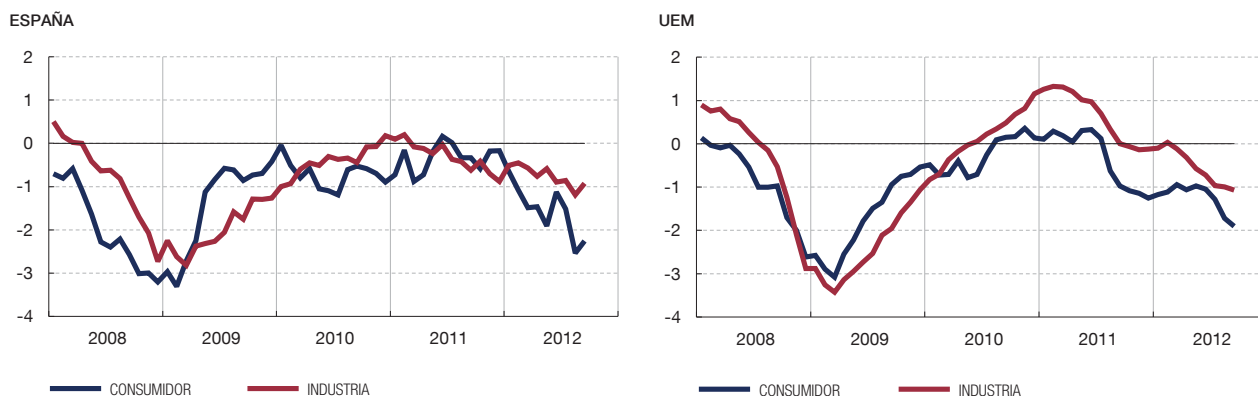
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

En la zona del euro, la información económica más reciente apunta a una nueva contracción de la actividad en el tercer trimestre, lo que, de confirmarse, situaría a la UEM en posición de recesión técnica. Pese a la debilidad de la actividad, la inflación se incrementó como consecuencia de las subidas del precio de la energía y de los impuestos indirectos, repunte que, por la naturaleza temporal de estos efectos, debería ser transitorio y no poner en riesgo la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. De acuerdo con este análisis, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterados en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre los tipos de interés oficiales en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación, y en el 0 % y el 1,5 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente.

Como se acaba de señalar, tras los severos episodios de inestabilidad financiera que afectaron al área del euro, el BCE intensificó su actuación en el ámbito de las medidas no convencionales de política monetaria. A principios de agosto anunció un programa de intervenciones en los mercados secundarios de deuda soberana cuyo objetivo es restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria única, dañado por las tensiones generadas ante los temores injustificados sobre la reversibilidad del euro. En septiembre y octubre el Consejo explicó los principales elementos de este programa —denominado «de Operaciones Monetarias de Compraventa» (OMT, por sus siglas en inglés)—, que consistirá en la compra ilimitada de bonos soberanos con vencimiento entre uno y tres años, para aquellos países que lo soliciten formalmente, y que requerirá una condicionalidad estricta y efectiva, establecida en el marco de algunos de los programas de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (véase recuadro 2).

La actuación del BCE propició un claro alivio en la situación de inestabilidad financiera en la zona del euro, que se dejó sentir tanto en los mercados de deuda soberana, donde se produjeron descensos en los diferenciales de rentabilidad, como en los de renta fija privada, donde se activaron las emisiones. No obstante, esta mejora experimentó un cierto debilitamiento a partir de mediados de septiembre como consecuencia de la percepción de pérdida de ímpetu en el proceso de reforma acordado en la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de la UE de finales de junio. No obstante, la cumbre del 18-19 de octubre



FUENTE: Comisión Europea.

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

ha despejado algunas dudas, al establecerse un compromiso claro de avance hacia la unión bancaria, pieza importante en el proceso de construcción de una unión monetaria más cohesionada e integrada, y acordarse la finalización de la legislación necesaria para su puesta en marcha para antes de que finalice este año.

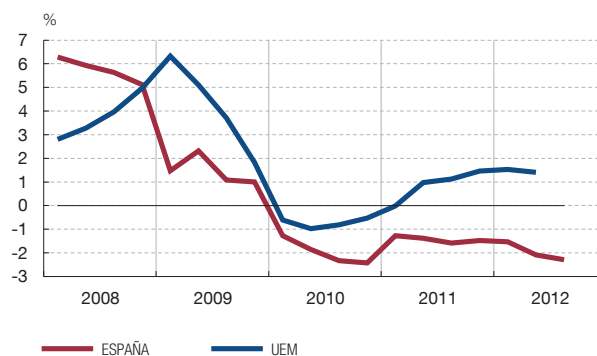
En España, en el transcurso del último trimestre se han dado nuevos pasos para superar los problemas que aquejan a su economía. En el ámbito financiero, se ha seguido avanzando en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema financiero de acuerdo con los parámetros fijados en el Memorando de Entendimiento sobre la condicionalidad de las políticas del sector financiero acordado con nuestros socios europeos. En este sentido, el 31 de agosto se aprobó el Real Decreto Ley 24/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y el 28 de septiembre se publicaron los resultados de las pruebas de resistencia individualizadas que estiman unas necesidades agregadas de capital de 54 mm de euros en el escenario más adverso, que se concentran en un número relativamente limitado de bancos. En el terreno presupuestario, el Gobierno aprobó a principios de agosto el plan presupuestario bianual 2013-2014. Por último, a finales de septiembre, coincidiendo con la aprobación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2013, el Gobierno publicó asimismo un calendario detallado para la implementación de una serie de reformas estructurales (que afectarán a distintos aspectos del mercado de trabajo, la liberalización de los servicios profesionales o el mercado de alquiler de vivienda, entre otros) y de actuaciones en el ámbito presupuestario y de la sostenibilidad de las finanzas públicas (creación de una agencia fiscal independiente y delimitación del factor de sostenibilidad del sistema de pensiones), en línea con las recomendaciones del Semestre Europeo.

Los mercados financieros españoles han participado de la reducción de las tensiones registradas en el área del euro. La menor presión financiera se reflejó en una disminución de las rentabilidades de la deuda pública, tras los niveles máximos alcanzados en algunos momentos de junio y julio, la reapertura de los mercados primarios de emisión privada, después de muchos meses de práctico bloqueo, y la revalorización de los mercados bursátiles. En la fecha de cierre de este informe, la rentabilidad de la deuda pública a diez años se situó en niveles del 5,4 %, y el diferencial con la deuda alemana, en 380 puntos básicos (pb). El IBEX 35 se revalorizó desde finales de junio en torno a un 14%. Las rentabilidades del mercado interbancario siguieron reduciéndose, pero eso no se ha reflejado

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.

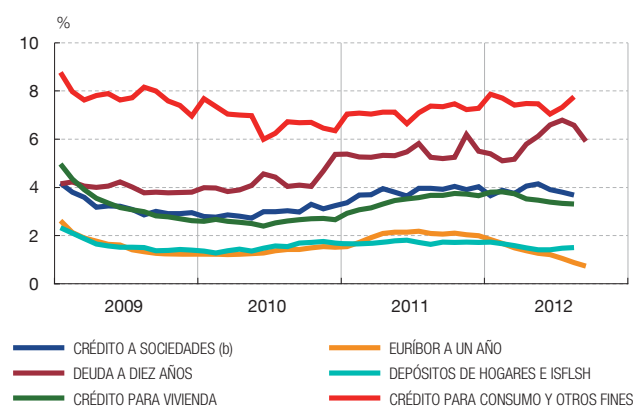
b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

completamente aún en los costes de la nueva financiación del sector privado. La disminución del euríbor, por otro lado, aliviará algo la situación de las familias endeudadas. En cuanto a los mercados inmobiliarios, ha continuado el proceso de reducción de los precios de la vivienda. De acuerdo con los datos del Ministerio de Fomento, los precios cayeron un 9,5 % interanual en el tercer trimestre, frente al -8,3 % del segundo trimestre, con lo que el descenso acumulado de los precios desde el nivel máximo que alcanzaron en 2008 es del 25,5 %.

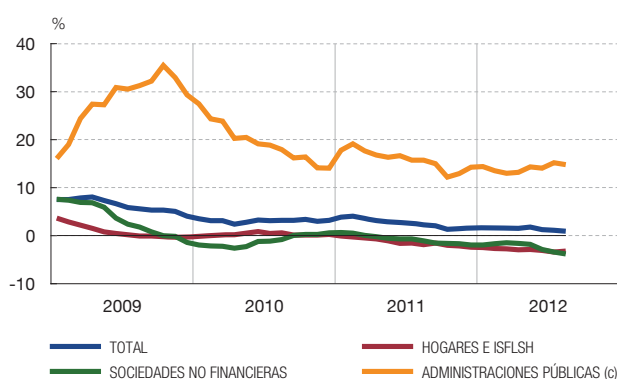
En resumen: en el transcurso del último trimestre el contexto en el que se desenvuelve la economía española ha venido caracterizado por el debilitamiento generalizado de la actividad exterior —que está afectando con particular intensidad a nuestros principales mercados de exportación, localizados en el área del euro—, el mantenimiento de unas condiciones de financiación restrictivas y la persistencia de un clima de elevada incertidumbre vinculado, entre otros factores, a las dudas sobre el alcance de las reformas que se están poniendo en marcha, tanto en el ámbito europeo como en el nacional. Todo ello dificulta la recuperación de la demanda interna, que ha vuelto a retroceder en los últimos meses, acumulando ya un descenso de algo más de 13 puntos porcentuales (pp) desde el primer trimestre de 2008.

En el caso de los hogares, la elevada tasa de paro, el descenso de la renta disponible real y de la riqueza, las estrictas condiciones financieras existentes y la continuación del proceso de desapalancamiento siguen frenando el consumo, si bien el adelanto de compras a julio y agosto, sobre todo de bienes duraderos, ante la subida del IVA ha amortiguado esta tendencia, observándose una leve recuperación del consumo en la tasa intertrimestral entre julio y septiembre (0,1 %). Cabe prever que, en los meses finales del año, la eliminación de este efecto, unido al impacto sobre la renta disponible de la disminución de los salarios públicos, sitúe al consumo de nuevo en una trayectoria descendente, en línea con la evolución de sus factores determinantes. El margen de maniobra del que disponen las familias para sortear las restricciones de renta a las que se enfrentan y suavizar el patrón de gasto se ha reducido sustancialmente en los últimos trimestres, como muestran el recorrido a la baja y el nivel de la tasa de ahorro, que al concluir el segundo trimestre representaba el 9,6 % de la renta bruta disponible, en términos acumulados de cuatro trimestres, nivel más bajo que el del anterior mínimo de la serie, alcanzado en el tercer trimestre de 2006.

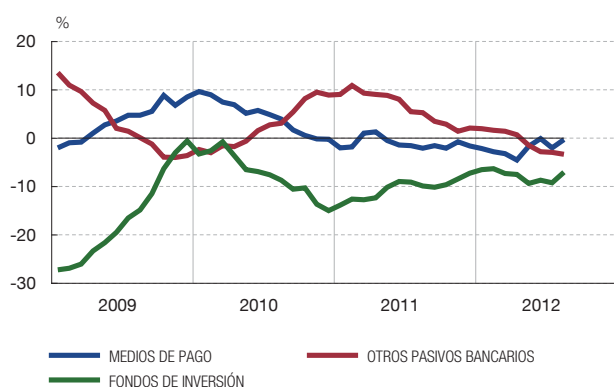
TIPOS DE INTERÉS (a)



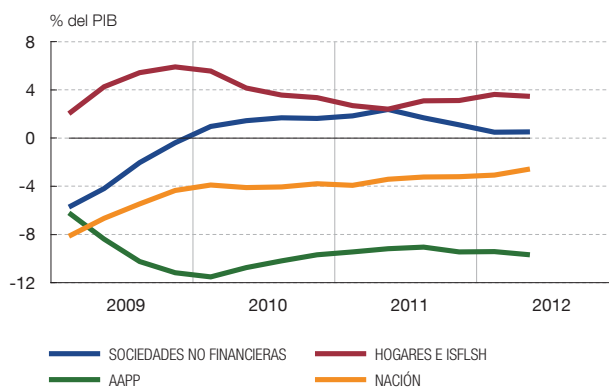
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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 inversión residencial ha seguido disminuyendo en los meses centrales del ejercicio, aunque a un ritmo más atenuado que en los trimestres precedentes (se estima un descenso del 1,6 % en tasa intertrimestral), si bien no es posible atribuir aún este desarrollo a la anticipación de decisiones de gasto que podrían haber provocado los cambios impositivos que se producirán a partir del 1 de enero de 2013 en el tratamiento fiscal de este activo (incremento del IVA desde el 4 % al 10 % y eliminación de la deducción fiscal a la adquisición de primera vivienda). Descontado este efecto de impacto incierto, la inversión residencial continúa mostrando un comportamiento contractivo, a pesar de los menores precios de la vivienda, en un contexto en el que la incertidumbre permanece en cotas muy elevadas y en el que el saldo de viviendas sin vender es todavía alto.

La financiación concedida a los hogares continuó reduciéndose en el tercer trimestre. Con los datos disponibles hasta agosto, los créditos a las familias disminuyeron un 3,2 % interanual, cifra similar a la del trimestre anterior. El desglose por finalidad apunta a una contracción algo más acusada en los préstamos destinados a la adquisición de bienes de

consumo, en comparación con los que se destinaron a la adquisición de vivienda. Esta disminución del crédito habría permitido un moderado avance adicional en el proceso de desapalancamiento de los hogares, a pesar de la debilidad de sus rentas.

El empeoramiento de la demanda exterior, las desfavorables perspectivas económicas del mercado interno y el alto endeudamiento siguen pesando negativamente en las decisiones de inversión de las empresas, para las que se estima un estancamiento de la inversión en equipo y un retroceso más intenso en la inversión en otras construcciones (-4,5%). Los datos del tercer trimestre muestran en todo caso caídas menos acusadas que las de los trimestres precedentes en ambos componentes de la inversión, lo que podría estar reflejando un cierto impacto del plan de pago a proveedores, que supuso la liquidación de deudas contraídas por CCAA y ayuntamientos por importe de casi 30 mm de euros. La financiación obtenida por las empresas no financieras retrocedió en agosto un 3,7 % interanual, acentuando el perfil contractivo de trimestres precedentes, lo que propició una nueva disminución en la ratio de endeudamiento del sector, según la información de la Contabilidad Nacional.

La mejora de la competitividad se está dejando sentir en el intercambio de bienes y servicios frente al exterior, pues las exportaciones mantienen un tono expansivo y son el único componente que amortigua el fuerte impacto negativo de la contracción del gasto nacional en la actividad. Como resultado de ello, el saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital de la economía española, altamente deficitario al inicio de la crisis, continúa su ajuste, pese a las dificultades para corregir los saldos negativos en energía y en rentas de inversión. Los buenos resultados cosechados en los últimos meses, con un superávit en julio, hacen prever una aceleración en la senda de reducción de las necesidades de financiación de la nación en la segunda mitad del año, desde el nivel del 2,6 % del PIB que registraron en el segundo trimestre, en términos acumulados de cuatro trimestres.

Los esfuerzos de consolidación del sector público han tenido un efecto netamente contractivo en los meses centrales del año. Se estiman descensos del consumo y de la inversión realizados por las AAPP superiores a los de los trimestres anteriores, con caídas en las compras de bienes y servicios, del empleo público y de los proyectos de obra civil en línea con los objetivos presupuestados. Por el lado de los ingresos, se siguen detectando desviaciones significativas en la recaudación impositiva, que se está viendo muy afectada por el deterioro de la demanda interna. No obstante, hay que mencionar que la ejecución presupuestaria hasta septiembre no refleja todavía las medidas de consolidación extraordinaria que se tomaron en julio, ni por el lado de los ingresos (aumento de la imposición indirecta, con subidas del tipo normal y reducido del IVA hasta el 21 % y el 10 %, respectivamente, y cambios en la tributación del impuesto sobre sociedades, principalmente) ni por el de los gastos (reducción de los salarios públicos, con la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre), cuyo impacto estimado, un 2 % del PIB, se dejará sentir casi en su totalidad en el último trimestre del ejercicio. Pese a ello, no se puede descartar que el déficit público supere el objetivo marcado para este año, por lo que, si los datos de la ejecución presupuestaria de los próximos meses no despejaron esta incertidumbre, habría que considerar la adopción de medidas adicionales que hagan posible su cumplimiento.

Para 2013, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado establece el objetivo de déficit en el 4,5 % del PIB para el conjunto de las AAPP, en línea con la senda de consolidación fiscal acordada en el ámbito europeo. El esfuerzo fiscal que comporta este objetivo es muy ambicioso (de en torno a 2 pp de PIB en términos del déficit primario ajustado de ciclo, de acuerdo con las estimaciones oficiales), en un contexto macroeconómico que

seguirá siendo difícil. Para su cumplimiento, los Presupuestos detallan una serie de medidas que afectarán tanto a los ingresos como a los gastos, que se señalan en el recuadro 5 de este informe. En todo caso, el esfuerzo de ajuste de la Administración Central y de la Seguridad Social —los Presupuestos establecen un déficit del 3,8 % del PIB en 2012 para este agregado— deberá completarse con el que realicen las CCAA, cuya plasmación presupuestaria deberá efectuarse en las próximas semanas, tal y como contempla la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

Por el lado de la oferta, la debilidad del gasto se dejó sentir en la actividad de las distintas ramas productivas, que prolongaron en términos interanuales su trayectoria descendente. No obstante, el retroceso del valor añadido en la industria se moderó en los meses centrales del ejercicio como resultado del repunte temporal de la producción manufacturera de determinados bienes ante el cambio previsto en la imposición indirecta. El empleo se contrajo a un ritmo similar al del trimestre previo, como consecuencia de un comportamiento diferenciado entre las ramas de mercado —para las que se aprecia una cierta estabilización en el proceso de destrucción de empleo iniciado en la segunda mitad del año pasado— y las actividades de no mercado —donde se observó un descenso más intenso por la incidencia sobre el empleo público de los planes de reequilibrio financiero que están instrumentando las CCAA—. El paro registrado mantuvo su tendencia al alza, si bien estabilizó su tasa de variación anual en los niveles de junio. Si la población activa mantuviera un comportamiento similar al de los trimestres previos, la tasa de paro podría incrementarse levemente en el tercer trimestre.

Finalmente, se prevé que los costes laborales prosigan la trayectoria de gradual desaceleración que vienen experimentando en los últimos años. Las tarifas salariales recogidas en los convenios registrados hasta septiembre contienen un aumento salarial del 1,3 %, como resultado de incrementos del 1,5 % procedentes de los convenios plurianuales (firmados en años anteriores), superiores a los que contienen los convenios de nueva firma (0,7 %). Si bien estos últimos acumulan un cierto retraso en su firma en comparación con las pautas de años anteriores, siguen una trayectoria descendente que les va aproximando a la referencia que estableció el Segundo Acuerdo Salarial para este ejercicio (un incremento del 0,5%). De continuar esta tendencia, la remuneración por asalariado de la economía de mercado podría seguir recortando su tasa de avance en lo que resta del año.

La reciente reforma del mercado de trabajo ofrece a las empresas la posibilidad de que la negociación salarial refleje de forma más adecuada los condicionantes específicos en los que desarrollan su actividad y el momento cíclico por el que transcurre la economía. El aprovechamiento de estas nuevas posibilidades constituye una importante oportunidad que las empresas deben aprovechar para preservar y mejorar su competitividad. Es importante evitar que el impacto transitorio sobre la inflación de alguna de las medidas adoptadas para avanzar en la consolidación fiscal, como la subida del IVA, se traduzca en revisiones generalizadas de precios y salarios, porque ello supondría un inoportuno retroceso en las ganancias de competitividad conseguidas. Desde una perspectiva de medio plazo, la mejora de la competitividad desempeña un papel fundamental para asentar las perspectivas de recuperación en una situación como la actual, en la que los factores internos de sostenimiento de la demanda tardarán todavía algún tiempo en dinamizarse —pues han de completarse los procesos de consolidación presupuestaria y desapalancamiento financiero—, los mercados mundiales se encuentran en fase de desaceleración y las reformas estructurales tardarán algún tiempo en desplegar todos sus efectos.

## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

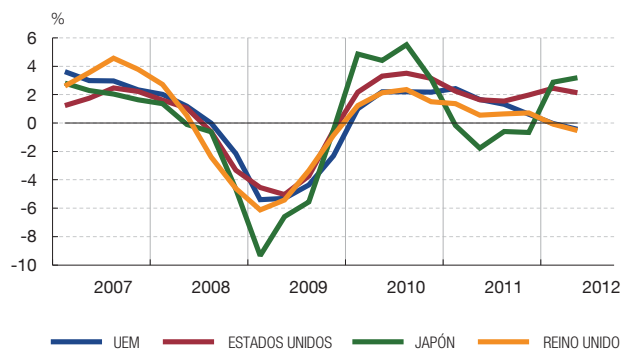
A lo largo de los tres últimos meses, la evolución económica y financiera internacional ha mostrado una cierta dicotomía, pues los mercados financieros internacionales mostraron una mejora que no se correspondía con la pérdida de pulso de la recuperación a escala global. Esta aparente falta de sincronía se produjo en un contexto en el que los principales bancos centrales orientaron sus actuaciones a proporcionar un impulso adicional a las economías, mediante la adopción de nuevas medidas no convencionales que favorecieron la búsqueda de rentabilidad y un mayor apetito por el riesgo, en un entorno de tipos de interés reducidos y amplia liquidez. Todo ello se tradujo en revalorizaciones bursátiles, reducciones de los diferenciales de crédito y un elevado volumen de emisiones privadas. Los indicadores económicos más recientes apuntan a una estabilización del crecimiento en las economías avanzadas —como Estados Unidos y el Reino Unido—, una cierta reactivación en América Latina y una moderación en el resto de emergentes, con algún indicio reciente de estabilización.

Los mercados financieros internacionales registraron una recuperación desde finales de julio hasta principios de octubre, con avances en las principales plazas bursátiles mundiales, un estrechamiento de los diferenciales de los bonos corporativos y un incremento de las emisiones en los mercados internacionales, especialmente en las economías emergentes, si bien, en este último caso, los inversores siguieron optando preferentemente por los activos de mayor calidad. Por su parte, la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido se elevó desde los mínimos históricos alcanzados en julio. Además, en Estados Unidos, el inicio del programa de compras de titulaciones hipotecarias (MBS de agencias) por la Reserva Federal generó descensos inmediatos en las rentabilidades de estos productos. En los mercados cambiarios, la apreciación experimentada por el dólar el trimestre anterior revertió, perdiendo valor con respecto a las principales divisas y las monedas emergentes, con la notable excepción del real brasileño, cuya cotización se vio condicionada por la notable reducción del diferencial de tipos de interés frente al exterior. En los mercados de materias primas, los precios registraron un ascenso generalizado desde julio, retomando una tendencia alcista ligada, fundamentalmente, a factores de oferta —tensiones geopolíticas y problemas de suministro en el caso del petróleo, o fenómenos meteorológicos en el caso de los alimentos—. No obstante, este incremento se ha corregido parcialmente desde la segunda mitad de septiembre.

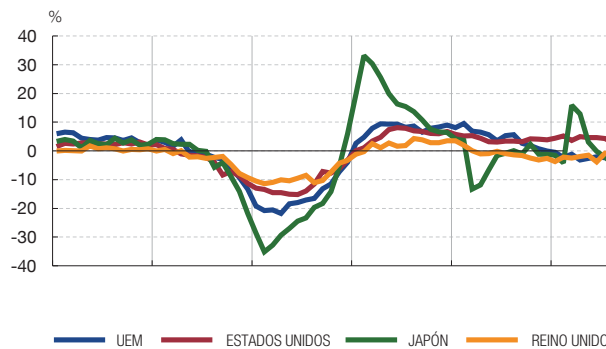
En Estados Unidos, según la estimación final, el PIB creció un 1,3 % intertrimestral anualizado en el segundo trimestre (2,1 % interanual), siete décimas menos que en el trimestre previo. Esta evolución responde al menor dinamismo de la demanda interna, que compensó la mayor contribución del sector exterior. Los indicadores de mayor frecuencia indican el mantenimiento de un tono relativamente débil de la actividad en el tercer trimestre, aunque con cierto repunte hacia el final del mismo. En el mercado laboral, la creación de empleo se aceleró en el tercer trimestre, en parte debido al impulso del empleo público, aunque siguió estando por debajo de la registrada en el primer trimestre del año. La tasa de paro se redujo significativamente (cuatro décimas), hasta el 7,8 %, aunque la tasa de participación no repuntó y se mantiene en mínimos históricos. El mercado inmobiliario siguió consolidando las señales favorables, con la excepción del crédito hipotecario, cuyas condiciones de concesión siguen siendo restrictivas. En cuanto a los precios, la inflación, medida por el IPC, se moderó hasta el 1,4 % en julio,



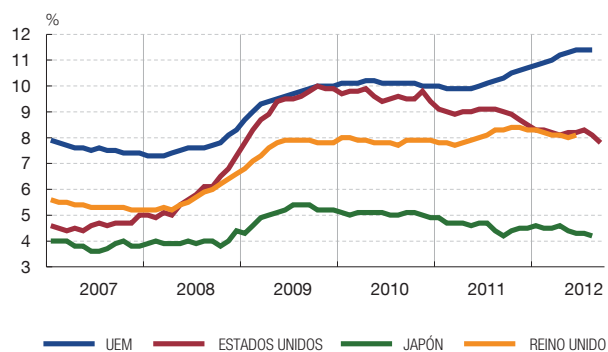
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



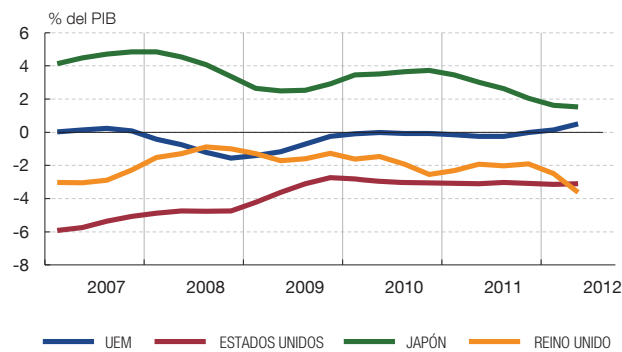
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



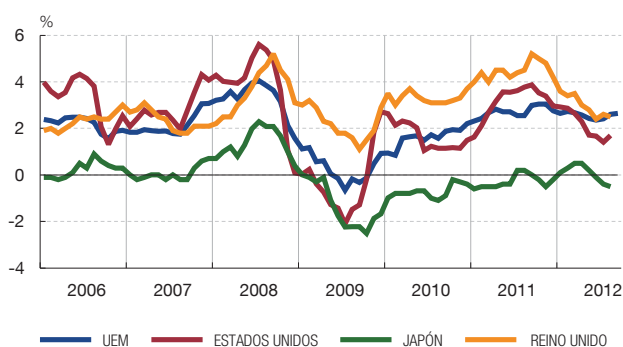
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

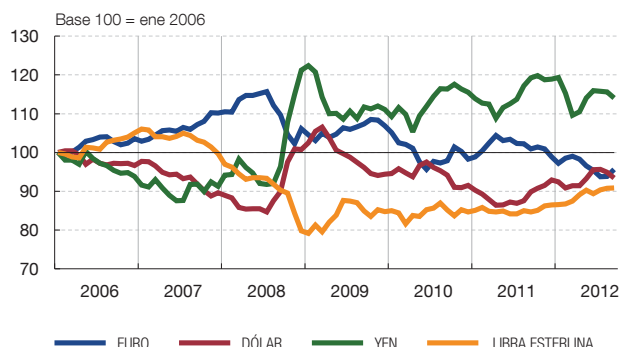
pero repuntó hasta el 2 % en septiembre, debido al incremento de los precios energéticos, mientras que la tasa subyacente se redujo hasta el 2 %. En este contexto, la Reserva Federal expandió en septiembre el rango de sus medidas no convencionales, a través de: i) una extensión del período durante el que el tipo de interés oficial se mantendrá en un nivel reducido (actualmente, hasta mediados de 2015), pasando, además, a ser un compromiso sobre la senda de evolución de esta variable condicional a la situación económica, y ii) el inicio de un nuevo programa de compra de activos, centrado en titulaciones hipotecarias (MBS de agencias), no especificándose de antemano ni la duración (se mantendrá hasta que el mercado de trabajo mejore sustancialmente) ni la cuantía total del mismo (inicialmente las compras ascenderán a 40 mm de dólares mensuales). En el plano fiscal, el año fiscal 2012 se cerró con un déficit del 7 % del PIB (8,7 % en el año fiscal 2011), tras el aumento de un 6,4 % de los ingresos y la caída de un 1,7 % de los gastos. Asimismo, a comienzos de noviembre se celebran elecciones legislativas y presidenciales que pueden tener notables implicaciones sobre la política fiscal a medio plazo y, además, a principios de 2013 se podría producir un severo ajuste fiscal (conocido como «precipicio fiscal») en caso de que no se llegue a ningún acuerdo para impedirlo (véase recuadro 1).

En Japón, el PIB se desaceleró hasta el 0,2 % intertrimestral (3,2 % interanual) en el segundo trimestre. Este menor ritmo de expansión fue el resultado de la debilidad de la demanda interna —una vez se iban desvaneciendo los efectos de la recuperación tras el

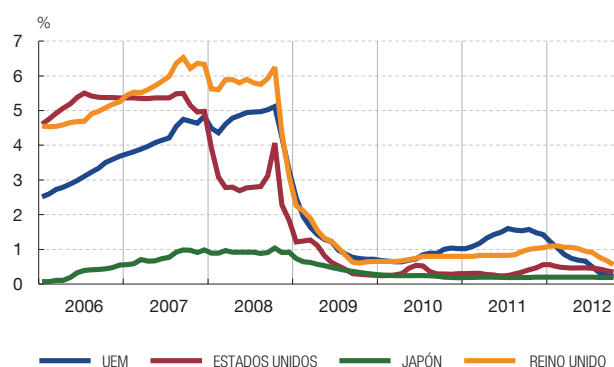
PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



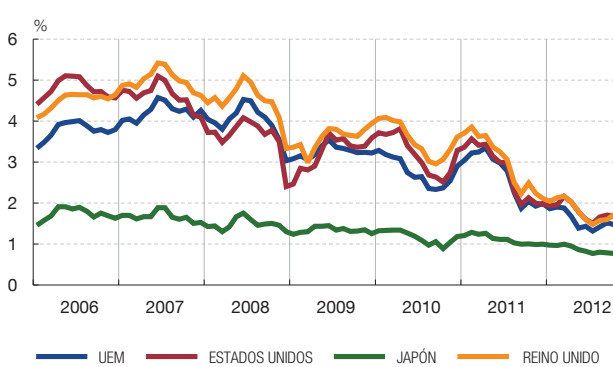
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



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.

*tsunami*— y de la aportación negativa del sector exterior. Los indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial y las encuestas de confianza empresarial, apuntan a una mayor debilidad en el tercer trimestre. En el ámbito externo, en agosto se amplió el superávit corriente, debido al menor déficit comercial y al aumento del superávit de la balanza de rentas, en contraposición al deterioro del mes de julio. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo hasta el entorno del 4,3 % en el tercer trimestre. Por su parte, la inflación se redujo en agosto hasta el -0,5 % interanual (-0,4 % en julio), mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el -0,6 %. El Banco de Japón ha mantenido el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,1 %, si bien en septiembre introdujo cambios en su programa de compra de activos, ampliando tanto su importe como su extensión temporal.

En el Reino Unido, el PIB se contrajo en el segundo trimestre un -0,4 % intertrimestral (-0,5 % interanual), aunque debido, en parte, a un efecto calendario. En todo caso, la caída fue generalizada por componentes, lo que evidencia la debilidad subyacente de la economía. Los indicadores del tercer trimestre son heterogéneos y apuntan a un avance de la actividad, aunque menor de lo esperado. La producción industrial cayó en agosto, tras repuntar notablemente en julio, y los índices PMI de septiembre mejoraron en el caso del sector servicios y empeoraron en el de manufacturas y construcción. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas se recuperaron con fuerza en el trimestre, si bien los indicadores de expectativas del sector son neutros. El mercado laboral sigue mostrando una

El próximo 31 de diciembre, si no media un acuerdo partidista, deberían expirar, una serie de paquetes de estímulo y de rebajas de impuestos temporales, que se aprobaron en los últimos diez años. Adicionalmente, se producirá una reducción automática del gasto público —en un proceso gradual que se prolongará durante diez años y que ascenderá a unos 1,2 billones de dólares—. De este modo, en enero de 2013 se podría producir una contracción fiscal muy severa, el denominado *fiscal cliff* o «precipicio fiscal». De producirse este ajuste fiscal, la economía de Estados Unidos, que está en una senda de recuperación aún no consolidada, se podría ver abocada a una nueva recesión. Pese a ello, la resolución de este problema está descartada antes de las elecciones del 6 de noviembre y los riesgos de que se consume finalmente no son despreciables.

público, de acuerdo con los cálculos de la Oficina de Presupuesto del Congreso<sup>1</sup> (CBO, por sus siglas en inglés). Por el lado de los ingresos, destaca el final de las rebajas fiscales aprobadas en 2001 y 2003, al comienzo de la anterior administración republicana, que consistían en reducciones temporales de los tipos impositivos —de entre tres y cinco puntos, principalmente—, así como en deducciones fiscales del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Estas medidas expiraban, inicialmente, a finales de 2011, pero tras las elecciones de 2010 se llegó a un acuerdo para extender los recortes hasta el final de 2012. Además, se acordaron otras medidas para estimular la economía (la rebaja de 2 pp en las cotizaciones a la Seguridad Social de los empleados). También cesan a finales de 2012 el aumento de la exención del *Alternative*

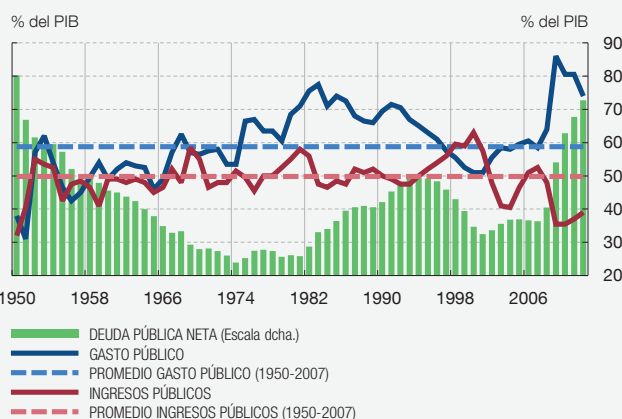
En el cuadro adjunto aparecen resumidos los principales componentes del precipicio fiscal y la cuantía en que reducen el déficit

1 *An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022* (agosto 2012), Congressional Budget Office.

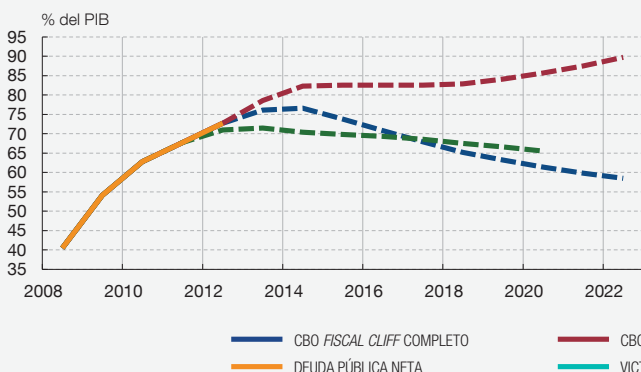
DESGLOSE DEL PRECIPICIO FISCAL. EFECTO DIRECTO SOBRE EL SALDO PÚBLICO EN EL AÑO FISCAL 2013 (MM DE DÓLARES) (a)

Ingresos	
Fin «rebajas fiscales» + fin reducción exención AMT (b)	221
Fin rebaja cotizaciones sociales	95
Otras medidas impositivas que expiran	65
Medidas incluidas en la <i>Affordable Care Act</i>	18
<b>Subtotal</b>	<b>399</b>
Gastos	
Recortes automáticos ( <i>Sequester</i> )	65
Fin prestaciones desempleo emergencia	26
Reducción pagos cuotas <i>Medicare</i> a facultativos	11
<b>Subtotal</b>	<b>102</b>
Otras medidas que expiran (ingresos, sobre todo)	105
<b>TOTAL</b>	<b>606</b>
TOTAL (% del PIB)	3,9

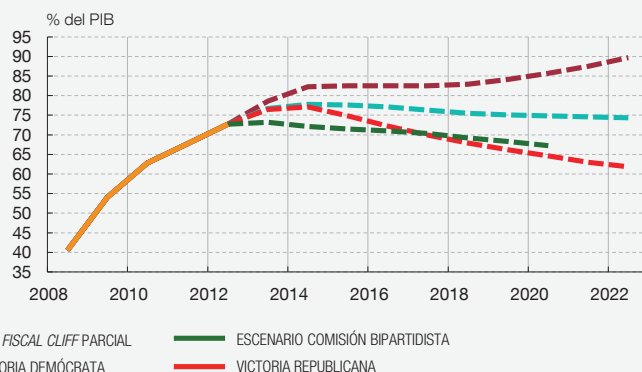
GASTO PÚBLICO, INGRESOS PÚBLICOS Y DEUDA PÚBLICA NETA



DEUDA PÚBLICA NETA. PRECIPICIO FISCAL (c)



DEUDA PÚBLICA NETA. ESCENARIO DE MEDIO PLAZO (c) (d)



FUENTES: *Congressional Budget Office; Update of the Budget* (CBO *fiscal cliff* parcial, agosto 2012); *Update of the Budget* (CBO *fiscal cliff* completo, agosto 2012); *Mid-Session Review President Budget* (victoria demócrata, julio 2012); *House Budget Committee* (victoria republicana, marzo 2012); *The National Commission on Fiscal Responsibility and Reform* (escenario comisión bipartidista, diciembre 2010) y *Office of Management and Budget*.

- a No se tienen en cuenta los efectos indirectos sobre el déficit público asociados a la menor actividad económica.
- b AMT = *Alternative Minimum Tax*.
- c Las líneas punteadas son las previsiones de las distintas propuestas.
- d Las diferentes propuestas han sido actualizadas con los datos de deuda pública publicados por el OMB para los años fiscales 2011 y 2012.

*Minimum Tax (AMT)*<sup>2</sup> y la posibilidad de amortizar de forma acelerada la inversión en capital fijo. Esta expiración coincide con la introducción de las medidas tributarias en el marco de la reforma sanitaria, que suponen un incremento de la presión fiscal a los asalariados, empresas y rentas de capital. Por el lado de los gastos, destaca la entrada en vigor de los recortes automáticos establecidos por la Ley de Control Presupuestario de 2011 (conocidos como *Sequester* y que ascienden a 1,2 billones de dólares durante diez años), que formaron parte del acuerdo para elevar el techo de la deuda en agosto de 2011, una vez que el supercomité creado para reducir el déficit público a medio plazo no fuera capaz de llegar a ningún acuerdo. Estos recortes implican que la mayor parte de los programas de defensa se reducirán en cerca de un 10 % y que casi todas las demás partidas, exceptuando los programas sociales, disminuirán en un 8,2 % (el *Medicare*, un 2 %). Por otro lado, desaparecerá la ampliación de las prestaciones por desempleo decretada con carácter de emergencia y se reducirán un 27 % los pagos a facultativos dentro del programa *Medicare*.

En total, el *precipicio fiscal* supondría una restricción presupuestaria de cerca de 610 mm de dólares (alrededor de un 4 % del PIB) en el año fiscal 2013 (de octubre de 2012 a septiembre de 2013). Teniendo en cuenta el efecto negativo sobre el producto, este ajuste reduciría el déficit público en algo más de tres puntos del PIB durante el año fiscal 2013, de acuerdo con los cálculos de la CBO. Solo ha habido un cambio en la política fiscal estadounidense de un tamaño parecido desde el final de la Segunda Guerra Mundial: en el año fiscal 1969, cuando la restricción fiscal ascendió al 3 % del PIB.

En los últimos meses se han publicado numerosos estudios sobre las implicaciones que tendría el *precipicio fiscal* para el crecimiento. Las estimaciones dependen de los multiplicadores fiscales aplicados a las diversas medidas que entrarían en vigor en enero de 2013 y de los efectos adversos de la incertidumbre en torno a la senda futura de la política fiscal, tanto sobre la confianza de los consumidores y empresas como sobre los mercados financieros, que ya habrían comenzado a apreciarse. La mayor parte de los estudios<sup>3</sup> apuntan a que el ajuste fiscal provocaría una fuerte desaceleración de la economía estadounidense (entre 1,3 pp y 4 pp, dependiendo del estudio), que podría incluso propiciar una nueva recesión<sup>4</sup>. Adicionalmente, la contracción podría ser incluso mayor si el Congreso no aumentara el techo de la deuda pública cuando se alcance su actual límite en los próximos meses, una situación de riesgo que ya se vivió en el verano de 2011.

2 El AMT es un impuesto con un tipo impositivo lineal y un mínimo exento. Cada año los contribuyentes deben liquidar tanto el AMT como el impuesto regular sobre la renta y pagar solo el valor máximo de las dos liquidaciones.

3 Véanse, por ejemplo, el mencionado estudio de la CBO, el capítulo 8 del *FMI 2012 Spillover Report* (julio 2012) o el *Boletín Mensual* del BCE (septiembre de 2012).

4 La CBO compara el escenario de que se mantenga la legislación actual (acontece el *precipicio fiscal* en su totalidad) con otro en el que solo se permiten la expiración de la rebaja en las cotizaciones sociales y la extensión del seguro de desempleo, que es el escenario considerado como central por la mayor parte de los analistas.

Por lo tanto, las autoridades políticas tienen fuertes incentivos para evitar el *precipicio fiscal*. No obstante, la resolución de este problema debe realizarse en un contexto en el que la crisis financiera ha supuesto un aumento de los gastos y una reducción de los ingresos hasta niveles desconocidos en los últimos cincuenta años (véase gráfico superior del panel derecho), lo que se ha traducido en una ampliación sustancial del déficit público y en un incremento de la deuda pública en más de 35 puntos del PIB desde 2007. Esta frágil situación fiscal implica que las decisiones que se adopten tendrán implicaciones importantes para los desafíos fiscales a los que se enfrenta Estados Unidos: si se evita el *precipicio fiscal*, mejoran las perspectivas de crecimiento a corto plazo, pero se deterioran las perspectivas de sostenibilidad de la deuda pública a medio y largo plazo, y viceversa. En la parte inferior del gráfico adjunto se representa la evolución de la deuda pública, según la CBO, bajo dos supuestos: la línea azul supone el mantenimiento de la normativa actual — es decir, que las medidas previstas entran en vigor en su totalidad —, y la línea morada, que solo lo hacen parcialmente: en particular, se asume que casi todas las rebajas de impuestos temporales se extienden y que la reducción automática del gasto no tiene lugar; en este caso, la deuda pública sigue aumentando. Asimismo, se añade un tercer escenario (línea verde), propuesto por la comisión bipartidista (Bowles-Simpson), creada por el presidente en 2010, que hubiera iniciado un ajuste gradual en 2011, propiciando una senda descendente de la deuda<sup>5</sup>.

Sea cual sea la resolución del *precipicio fiscal*, la próxima administración deberá adoptar medidas que aseguren la sostenibilidad de la deuda pública, en un contexto de envejecimiento de la población, que llevará aparejado un incremento sustancial de los gastos sociales. A día de hoy, existe una notable incertidumbre sobre la naturaleza de las medidas que podrían adoptarse para alcanzar ese objetivo, pues ello dependerá, en gran medida, de los resultados de las elecciones presidenciales y legislativas del próximo 6 de noviembre. En uno de los paneles del gráfico se presentan cuatro escenarios de evolución de la deuda pública, suponiendo en todos ellos que el *precipicio fiscal* solo se produce en una versión atenuada. Con ese punto de partida, se representa un escenario de referencia, que supone la ausencia de reformas fiscales y una tendencia al alza de la deuda en el medio plazo. Los otros tres escenarios —altamente especulativos— se corresponden con tres posibles resultados electorales y están basados en las propuestas de los dos principales partidos. En el primero (representado por la línea azul clara), que asume que tanto el poder ejecutivo (presidente) como el legislativo (Cámara de Representantes y Senado) quedan en manos del Partido Demócrata, el gasto público se situaría en diez años un punto por debajo del nivel de 2012 —resultado de recortes del gasto discrecional y de optimización de los gastos sociales—, y los ingresos públicos, 4,5 pp por encima —aumento de impuestos para contribuyentes de renta

5 Esta comisión propuso que el gasto público se redujera en 1,5 pp hasta 2020, mediante medidas como la fijación de límites al gasto discrecional, la contención de gastos de salud, reformas en la Seguridad Social y cambios en el proceso presupuestario. Los ingresos aumentarían más de 4 pp tras una reforma sustancial del sistema impositivo.

alta y empresas—. En el segundo escenario (línea roja), tanto el poder ejecutivo como todo el poder legislativo pasan a manos del Partido Republicano. El gasto público a diez años vista se reduce 3,5 pp respecto a su nivel en 2012 —techos para el gasto discrecional y reforma de los programas sociales utilizando para ello seguros privados y *vouchers*— y los ingresos aumentan 3 pp, a pesar de la reducción de tipos impositivos, que queda compensada por la eliminación de deducciones fiscales. Finalmente, en el escenario de mantenimiento de la situación actual, esto es, presidente y Senado en manos del Partido Demócrata y Cámara de Representantes en manos del Partido Republicano (línea verde), se aplica la propuesta de la Comisión Bowles-Simpson del gráfico anterior, actualizada con el incremento de deuda de los últimos

dos años. En estos tres casos, la deuda empieza a reducirse a partir de 2014, aunque a ritmos diferentes.

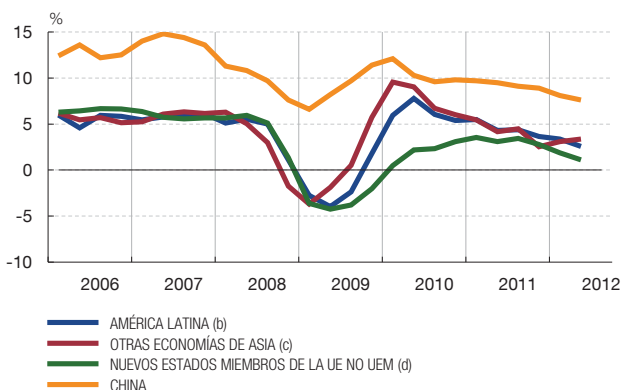
Cabe señalar que es poco probable que, tras las elecciones, se llegue inmediatamente a un acuerdo sobre el *precipicio fiscal* entre los dos partidos, de forma que el proceso de decisión podría extenderse hasta el nuevo año, con el consiguiente aumento de la incertidumbre, incluyendo la posibilidad de aprobación de legislación con carácter retroactivo. Además, es posible que solo se alcance un acuerdo pragmático de mínimos, que limite la restricción fiscal, pero sin llegar a compromisos que supongan un avance real en el reforzamiento de la sostenibilidad de las cuentas públicas estadounidenses a medio plazo.

llamativa resistencia, en contraste con el debilitamiento de la actividad: en los tres meses hasta agosto, el empleo creció notablemente y la tasa de paro se redujo dos décimas, hasta el 7,9%. La inflación mantiene un perfil descendente y en septiembre cayó tres décimas, hasta el 2,2%, mientras que la tasa subyacente se situó en el 2,1%. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial (0,5%) y el saldo previsto de su programa de compra de activos (375 mm de libras) en octubre, siendo todavía inciertos los efectos de su programa de apoyo al crédito iniciado en agosto.

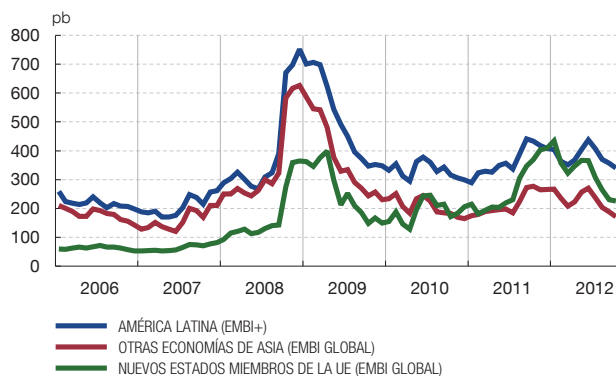
En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB se moderó hasta el 1,1% interanual en el segundo trimestre de 2012, frente al 1,8% del trimestre anterior. La desaceleración fue generalizada, destacando las caídas intertrimestrales del PIB en Hungría y en la República Checa y la desaceleración de Polonia. Los indicadores del tercer trimestre reflejan una continua debilidad de la producción industrial y las exportaciones, afectadas por la inestabilidad en el área del euro. Asimismo, el proceso de consolidación fiscal, el deterioro de la confianza y la atonía del crédito privado obstaculizan la recuperación de la demanda interna. La inflación en promedio se elevó hasta el 4,3% en septiembre, impulsada por el incremento de los precios de los alimentos, si bien mantuvo un comportamiento heterogéneo entre países. La creciente preocupación por la debilidad de la actividad ha propiciado nuevas bajadas de tipos de interés oficiales en la República Checa (del 0,5% al 0,25%) y en Hungría, en dos ocasiones (del 6,75% al 6,25%). Por último, en el ámbito fiscal Hungría aprobó nuevas medidas de consolidación para mantener el déficit público por debajo del 3% del PIB en 2013.

En China, el PIB del tercer trimestre aumentó un 7,4% interanual, tras el 7,6% interanual del segundo trimestre, en línea con la evolución de los indicadores de mayor frecuencia, que, no obstante, mejoraron en la parte final del mismo. Así, la confianza empresarial y la producción industrial y las ventas minoristas se han deteriorado levemente en el tercer trimestre, con una recuperación en septiembre. El sector exterior, que mostraba un mejor comportamiento hasta junio, se ha debilitado posteriormente. La inflación se ha moderado hasta el 1,9% en septiembre, influida por el precio de los alimentos, lo que permitió que en julio el banco central redujera el tipo de interés de referencia para los préstamos, hasta el 6%. En el plano fiscal, el Gobierno aprobó la ejecución de proyectos de inversión pública en infraestructuras, por un importe equivalente al 2,1% del PIB. En el resto de Asia emergente, el crecimiento interanual del PIB aumentó tres décimas en el segundo trimestre,

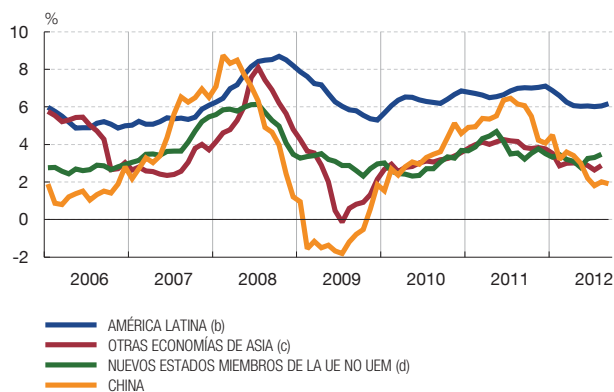
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



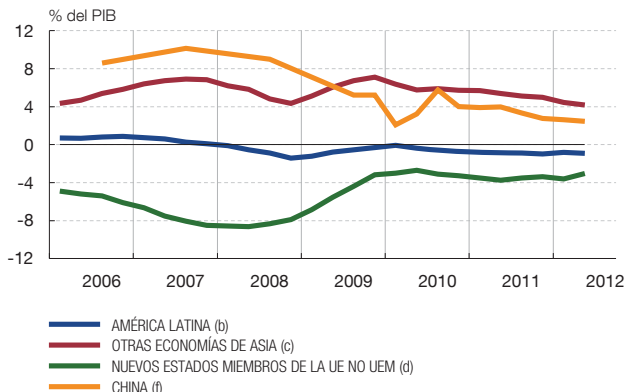
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



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

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

hasta el 4,7 %, impulsado por el avance de las demandas internas, que contrarrestó, en general, el menor aumento de las exportaciones. En el tercer trimestre, la actividad se desaceleró de forma gradual: en julio y agosto, la producción industrial se debilitó en la gran mayoría de los países, al tiempo que las exportaciones redujeron su ritmo de expansión. Las tasas de inflación tendieron a estabilizarse a lo largo del verano, aunque en varios países mostraron todavía un perfil ligeramente alcista, ante lo cual las políticas monetarias se mantuvieron sin cambios, con la excepción del recorte de 25 pb en Corea.

En América Latina, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se moderó hasta el 0,5 % intertrimestral (2,6 % interanual). Esta desaceleración refleja en gran medida el menor crecimiento registrado en Argentina, México y Venezuela —si bien los dos últimos mantienen tasas interanuales elevadas—, y el mantenimiento de un bajo ritmo de crecimiento en Brasil. Los indicadores de alta frecuencia disponibles apuntan, sin embargo, hacia una recuperación en el tercer trimestre, en el promedio de la región, que vendría impulsada por Brasil y Argentina. La inflación se mantiene relativamente elevada (6 % in-

teranual en agosto), constatándose un aumento en los precios de los alimentos. Los bancos centrales no han realizado movimientos de tipos de interés, salvo en Colombia, donde se redujeron 25 pb, hasta el 4,75 %, y en Brasil, donde ha continuado el ciclo bajista, con un recorte adicional de 75 pb, hasta el 7,25 %. Por otra parte, en Brasil se tomaron ciertas medidas —modificaciones de los requerimientos de reserva— para relajar las condiciones monetarias, y en Brasil, Perú, y Colombia se llevaron a cabo intervenciones cambiarias. En el plano fiscal, Brasil presentó un plan plurianual de inversión en infraestructuras. Finalmente, en México se aprobó una reforma laboral que permite la subcontratación, si bien se recortó la exigencia de transparencia a los sindicatos respecto al proyecto original; y en Venezuela se celebraron elecciones presidenciales, con la victoria del actual presidente. En este mismo Boletín se publica el «Informe semestral de economía latinoamericana», donde se analizan estas tendencias con mayor detenimiento.

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

Tras los episodios de severa inestabilidad financiera que afectaron al área del euro, el BCE intensificó su actuación en el ámbito de las medidas no convencionales de política monetaria en el tercer trimestre de 2012. Así, a finales de julio, el presidente Draghi señaló que, dentro de los límites de su mandato y desde el ejercicio de su independencia, el BCE estaba preparado para hacer lo que fuera necesario para preservar el euro. Esta declaración fue refrendada por el Consejo de Gobierno del BCE a principios de agosto con el anuncio de un programa de intervenciones en los mercados secundarios de deuda soberana (véase recuadro 2). El programa, denominado Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), tiene como objetivo restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria única y contrarrestar los temores injustificados sobre la reversibilidad del euro, que está induciendo a la renacionalización de los flujos financieros dentro del área y afectando de forma muy negativa a la capacidad de financiarse en el exterior de los Gobiernos y de los sistemas bancarios de las economías más vulnerables, crecientemente dependientes del Eurosistema. En septiembre y octubre el Consejo clarificó algunos aspectos del programa, que está diseñado para no debilitar los incentivos de los países a perseverar en las medidas de consolidación fiscal y de reformas estructurales.

La actuación del BCE propició de inmediato un evidente alivio de la inestabilidad, aunque dentro de un marco que continúa caracterizado por una notable volatilidad. Así, en el tramo final de septiembre y los primeros días de octubre tuvo lugar un cierto rebrote de la incertidumbre asociado, entre otros factores, a algunas dudas sobre la continuidad de la voluntad política que habían mostrado en la cumbre de junio los jefes de Estado y de Gobierno de los países del área para seguir avanzando de forma decidida en la construcción de una unión monetaria más cohesionada e integrada en los ámbitos financiero, fiscal, económico y, eventualmente, político. Mas recientemente, en la cumbre del 18 y 19 de octubre, se han renovado estos compromisos y se ha clarificado el calendario para el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión, lo que debería ayudar a despejar esas dudas.

Este cambio de tendencia en los mercados financieros no ha venido acompañado todavía de una mejora de las perspectivas económicas. Los indicadores más recientes no muestran señales que permitan asegurar una estabilización a corto plazo de la actividad económica y las previsiones disponibles para la segunda mitad de 2012, sucesivamente revisadas a la baja en los últimos meses, sugieren la persistencia de un tono de debilidad. Más a medio plazo, el deterioro de la coyuntura en el área del euro y a nivel global, junto con el impacto de las medidas de consolidación fiscal sobre la demanda doméstica y los efectos que la crisis de deuda soberana está teniendo sobre las condiciones de financiación y la confianza, están llevando a organismos internacionales y a analistas privados a corregir también a la baja sus perspectivas sobre el crecimiento para 2013.

El entorno de debilidad económica dominante en el conjunto del área no permite anticipar en el horizonte temporal relevante para la política monetaria el surgimiento de tensiones inflacionistas subyacentes en un contexto en el que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. No obstante, la inflación es probable que se mantenga por encima del 2 % hasta principios de 2013, impulsada, principalmente, por el aumento de los precios de la energía y las subidas de impuestos indirectos y precios administrados en los países inmersos en procesos de consolidación fiscal más exigentes.



Las decisiones adoptadas por el BCE y las conclusiones alcanzadas en la última cumbre de los países del área de euro han abierto una ventana de oportunidad para progresar en la resolución de la crisis. Los países más vulnerables deben aprovecharla para continuar en las estrategias de consolidación fiscal y reformas estructurales, que permitan absorber los desequilibrios acumulados. Asimismo, a nivel del área del euro, es primordial que no se debilite el impulso para avanzar hacia una unión económica más integrada, sobre la base del informe de los cuatro presidentes (véase recuadro 3 para más detalle sobre los avances en la unión bancaria), y resolver la incertidumbre sobre los programas que están en marcha y sobre la capacidad de actuación del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Este último entró en funcionamiento en octubre, si bien quedan algunos aspectos pendientes de decidir, como la posibilidad de apalancamiento o la capacidad de recapitalizar directamente las entidades bancarias.

### 3.1 Evolución económica

Según la tercera estimación de la Contabilidad Nacional del segundo trimestre de 2012, el PIB del área del euro disminuyó un 0,2 % intertrimestral, tras el crecimiento nulo registrado en el período de enero-marzo (véase cuadro 1). El retroceso del producto obedeció, en gran medida, al empeoramiento del consumo privado y de la inversión, mientras que las exportaciones mostraron una evolución favorable (véase gráfico 8). Así, la aportación negativa de la demanda interna a la variación del PIB (-0,5 pp) fue contrarrestada parcialmente por la correspondiente de la demanda externa (0,3 pp). El desglose por ramas de actividad mostró un deterioro generalizado, excepto en los servicios de no mercado. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el -0,4 %.

Por países, cabe destacar el crecimiento positivo del PIB alemán en el segundo trimestre, del 0,3 %, por el dinamismo mostrado por el consumo y las exportaciones. En Francia, la actividad se mantuvo constante por tercer trimestre consecutivo, ya que el mejor comportamiento de la inversión se vio contrarrestado por la aceleración de las importaciones. Finalmente, en Italia el producto volvió a retroceder intensamente, un 0,8 %, por la fuerte contracción de todos sus componentes, salvo el consumo público.

Según los datos de la Contabilidad Nacional, el número de empleados en la UEM permaneció constante en el segundo trimestre, tras la contracción registrada en los tres anteriores, y la tasa interanual disminuyó en una décima, hasta el -0,6 %. Este comportamiento viene explicado por la moderación de la destrucción de empleo en España y el repunte registrado en Italia, que, no obstante, obedece, en gran medida, a razones estadísticas. Por otro lado, los costes laborales unitarios crecieron a un menor ritmo en el período de abril-junio, por una desaceleración de la remuneración por asalariado más intensa que la de la productividad aparente del trabajo. Este menor dinamismo de los costes laborales, unido a la ligera aceleración del deflactor del PIB, permitió una pequeña ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente sugiere una continuación del tono de debilidad de la actividad en el tercer trimestre del año, que es más apreciable en los indicadores de opinión o cualitativos, frente a la mejoría observada en los cuantitativos (véase gráfico 9). Desde la vertiente de la oferta, en julio y agosto la producción industrial y la de la rama de la construcción aumentaron en relación con el segundo trimestre. No obstante, esta evolución hay que valorarla con cautela, ya que estos indicadores muestran una elevada volatilidad durante los meses de verano. La confianza empresarial de la encuesta de la Comisión Europea de la industria y de los servicios, así como el índice PMI de gestores de compras de los servicios, se situó en septiembre por debajo de los

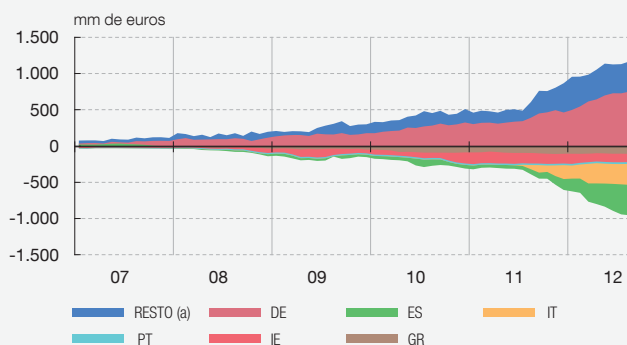
Desde el inicio de la crisis en el verano de 2007, el BCE<sup>1</sup> ha venido adoptando un amplio abanico de medidas extraordinarias destinadas a preservar el correcto funcionamiento de los canales de transmisión de su política monetaria. De forma natural, la acción del BCE en este terreno ha tenido que irse adaptando a las distintas fases de la crisis y al contexto macroeconómico que prevalecía en cada momento. Así, mientras las actuaciones buscaron inicialmente combatir el bloqueo de los mercados interbancarios que se produjo al comienzo de la crisis, el devenir de esta en una crisis de deuda soberana ha obligado progresivamente a ampliar el foco de atención hacia aspectos tales como la creciente divergencia en las condiciones financieras nacionales y la segmentación de los flujos financieros dentro de la zona del euro (véanse gráficos 1 y 2). Este último aspecto ha afectado de forma muy

negativa a la capacidad de financiarse en el exterior de las economías más vulnerables y las ha hecho crecientemente dependientes de la financiación del Eurosistema.

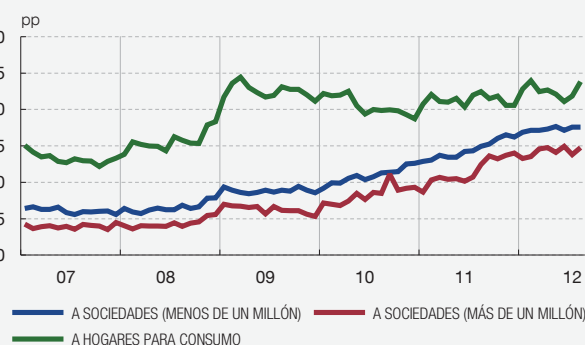
La agudización de la crisis de la deuda pública en el verano de 2012 supuso un incremento excepcional de las primas de riesgo soberanas en algunos países sistémicos, que fue especialmente intenso en los plazos más cortos (véase gráfico 3), y llegó a introducir dudas sobre la irreversibilidad del euro. Esta nueva fase de la crisis, que se producía en un contexto de marcado deterioro de las perspectivas económicas de la zona del euro, representaba un desafío sin precedentes al concepto mismo de política monetaria única, cuya efectividad quedaba muy mermada. En estas circunstancias, para evitar la materialización de escenarios extremadamente desfavorables, atajar los temores infundados de reversibilidad del euro y contribuir a restaurar la eficacia y la unicidad de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE acordó en su reunión del 6 de septiembre los detalles del nuevo programa de compra de deuda pública, que ya había sido anunciado en agosto,

1 Para un resumen, véase, por ejemplo, E. Fabian, M. Carmona, S. Iacobelli y M. Rubens, *The use of the eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009*, Occasional Paper n.º 135, agosto, Banco Central Europeo.

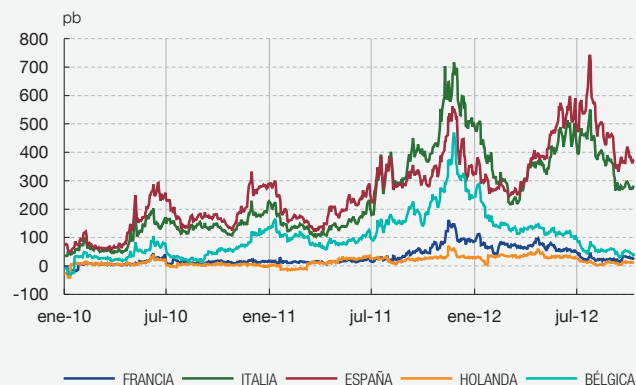
1 SALDOS TARGET2



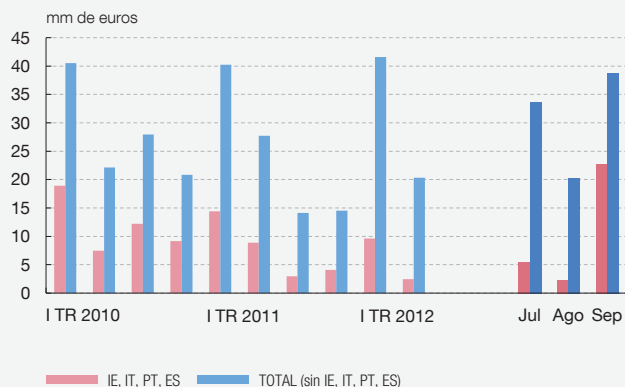
2 TIPOS BANCARIOS DE NUEVOS PRÉSTAMOS POR PAÍSES  
Desviación típica



3 DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A TRES AÑOS



4 EMISIONES DE DEUDA PRIVADA EN LA UEM (b)



FUENTES: Dealogic, Banco Central Europeo y Bancos Centrales Nacionales.

a Incluye Austria, Bélgica, Holanda, Finlandia, Francia y Luxemburgo.

b Los datos trimestrales representan la media mensual del trimestre. Excluye covered bonds y titulizaciones.

denominado Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC, u OMT por sus siglas en inglés). Con esta medida se dio por concluido el anterior Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés), con el que el BCE había realizado compras de deuda pública entre mayo de 2010 y febrero de 2012 cuyo saldo vivo asciende a algo más de 200 mm de euros.

La principal finalidad del programa de OMC es restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en el conjunto del área del euro sin que ello conlleve un debilitamiento de los esfuerzos necesarios para resolver la crisis en el plano de las políticas nacionales y europeas. Para ello, el programa de OMC establece la posibilidad de que el BCE adquiera bonos soberanos a corto plazo en los mercados secundarios, respetando la prohibición de financiación monetaria del artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea<sup>2</sup>. Las compras se concentrarán exclusivamente en instrumentos con vida residual entre uno y tres años, cuyas rentabilidades están más vinculadas al tono de la política monetaria, siendo, además, en este segmento del mercado donde las distorsiones habían sido más severas.

Para reforzar su eficacia, la posición acreedora del BCE resultante de las OMC tendrá igualdad de trato con la del resto de tenedores privados. El programa no establece límites cuantitativos *ex ante*, si bien el BCE ha anunciado que —como en el caso del SMP— procederá a esterilizar íntegramente la liquidez que se genere.

Por otra parte, la activación de las OMC estará sujeta al cumplimiento de una condicionalidad estricta, que tiene por objetivo preservar los incentivos de los Gobiernos a mantener la disciplina fiscal y profundizar en las reformas estructurales, pieza clave en el necesario ajuste de los desequilibrios macroeconómicos, en la recuperación de la actividad económica y, en definitiva, en la desaparición de las primas de riesgo. En concreto, la activación de las OMC estará vinculada a que el Estado miembro afectado haya solicitado previamente asistencia financiera a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) o al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), bien a través de un programa completo de ajuste macroeconómico o de un programa precautorio (Línea de Crédito con Condicionalidad Reforzada). El corto plazo de los valores adquiridos facilitará la aplicación de la condicionalidad y contribuirá, también, a limitar la expansión del balance del Eurosistema.

<sup>2</sup> Para más detalles sobre el diseño del programa de OMC y los objetivos de la prohibición de financiación monetaria, puede consultarse el recuadro 1 del *Boletín Mensual* del BCE de octubre de 2012.

Los programas de asistencia —en cuyo diseño y evaluación está previsto que intervenga el Fondo Monetario Internacional— tendrán que incluir la posibilidad de que la FEEF o el MEDE realicen compras en el mercado primario de valores. En el caso de los países que actualmente se encuentran bajo un programa de ajuste macroeconómico, las OMC podrán activarse en el momento en que estén recuperando su acceso a los mercados. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno del BCE decidirá, tras una evaluación en profundidad de la situación de cada país, el inicio, mantenimiento y finalización de las OMC en la medida en que resulten convenientes desde el punto de vista de la política monetaria, y siempre y cuando la condicionalidad asociada al programa correspondiente sea cumplida estrictamente. Las OMC nunca tendrán lugar durante las revisiones regulares de los programas y se reanudarán cuando sea necesario, siempre después de que la revisión concluya el cumplimiento del programa. El BCE informará semanalmente de sus tenencias de deuda y mensualmente del vencimiento medio de su cartera y del desglose por países.

A falta de conocer todavía algunos detalles del funcionamiento del programa de OMC, los mercados financieros respondieron favorablemente a su anuncio. Los diferenciales de deuda soberana de los países sometidos a tensiones financieras, como España e Italia, se relajaron especialmente en los plazos más cortos (véase gráfico 3). El efecto sobre los tipos de interés bancarios debería ser perceptible, probablemente, de forma más progresiva. Las condiciones se han estabilizado también en los mercados de deuda corporativa y bancaria, en los que las emisiones han registrado, desde comienzos de septiembre, una recuperación sustancial, particularmente en los países más afectados por las tensiones (véase gráfico 4). No obstante, las condiciones de los mercados continúan lejos de normalizarse y rodeadas de una gran incertidumbre.

En conclusión, la introducción del programa de las OMC refleja el compromiso del BCE para ejecutar cuantas acciones sean precisas para asegurar la irreversibilidad de la moneda única, recuperar su capacidad de control sobre las condiciones crediticias en el conjunto del área del euro y erradicar la eventualidad de escenarios particularmente adversos para su mandato de mantener la estabilidad de precios. La efectividad de este programa requerirá que las autoridades nacionales no relajen el esfuerzo para cumplir con sus compromisos de consolidación fiscal y de reformas estructurales y que a nivel del área se mantenga el ímpetu para avanzar hacia una genuina unión económica y monetaria.

niveles de junio. Por el contrario, durante este período aumentó el índice PMI de gestores de compras de manufacturas, si bien se mantiene en valores inferiores a 50, cifra por encima de la cual se considera que se está produciendo una expansión de la actividad del sector. En el ámbito laboral, la tasa de paro continuó aumentando, hasta el 11,4 %, y los indicadores cualitativos referidos a las expectativas de empleo en la industria y en el sector servicios retrocedieron a lo largo de todo el trimestre.

	2011				2012			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2		
Consumo privado	0,0	-0,4	0,2	-0,5	-0,2	-0,4		
Consumo público	-0,2	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0		
Formación bruta de capital fijo	2,0	-0,2	-0,4	-0,5	-1,2	-1,5		
Importaciones	1,2	0,2	0,4	-1,4	-0,2	0,6		
Exportaciones	1,6	0,6	1,5	-0,1	0,7	1,3		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	-0,5		
Variación de existencias	0,1	0,4	-0,4	-0,4	-0,1	0,0		
Demanda exterior neta	0,2	0,2	0,5	0,6	0,4	0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	2,4	1,6	1,3	0,6	0,0	-0,4		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,0	0,3	0,5	-1,9	-0,5	-0,4	1,0	
Sentimiento económico	106,8	105,2	98,4	93,6	94,1	91,1	86,3	
PMI compuesto	57,6	55,6	50,3	47,2	49,6	46,4	46,3	
Empleo	0,1	0,2	-0,1	-0,3	-0,3	0,0		
Tasa de paro	9,9	9,9	10,2	10,6	10,9	11,3	11,4	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,7	2,7	3,0	2,7	2,7	2,4	2,6	
IPRI	6,8	5,9	5,8	4,3	3,5	1,8	2,7	
Precio del petróleo (valor en dólares)	115,4	114,9	114,8	108,7	126,8	95,7	113,2	113,7
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,6	4,4	4,0	4,1	3,3	3,4	2,3	2,3
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-1,14	-1,30	-2,06	-2,17	-1,12	-1,81	-0,72	-0,57
Tipo de cambio dólar/euro	1,421	1,445	1,350	1,294	1,336	1,259	1,293	1,304
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	3,4	3,7	0,7	-2,1	0,9	-2,4	-2,3	-1,6
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	4,2	2,0	-22,0	-17,1	6,9	-2,2	5,9	9,7

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

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

b Variación porcentual acumulada en el año.

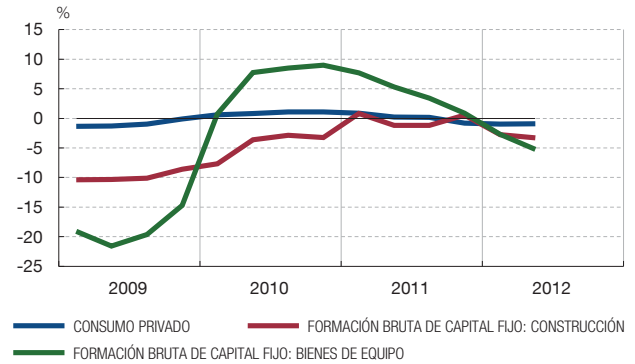
Los indicadores relacionados con la demanda también dieron señales de una cierta debilidad en los meses de verano. Así, las matriculaciones de automóviles cayeron en el tercer trimestre y la confianza de los consumidores retrocedió entre junio y septiembre, situándose en niveles muy inferiores a su media de largo plazo. Sin embargo, las ventas minoristas aumentaron ligeramente en julio y agosto. En relación con los indicadores sobre la inversión en bienes de equipo de la Comisión Europea, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos de la industria empeoraron en el tercer trimestre. Finalmente, en el promedio de julio y agosto las exportaciones nominales de bienes aumentaron, mientras que tanto las expectativas de exportación como la valoración de la cartera de pedidos exteriores empeoraron durante el trimestre.

En definitiva, la información coyuntural más reciente indica que la debilidad de la actividad económica ha continuado en los meses de verano (véase cuadro 1). Entre los factores que subyacen en este retroceso del PIB, cabe señalar la ralentización de la demanda procedente

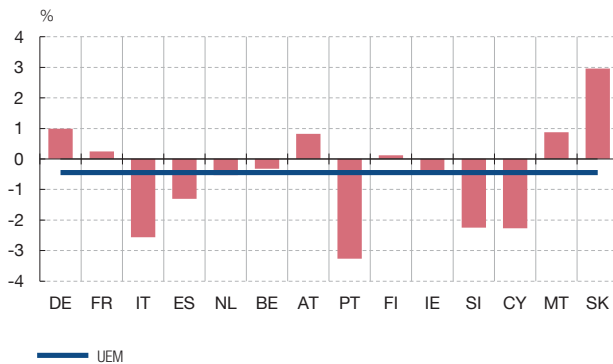
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanual



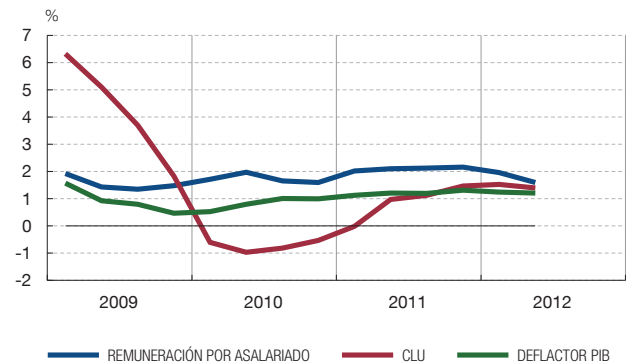
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Segundo trimestre de 2012



SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual

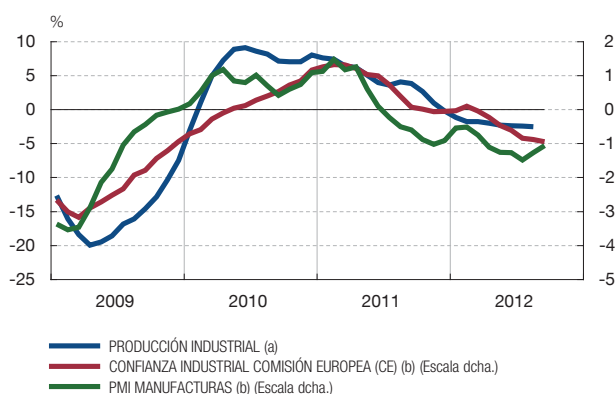


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

del sector exterior, el aumento de los precios de las materias primas y, sobre todo, el impacto de las medidas de consolidación fiscal. Por todo ello, los organismos internacionales y los analistas privados han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento para la segunda parte de 2012 y 2013, retrasando la recuperación de la actividad en el área del euro a principios del año próximo (véase cuadro 2). Este escenario, además, aparece rodeado de una elevada incertidumbre, con un predominio de los riesgos a la baja. Los más relevantes están relacionados con una nueva agudización de las tensiones financieras del área del euro, así como con un impacto más pronunciado de estas sobre las decisiones de gasto de los agentes.

La tasa interanual de inflación se situó en el 2,6% en septiembre, dos décimas por encima del registro de junio, impulsada por factores de naturaleza transitoria, como los incrementos de los precios de las materias primas y las subidas de impuestos indirectos en España e Italia. De este modo, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se redujo durante este período en dos décimas, hasta el 1,6% (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales registraron en agosto un ritmo de crecimiento del 2,7%, casi 1 pp superior al del mes de junio, por el repunte de los precios de la energía. A medio plazo se espera que la tasa de inflación se sitúe por debajo del 2% a principios de 2013. Sobre este escenario central, los riesgos estarían equilibrados, ya que los posibles incrementos en los impuestos indirectos y los 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

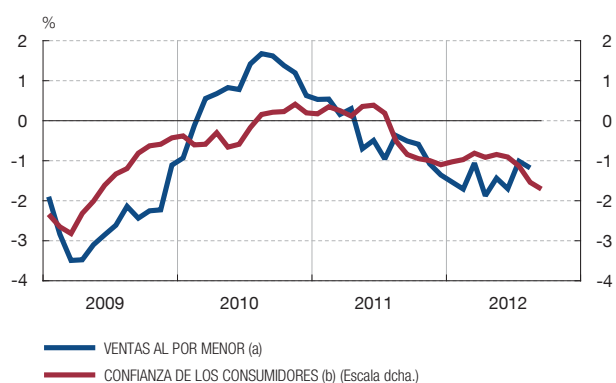
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



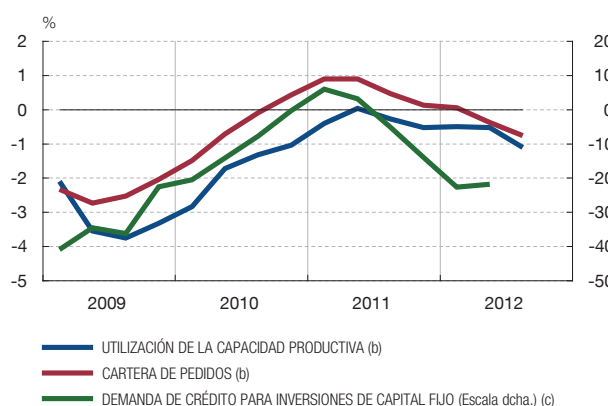
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



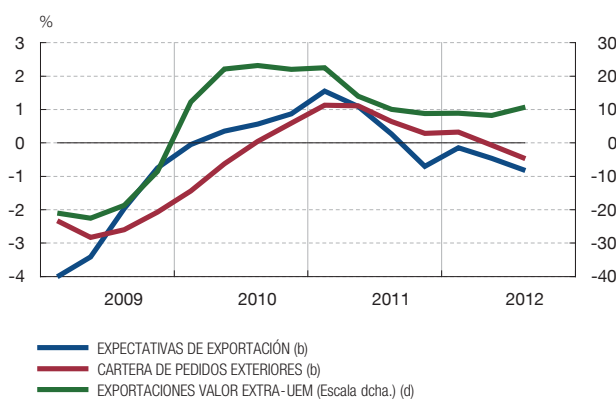
INDICADORES DE CONSUMO



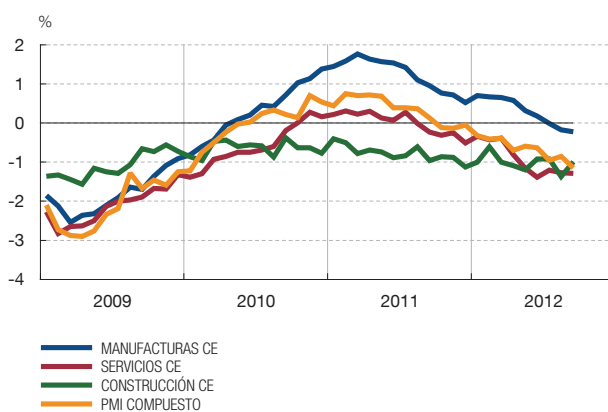
INDICADORES DE INVERSIÓN



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 (septiembre de 2012)	-0,6(-0,2)	2,4-2,6	-0,4-1,4	1,3-2,5
Comisión Europea (mayo de 2012)	-0,3	2,0	1,0	1,6
FMI (octubre de 2012)	-0,4	2,3	0,2	1,6
OCDE (mayo de 2012)	-0,1	2,4	0,9	1,9
Consensus Forecast (octubre de 2011)	-0,5	2,4	0,2	1,9
Eurobarómetro (octubre de 2012)	-0,5	2,4	0,2	1,9

FUENTES: BCE, Comisión Europea, Consensus Forecast, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.

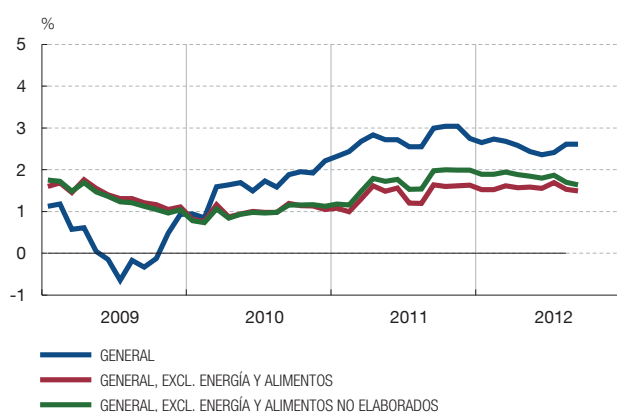
a Tasas de variación anual.

## UEM. INDICADORES DE PRECIOS

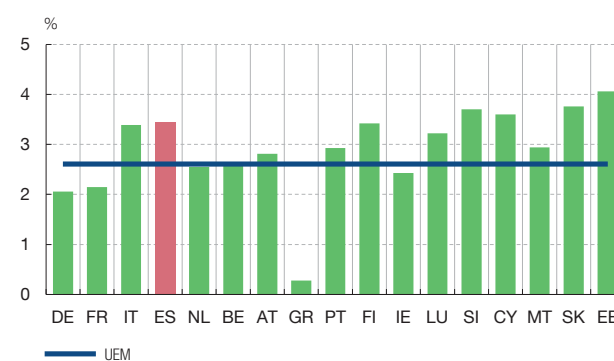
### Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10

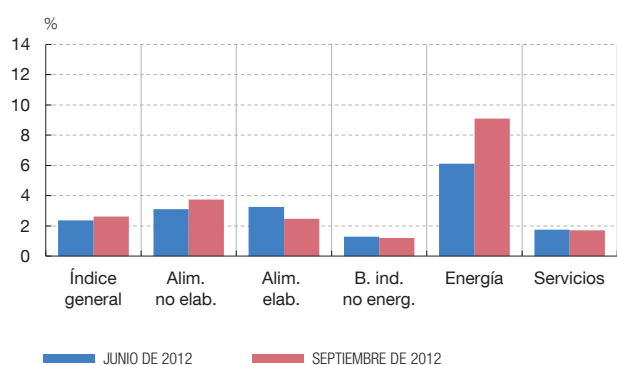
#### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



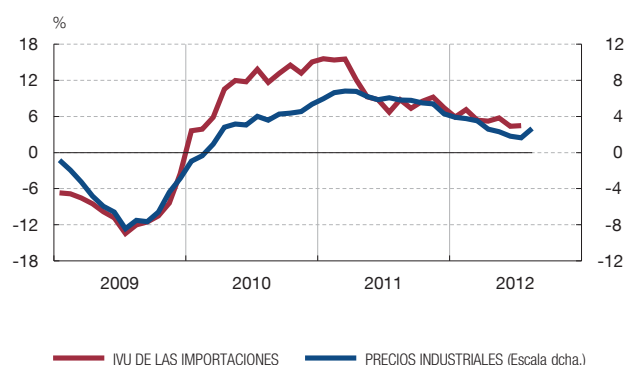
#### IAPC GENERAL (Septiembre 2012)



#### IAPC Y SUS COMPONENTES



#### OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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 agosto de 2012 un superávit de 33,3 mm de euros (un 0,5 % del

Una de las fisuras de la unión monetaria que se ha puesto de manifiesto durante la actual crisis ha sido la vulnerabilidad que genera la coexistencia de una política monetaria única y sistemas financieros donde la responsabilidad última de la supervisión y resolución de las dificultades en que puedan incurrir las entidades recae en los Gobiernos nacionales. Ello ha potenciado la existencia de canales de retroalimentación entre el riesgo soberano y el bancario que fueron la base del recrudecimiento de las tensiones financieras que se observó en la primera mitad de 2012. Por ello, a finales de junio, los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro dotaron de una nueva dimensión al proceso de revisión de la gobernanza europea, que hasta ahora había concentrado sus esfuerzos en subsanar las deficiencias detectadas en los procesos de supervisión y coordinación de las políticas macroeconómicas y en la creación de mecanismos de asistencia financiera. En esta cumbre se marcó el inicio del camino hacia un nuevo modelo de unión monetaria a medio y largo plazo que puede llegar a suponer avances sustanciales en la integración financiera, fiscal y económica de los países de la UEM. Según el acuerdo alcanzado, el proceso hacia esta «unión económica y monetaria genuina» debería comenzar por el diseño de una «unión bancaria» a la que se dotará de los siguientes elementos: un sistema único e integrado de supervisión de las entidades bancarias, un marco único de gestión y resolución de las entidades con dificultades y un esquema común de garantía de depósitos para armonizar los niveles de protección de los consumidores. Además, los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM consensuaron que el primero de estos elementos, el sistema de supervisión integrada, se tramitaría con carácter de urgencia, con el propósito de poner en marcha un marco institucional capaz de romper el vínculo desestabilizador entre el riesgo financiero y el soberano y frenar el proceso de pérdida de confianza que está fragmentando los mercados financieros y bancarios europeos. La posibilidad de recapitalización directa de los bancos por parte del MEDE —que entró en funcionamiento a principios de octubre— quedó supeditada a la creación de un mecanismo de esa naturaleza que contase con la participación del BCE.

En este sentido, el 12 de septiembre la Comisión Europea hizo pública una propuesta de establecimiento de un Mecanismo Único de Supervisión (MSU) de entidades financieras, para la que solicita aprobación antes de finales de 2012, junto con una hoja de ruta en la que establece los pasos que se han de seguir para lograr una completa unión bancaria. La propuesta, consistente con el artículo 127(6) del Tratado de Funcionamiento de la UE, asigna al BCE la responsabilidad última de determinadas tareas fundamentales en el ámbito de la supervisión de todas las entidades financieras de la zona del euro (excluidas las agencias de seguros), y también de aquellos países de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro que alcancen un acuerdo de cooperación con el BCE. Con ello se pretende garantizar que los riesgos que la actividad bancaria pueda representar para la estabilidad financiera del área del euro en su conjunto son tenidos en cuenta de la forma adecuada y evitar que pueda primar la protección de los intereses nacionales. Entre las competencias transferidas, destacan

la concesión y la retirada de la autorización para operar a las entidades de crédito, la comprobación del cumplimiento de los requisitos prudenciales fijados en la normativa bancaria de la Unión Europea (UE), la realización de pruebas de resistencia como herramienta supervisora para evaluar la estabilidad de entidades bancarias concretas, la comprobación de que los bancos disponen de procedimientos y mecanismos internos de gobernanza sólidos que garanticen su solvencia, la participación en la intervención de aquellos bancos que presenten riesgos en su viabilidad —en coordinación con las autoridades competentes en materia de resolución bancaria—, y la valoración, junto con la Comisión, de posibles procesos de recapitalización con fondos públicos.

El Mecanismo integrará también a los supervisores nacionales que intervendrán en la preparación y aplicación de las decisiones que les asigne el BCE en las tareas que se hallen bajo la responsabilidad de este, lo que permitirá aprovechar su experiencia y conocimiento de los mercados bancarios nacionales. Los supervisores nacionales también mantendrán aquellas funciones que no sean expresamente transferidas al BCE, como la supervisión de los sistemas de pagos, la protección de los consumidores y la prevención del blanqueo de capitales.

Con el propósito de eliminar posibles conflictos de interés entre las funciones del BCE como responsable de la política monetaria y de la supervisión, se mantendrá una separación estricta, dentro del BCE, entre los órganos administrativos encargados de cada función, y se creará el denominado Consejo de Supervisión, en el cual el Consejo de Gobierno podrá delegar la toma de decisiones en el ámbito supervisor y que se mantendrá ajeno a las decisiones de política monetaria.

La reunión del Consejo Europeo de 18 y 19 de octubre acordó que la legislación sobre el Mecanismo debería estar consensuada a finales de 2012, de modo que pueda estar operativo a lo largo de 2013. Según la propuesta de la Comisión Europea, el BCE podrá asumir primero la responsabilidad supervisora de aquellos bancos que hayan recibido o solicitado apoyo público, asumiendo posteriormente la correspondiente a las entidades de mayor importancia sistémica y de la totalidad de los restantes bancos.

El MSU estará representado en la Autoridad Bancaria Europea (ABE), el organismo establecido en 2011 con el objeto, entre otros, de fortalecer la coordinación de las prácticas supervisoras nacionales en la UE y asegurar que las mismas reglas se aplican a las mismas actividades en todos los países miembros, evitando así un posible arbitraje regulatorio. En la actualidad, la ABE está contribuyendo a la elaboración de un código normativo único (*Single Rulebook*) para la prestación de servicios financieros en la UE, que, una vez concluido, deberá ser aplicado por el BCE en su tarea supervisora. Su finalización resulta crucial para evitar el riesgo de segmentación del mercado único entre los Estados miembros de la UEM —que se encontrarán bajo el ámbito supervisor del BCE— y los restantes, donde las autoridades nacionales mantendrán las competencias. Para contribuir a ello, la Comisión Europea pide en



la hoja de ruta que antes de que finalice 2012 se alcance un acuerdo entre el Parlamento Europeo y el Consejo respecto a la Directiva de Requerimientos de Capital IV, que establece los requerimientos de capital y liquidez y el marco prudencial que regirán en la UE en su conjunto.

La hoja de ruta de la Comisión señala que la unión bancaria debe incorporar, como extensión natural del sistema único de supervisión, un mecanismo común y centralizado para acometer de forma ordenada la resolución de aquellas entidades bancarias no viables que eventualmente lo requieran. También menciona la necesidad de disponer de un sistema armonizado de protección de los depositantes. Mientras tanto, como paso previo a la creación de esos mecanismos, la Comisión pide al Parlamento Europeo y al Consejo que lleguen a un acuerdo antes de finales de 2012 sobre las propuestas de directiva ya existentes en este campo: la propuesta de directiva sobre recuperación y resolución de bancos, y la propuesta de directiva de fondos de garantía de depósitos. La primera propuesta, que se presentó en junio de 2012, aboga por una armonización de los procedimientos nacionales aplicados en caso de quiebra bancaria y por la creación de fondos nacionales de resolución *ex ante* financiados con contribuciones de los bancos, que asumirían, junto con

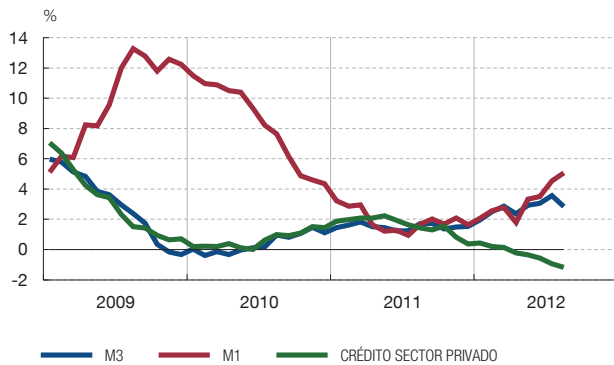
sus accionistas y acreedores, los costes de la reestructuración, de forma previa a la concesión de financiación pública. La segunda, hecha pública en julio de 2010, defiende avanzar en la armonización de los fondos nacionales de protección de depósitos, más allá de la fijación de una cobertura máxima común de 100.000 euros por depositante e institución, ya vigente desde diciembre de 2010.

La superación de los vínculos entre el riesgo soberano y bancario requiere no solo avanzar con urgencia hacia el establecimiento del mecanismo de supervisión única, sino también afrontar de manera decidida la creación de un marco integrado de garantía de depósitos y de gestión y resolución de crisis. El progreso en estos frentes depende de la voluntad política para afrontar las implicaciones fiscales que todo mecanismo de mutualización de riesgos puede conllevar. Por ello, resulta necesario que no se diluya el compromiso político de avanzar con decisión hacia una unión monetaria más cohesionada que los jefes de Estado y de Gobierno articularon en la cumbre de junio, y que ha sido puesto en duda por las interpretaciones divergentes surgidas con posterioridad sobre la posibilidad de recapitalización directa de bancos en dificultades por parte del MEDE una vez que entre en vigor el Mecanismo Único de Supervisión.

PIB), frente al déficit de 37,9 mm (un 0,6 % del PIB) del mismo periodo del año anterior. Esta mejora obedeció principalmente a que el saldo de la balanza de bienes se tornó positivo y a que la balanza de servicios y la de rentas ampliaron su superávit. En relación con la cuenta financiera, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa se moderaron hasta 31,5 mm de euros entre enero y agosto, frente a los 84,8 mm de euros del mismo periodo del año anterior, mientras que las entradas netas de capital en forma de inversión de cartera para el mismo periodo se redujeron en 229,5 mm de euros, hasta los 47,8 mm. Con todo, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 49,6 mm de euros entre enero y agosto de 2012, muy inferior a los 154,6 mm registrados en el mismo periodo del año anterior (véase gráfico 11).

La información disponible sobre la ejecución presupuestaria y las estimaciones de los Gobiernos de la UEM muestran que todos los países han avanzado en la corrección de los desequilibrios presupuestarios, de modo que, en el conjunto de la zona del euro, el déficit podría situarse próximo al 3 % del PIB en 2012, en línea con las estimaciones publicadas por la Comisión Europea en primavera (véase cuadro 3). En un contexto en el que los ingresos presupuestarios del conjunto del área se han visto mermados por el deterioro de la situación económica y los pagos por intereses han aumentado notablemente, la consecución de este objetivo ha sido posible por dos hechos muy diferenciados. En primer lugar, porque en algunos países, como Alemania y Austria, la ejecución presupuestaria está avanzando mejor de lo esperado —aunque en el caso alemán las ayudas al sector bancario pueden tener un impacto significativo de carácter transitorio sobre las cuentas públicas en la segunda mitad del año—. En

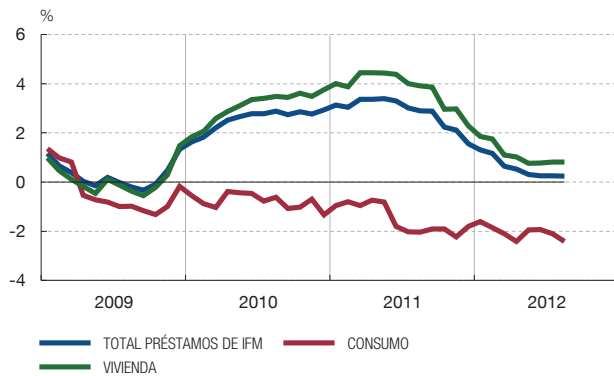
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanual



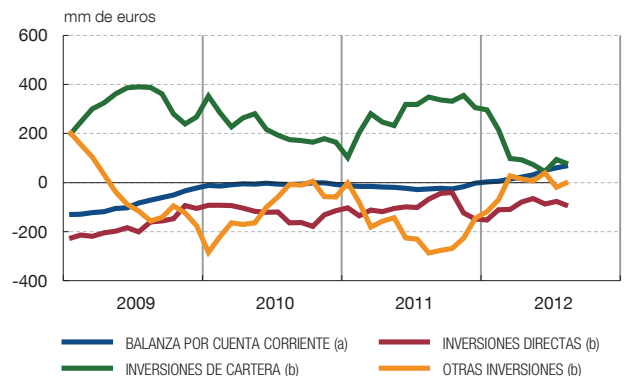
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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.

segundo lugar, porque en la mayor parte del resto de las economías, donde los efectos sobre el gasto de la crisis son notables, se han implementado medidas de consolidación adicionales para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para 2012 y 2013. En este sentido, cabe destacar el proyecto de presupuestos de Francia para 2013, que incorpora un incremento de impuestos para las empresas y familias, junto con nuevos recortes del gasto. Recientemente, Portugal también ha anunciado una subida impositiva generalizada para 2013, especialmente significativa en el caso del impuesto sobre la renta y sobre la propiedad, junto con la creación de un nuevo impuesto sobre transacciones financieras. A su vez, el Gobierno italiano aprobó los presupuestos para 2013 que incorporan una subida del IVA y un recorte de impuestos sobre las rentas más bajas. Finalmente, en Grecia, los ingresos presupuestarios se mantuvieron sustancialmente por debajo de lo presupuestado, debido a la recesión económica y a los escasos avances en la implementación de algunos compromisos, como las privatizaciones. No obstante, la troika continúa negociando las medidas de consolidación para 2013, que esta economía se comprometió a implementar en el momento de concesión del segundo programa de ayuda (5,5 % del PIB).

% 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	-3,0	-2,8	-3,3	-2,3
Alemania	-4,3	-1,0	-0,9	-0,4	-0,9	-0,7	-0,4
Estonia	0,2	1,0	-2,4	-2,0	-2,2	-1,3	-0,4
Irlanda	-31,2	-13,1	-8,3	-8,3	-8,2	-7,5	-7,5
Grecia	-10,3	-9,1	-7,3	-7,5	-6,7	-8,4	-4,7
España	-9,3	-8,5	-6,4	-7,0	-5,3	-6,3	-5,7
Francia	-7,1	-5,2	-4,5	-4,7	-4,4	-4,2	-3,5
Italia	-4,6	-3,9	-2,0	-2,7	-1,7	-1,1	-1,8
Chipre	-5,3	-6,3	-3,4	-4,8	-2,6	-2,5	-5,6
Luxemburgo	-0,9	-0,6	-1,8	-2,5	-1,8	-2,2	-1,8
Malta	-3,7	-2,7	-2,6	-2,5	-2,2	-2,9	-2,2
Holanda	-5,1	-4,7	-4,4	-3,7	-4,6	-4,6	-3,2
Austria	-4,5	-2,6	-3,0	-2,9	-3,0	-1,9	-2,1
Portugal	-9,8	-4,2	-4,7	-5,0	-4,5	-3,1	-4,5
Eslovenia	-6,0	-6,4	-4,3	-4,6	-3,5	-3,8	-4,4
Eslovaquia	-7,7	-4,8	-4,7	-4,8	-4,6	-4,9	-2,9
Finlandia	-2,5	-0,5	-0,7	-1,4	-1,2	-0,4	-0,9
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,4	-1,1	0,0	-0,5		0,3	0,2
Saldo total	-6,2	-4,1	-3,2	-3,3	-3,0	-2,9	-2,6
Deuda pública	85,6	88,0	91,8	93,6	91,1	92,6	94,9

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 octubre de 2012.  
d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2012.

A pesar de la contención de los déficits públicos, se espera que en 2012 la ratio de deuda registre un incremento superior al observado el año anterior, situándose próxima al 92 %, debido, entre otros factores, a la contabilización de las ayudas al sector bancario.

En el ámbito de la gobernanza fiscal, continúa la discusión de las dos propuestas de regulación que hizo la Comisión Europea a finales del año pasado, el denominado «two-pack». Estas medidas persiguen fortalecer los mecanismos de supervisión fiscal para los países sujetos a procedimiento de déficit excesivo e introducen la figura de la «supervisión reforzada» para los que experimenten dificultades financieras. En junio, el Parlamento Europeo introdujo enmiendas significativas a estas propuestas, añadiendo algunos elementos que supondrían avances hacia una mayor corresponsabilidad fiscal y mutualización de riesgos en el conjunto de la UEM, en línea con lo acordado en la cumbre europea de finales de junio.

La cumbre europea de octubre reiteró el compromiso de explorar las posibles alternativas para avanzar hacia una unión monetaria más integrada, con capacidad fiscal suficiente para hacer frente a perturbaciones de carácter específico que pueden registrar algunos países del área, además de mecanismos contractuales e incentivos financieros que promuevan la

implementación de reformas estructurales consistentes con el buen funcionamiento de la UEM. El informe final que se presentará en diciembre contendrá una propuesta concreta y un calendario para avanzar hacia este objetivo.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

Tras la fuerte inestabilidad de julio, la situación financiera experimentó cierta mejoría como respuesta a las declaraciones del presidente Draghi del 26 de julio, cuando afirmó que el BCE estaba preparado para hacer lo que fuera necesario para preservar el euro, y al anuncio el 2 de agosto por parte del Consejo del BCE de nuevas medidas no convencionales de política monetaria. Asimismo, la resolución de algunas incertidumbres políticas, como el respaldo del Tribunal Constitucional alemán al Mecanismo Europeo de Estabilidad que permite que esté operativo el 8 de octubre, contribuyeron a la estabilización de la situación financiera.

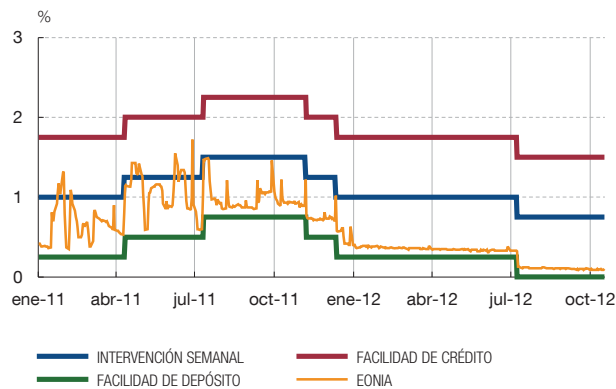
En este sentido, el Consejo de Gobierno del BCE comunicó en su reunión de septiembre algunos detalles del programa de compra de bonos soberanos en el mercado secundario, denominado Operaciones Monetarias de Compraventa, a la vez que dio por concluido el anterior Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés) (véase recuadro 2 para más detalles). El objetivo de las OMC es restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en todos los países de la UEM y contrarrestar los temores infundados sobre la reversibilidad del euro, sin reducir los incentivos de los Gobiernos a continuar avanzando en las políticas nacionales. Estas compras se llevarán a cabo bajo una condicionalidad estricta y efectiva establecida en un programa completo de ajuste macroeconómico o en un programa precautorio (Línea de Crédito con Condicionalidad Reforzada de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera o del Mecanismo Europeo de Estabilidad, siempre que incluyan la posibilidad de que estas instituciones realicen compras en el mercado primario). En estas operaciones el BCE recibirá el mismo trato (*pari passu*) que el de los acreedores privados y se continuará esterilizando íntegramente la liquidez generada. En octubre, el Consejo anunció que estaba preparado para implementar las OMC, en cuanto se cumpliera la condicionalidad estricta antes mencionada, y que las compras de bonos se suspenderán durante los períodos en los que se evalúe el cumplimiento de dichos programas. Finalmente, el Consejo también adoptó medidas adicionales para preservar la disponibilidad de activos de garantía para las entidades de contrapartida, a fin de mantener su acceso a las operaciones de provisión de liquidez del Eurosistema.

En lo que respecta a la política monetaria convencional, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre, mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación y en el 0 % y el 1,5 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 12).

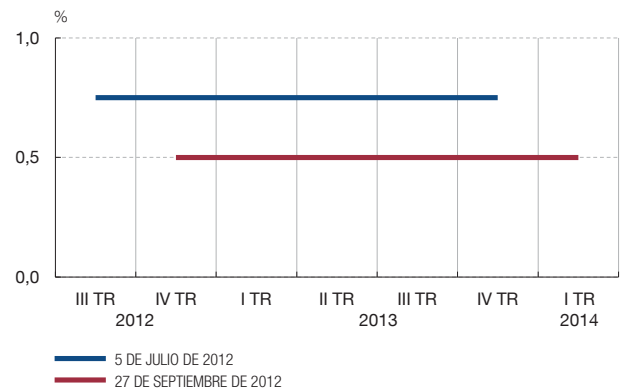
En los mercados de deuda soberana, el anuncio de las medidas del BCE inició una tendencia a la baja de los diferenciales de los países sometidos a tensiones financieras desde los máximos alcanzados en el mes de julio que se corrigió parcialmente hacia finales de septiembre y principios de octubre (véase gráfico 12). Por su parte, las rentabilidades de la deuda del bono a diez años de Alemania y Estados Unidos oscilaron ligeramente durante los meses de verano, situándose en la actualidad en torno a sus mínimos históricos, del 1,4 % y del 1,6 %, respectivamente.

En el mercado bursátil, la evolución fue similar, de forma que desde finales de julio el índice EUROSTOXX 50 acumula un crecimiento del 9,3 %. En este mismo periodo, el tipo de

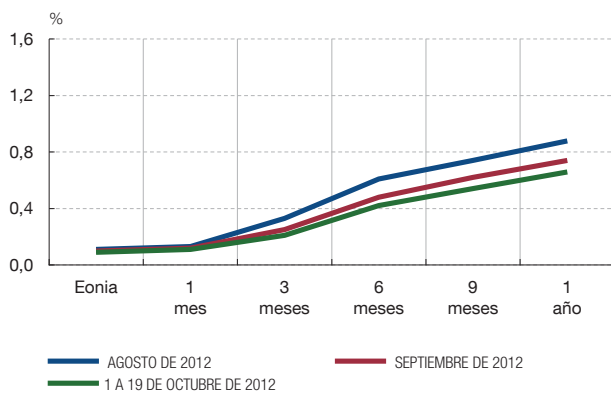
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



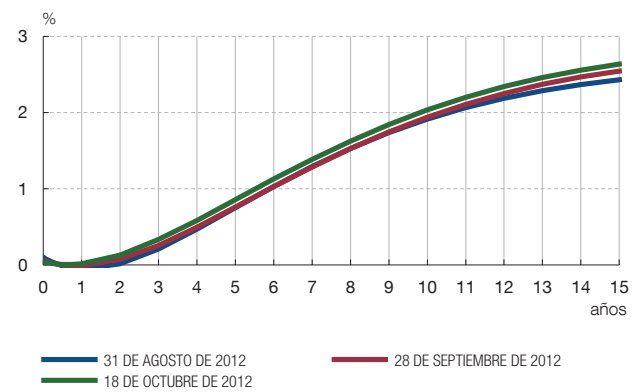
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



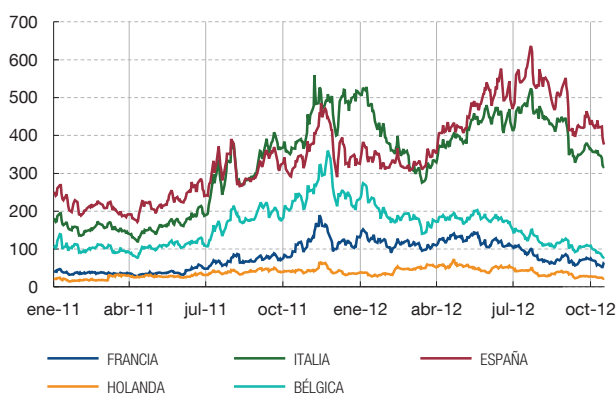
MERCADO INTERBANCARIO



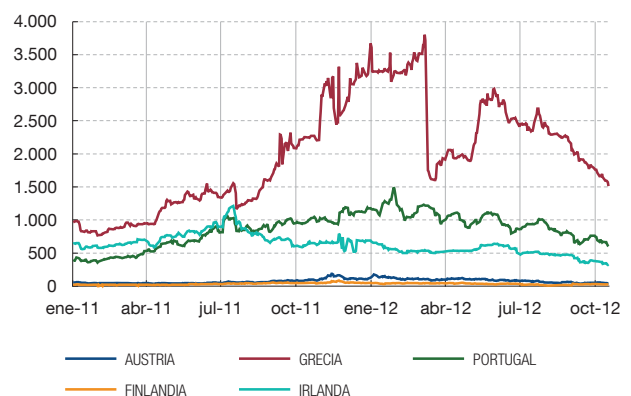
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



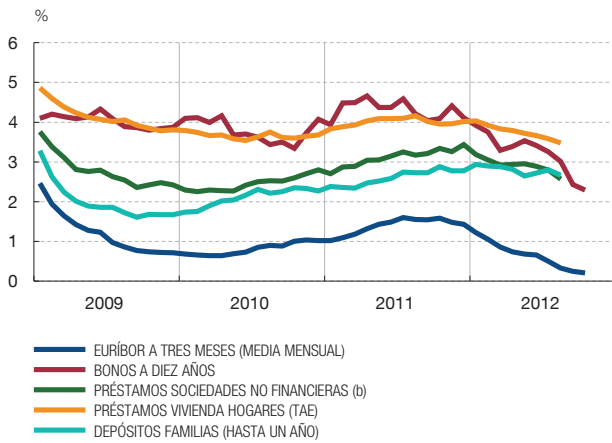
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

cambio del euro se apreció un 6,1 % respecto al dólar y un 3,4 % en términos efectivos nominales (véase gráfico 13).

La mayor estabilidad financiera también se manifestó en el mercado interbancario, donde los tipos de intereses de los depósitos se redujeron en todos los plazos, hasta situarse el euríbor a tres meses y a un año en el entorno del 0,2 % y el 0,6 %, respectivamente, en

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



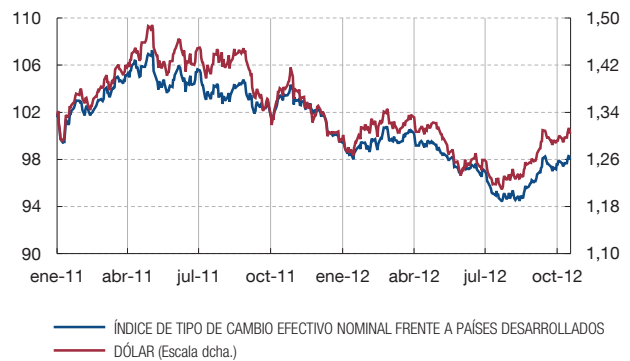
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

la fecha de cierre del boletín. Sin embargo, al caer en menor medida los tipos de las operaciones con garantías —*europos*—, los diferenciales entre ambos se redujeron considerablemente, alcanzando los 58 pb en el euríbor a un año, cifra no observada desde mediados de 2011.

Las condiciones de financiación a empresas y familias no mostraron síntomas de recuperación a lo largo del trimestre, en un contexto de amplias divergencias por países en la evolución del crédito. De acuerdo con las previsiones de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a las sociedades y hogares mantuvieron un carácter restrictivo en el segundo trimestre, al tiempo que el actual contexto económico no permitió que la demanda de financiación bancaria se recuperara. De este modo, los préstamos bancarios a sociedades disminuyeron en agosto un 0,5 % en términos interanuales. En cambio, las emisiones de deuda de las sociedades no financieras continuaron creciendo a tasas relativamente elevadas, por encima del 10 % interanual en julio, apuntando la información provisional más reciente a una cierta reactivación de las emisiones de empresas, especialmente en los países sujetos a mayores tensiones financieras (véase gráfico 11). En el caso del crédito a hogares, el crecimiento se mantuvo en

el 1 %, impulsado por la adquisición de vivienda, mientras que la caída interanual de los préstamos para consumo alcanzó el 2,4 %.

Finalmente, el coste de los préstamos bancarios otorgados al sector privado continuó reduciéndose en el caso de la financiación a hogares y a empresas, excepto en el caso de las operaciones de las sociedades no financieras de menor tamaño —inferiores a 250.000 euros—, que se mantuvieron estables (véase gráfico 13). Este comportamiento esconde, no obstante, amplias divergencias por países en los niveles de los tipos bancarios.

## 4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

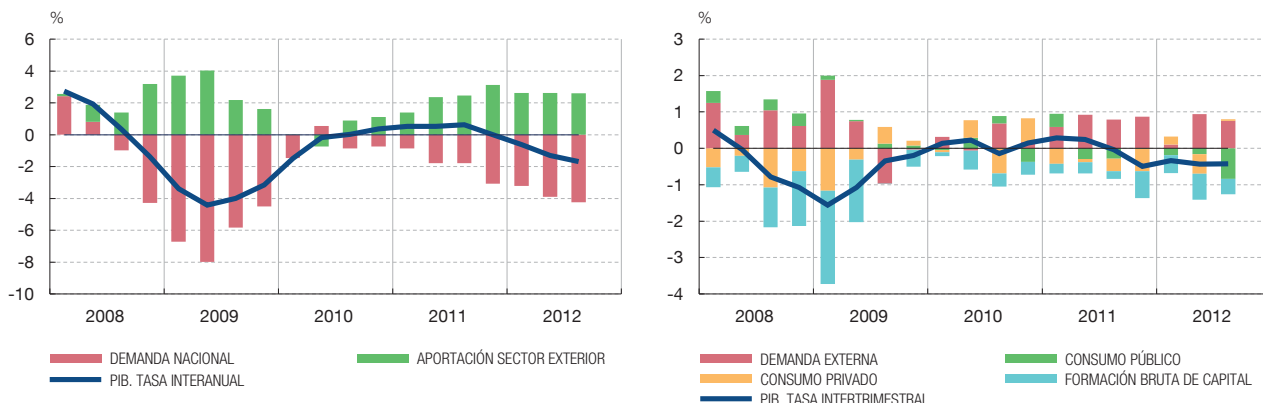
La información disponible acerca de la evolución de la economía en el tercer trimestre de 2012 apunta a que la actividad se contrajo a un ritmo intertrimestral del 0,4 %, similar al observado en el período comprendido entre abril y junio (véase gráfico 14). La demanda nacional mantuvo un tono de notable debilidad, si bien la tasa de variación estimada (-1,2 %) fue algo menos negativa que la del trimestre anterior, en parte como consecuencia del impulso que el consumo privado recibió de modo transitorio por el adelantamiento de compras que tuvo lugar entre el anuncio del aumento de los tipos del IVA y su entrada en vigor. Por lo que respecta a los intercambios con el resto del mundo, el continuado empuje de las exportaciones se vio compensado, en parte, por el repunte de las importaciones, de manera que la contribución positiva del saldo neto exterior al crecimiento del PIB se redujo ligeramente, hasta 0,8 pp.

En términos interanuales, el producto intensificó su caída en cuatro décimas, hasta el -1,7 %, mientras que el número de ocupados continuó disminuyendo con intensidad, a un ritmo similar al del segundo trimestre (-4,5 %). En consecuencia, se estima que la productividad aparente mantuvo un elevado dinamismo, aunque su crecimiento fue algo inferior al del período anterior. Este comportamiento, unido a la ralentización del ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado, se habría traducido en un nuevo descenso de los costes laborales unitarios del conjunto de la economía. En cuanto a la evolución de los precios, en septiembre la tasa de variación interanual del IPC fue del 3,4 %, 1,5 pp por encima de la de junio. Junto con algunos aumentos de precios administrados, esta mayor inflación se explica por el impacto del incremento de los tipos del IVA, si bien la marcada debilidad de la demanda ha supuesto que su traslación a los precios finales haya sido incompleta, tal como se analiza en el recuadro 4. Debido a este repunte de la inflación, el diferencial frente al conjunto del área del euro en términos del IAPC pasó a ser positivo y se situó en septiembre en 0,9 pp, su mayor nivel desde febrero de 2011.

### 4.1 Demanda

En el tercer trimestre de 2012, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH mostró una pequeña recuperación, que, a tenor de la información disponible, cabría atribuir al efecto inducido por el aumento de los tipos impositivos del IVA a partir del 1 de septiembre, que condujo a que las familias adelantaran a los meses de julio y agosto algunas decisiones de compra (en especial, de bienes de consumo duradero) que, en caso contrario, habrían llevado a cabo en meses posteriores. Como consecuencia, se estima que este componente de la demanda experimentó un aumento intertrimestral del 0,1 %, frente a la caída del 0,9 % del segundo trimestre (véase gráfico 15). Diferentes indicadores cuantitativos reflejaron esta recuperación transitoria del consumo. Así, las matriculaciones de automóviles particulares experimentaron un notable incremento intertrimestral, del 13,5 %, calculado sobre la serie corregida de variaciones estacionales. Esa tasa fue el resultado de un fuerte repunte en julio y, sobre todo, en agosto, seguido de un retroceso igualmente pronunciado en septiembre, tras el aumento impositivo. Asimismo, las ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, indicador elaborado por la Agencia Tributaria, ralentizaron su ritmo de descenso interanual en el promedio de julio y agosto hasta el -0,8 %, frente al retroceso del 6,4 % del segundo trimestre. Por su parte, la información del índice de comercio al por menor arroja una evolución similar, con una caída en el promedio de julio y agosto menos acusada que la observada en el trimestre anterior.





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

El hecho de que las familias hayan adelantado a los meses de julio y agosto una parte de las decisiones de consumo que pensaban acometer en los últimos meses del año lleva a esperar que la recuperación de este componente de la demanda en el tercer trimestre sea transitoria y vaya seguida de un retroceso en el cuarto. La evolución reciente de los indicadores de confianza apunta en esta dirección. En particular, en el tercer trimestre se produjo un descenso de la confianza tanto de los comerciantes minoristas como, sobre todo, de los consumidores, que, al cierre del trimestre, se situó en su nivel más bajo desde abril de 2009.

De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, en el segundo trimestre de 2012 tuvo lugar una intensificación del ritmo de descenso interanual de la renta nominal de las familias, hasta el  $-1,3\%$ , calculado como media móvil de cuatro trimestres. Esta evolución vino determinada por una contribución más negativa de la remuneración de asalariados y por una reducción de la aportación positiva del excedente bruto. En cambio, la magnitud de la contribución de las AAPP a la renta de las familias fue mayor que en el trimestre anterior, con un aumento de la aportación de las prestaciones sociales y una menor detracción por el lado de los impuestos. La mayor caída de la renta de las familias en el segundo trimestre se plasmó, a pesar de la debilidad del consumo, en un nuevo descenso de la tasa de ahorro, que se situó en el  $9,6\%$  de la renta bruta disponible, unos 8 pp por debajo del nivel máximo alcanzado en el cuarto trimestre de 2009. También la capacidad de financiación de los hogares experimentó una nueva reducción en el segundo trimestre, hasta el  $1,8\%$  del PIB, por el mayor ritmo de descenso del ahorro en comparación con el de la inversión. A corto plazo, cabe esperar que la renta de los hogares mantenga una trayectoria descendente, en un contexto de debilidad del mercado de trabajo y de repunte de la inflación, lo que se traduciría en caídas adicionales del consumo en los próximos trimestres, dado el escaso margen existente para que la tasa de ahorro siga suavizando el patrón de gasto de las familias.

Se estima que la inversión en bienes de equipo se estabilizó en el tercer trimestre, tras las caídas intertrimestrales observadas en la primera mitad del año (véase gráfico 16). En el período julio-agosto, la producción industrial de este tipo de bienes registró un significativo impulso, al tiempo que las importaciones aumentaron levemente. También las matriculaciones de vehículos de carga aminoraron su retroceso en el tercer trimestre. No obstante, la confianza empresarial continuó deteriorándose tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo, lo que, al igual que en el caso del consumo

En los últimos meses, la inflación en España, aproximada por la tasa de crecimiento de los precios de consumo, ha experimentado un aumento sustancial. En concreto, en el mes de septiembre la tasa interanual del IPC se situó en el 3,4 % y la del IPSEBENE en el 2,1 %, 1,5 pp y 0,8 pp, respectivamente, por encima de los niveles de junio. En parte, esta aceleración se debe al encarecimiento del petróleo, que, por sí solo, explica algo más de la mitad del aumento de la tasa interanual del IPC entre junio y septiembre (véase gráfico 1). Pero, además, el repunte obedece, fundamentalmente, al impacto de distintas medidas orientadas a corregir los desequilibrios presupuestarios de las distintas AAPP. En particular, en el marco de este proceso se ha llevado a cabo en los últimos meses una reducción de las subvenciones que reciben los medicamentos del Sistema Nacional de Salud y se han encarecido diversos precios determinados por las AAPP —como los del transporte público urbano, las matrículas de las universidades públicas o las tasas de recogida de basuras y alcantarillado—. Además, el 1 de septiembre se incrementaron los tipos del IVA<sup>1</sup>.

La determinación del impacto sobre el IPC de las modificaciones en los precios administrados o en las subvenciones a determinados artículos es sencilla, dado que su efecto es completo e inmediato. Por el contrario, la magnitud de la traslación a los precios finales de las variaciones de la imposición indirecta es mucho más compleja, ya que depende de numerosos factores, que, además, inciden de manera diferente en los distintos mercados de productos. De forma tentativa puede estimarse el efecto de la subida de tipos del IVA sobre los precios de consumo en septiembre, siguiendo los mismos procedimientos utilizados en el *Boletín Económico* de octubre de 2010<sup>2</sup>. Esta estimación tiene un carácter necesariamente muy preliminar, pues cabe esperar que tengan

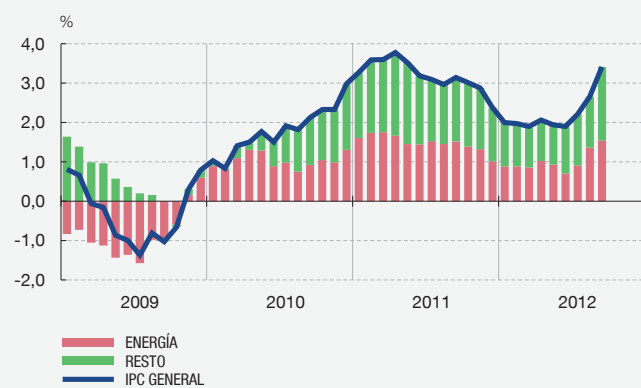
lugar ciertos efectos adicionales en los próximos meses —aunque probablemente de cuantía reducida—, conforme haya más empresas que procedan a revisar sus precios. De acuerdo con esas estimaciones, el aumento del IVA explicaría alrededor de seis décimas del aumento del IPC en septiembre, de modo que el grado de traslación estimado estaría en torno a un tercio del potencial impacto total. Esta repercusión es similar a la calculada tras la subida del IVA en 2010, pero claramente inferior a la que se produjo en 1992 y 1995, lo que sugiere que la acusada debilidad del gasto de los hogares en el contexto actual habría llevado, de nuevo, a muchas empresas a absorber en sus márgenes parte del incremento impositivo.

El gráfico 2, que presenta una descomposición contable de la tasa interanual del IPSEBENE en la que se aíslan las contribuciones del aumento de tipos del IVA y del incremento de los precios de artículos subvencionados o fijados por las AAPP, pone de manifiesto la importancia cuantitativa de estos efectos. En particular, se estima que el alza de los precios regulados y la de los tipos del IVA habrían contribuido, respectivamente, en cinco y seis décimas al repunte de 0,8 pp del IPSEBENE entre junio y septiembre, de modo que, en ausencia de estas medidas, la tasa de variación de este indicador se habría desacelerado en 0,3 pp.

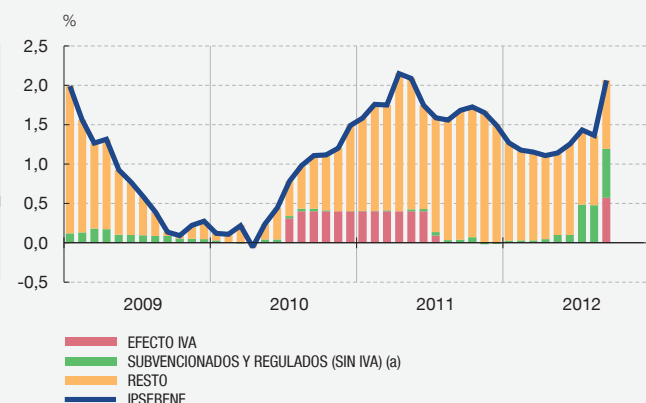
Debido a estos factores, la evolución de la variación interanual de la inflación durante el resto de este año y buena parte del siguiente se verá afectada por un efecto puramente estadístico, al igual que ocurrió tras el aumento del IVA de 2010. Este efecto se deriva del hecho de que la inflación interanual en un mes dado depende, por construcción, del comportamiento de los precios no solo en ese mes, sino también en los once anteriores. De esta manera, medidas como las mencionadas tienen un efecto directo sobre el nivel de precios que afecta a la tasa de inflación interanual durante doce meses, al cabo de los cuales, si no se transmite hacia otros precios, desaparece automática-

1 El tipo general del IVA aumentó 3 pp, hasta el 21 %, y el reducido 2 pp, hasta el 10 %. El tipo superreducido ha permanecido en el 4 %.  
2 Véase recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española».

1 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC GENERAL



2 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPSEBENE



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Partidas incluidas: distribución de agua, medicamentos, recogida de basura, alcantarillado, transporte por carretera y por ferrocarril, otros servicios de transporte, servicios postales y enseñanza superior.

mente. Esa traslación, conocida como «efectos de segunda vuelta», tiene lugar cuando el alza inicial de precios induce una revisión de las expectativas de inflación que se traslada a los precios finales de forma permanente, debido a la reacción de empresas y trabajadores para preservar sus márgenes y salarios en términos reales<sup>3</sup>. Las perspectivas de la economía española

descansan de forma crucial en la continuación del proceso de mejora de la competitividad, por lo que los agentes sociales deberían evitar que esos efectos de segunda vuelta puedan llegar a producirse, asumiendo el ajuste implícito de su renta real, lo que aseguraría que este repunte de la inflación fuera meramente transitorio.

<sup>3</sup> Puesto que las empresas se desgravan el IVA, los efectos indirectos de su aumento —los asociados a la repercusión sobre sus propios precios

del encarecimiento de los *inputs* que se han encarecido— son muy limitados.

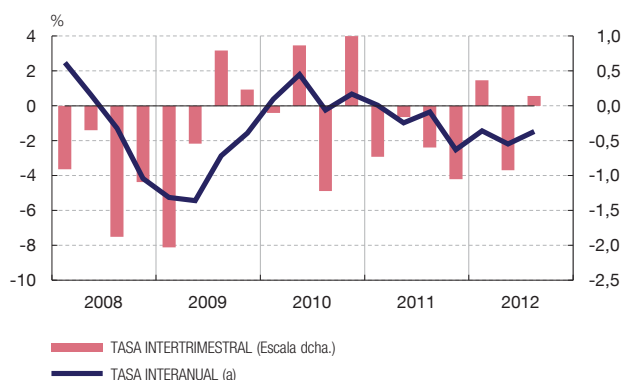
privado, apunta a que el comportamiento menos desfavorable de los indicadores cuantitativos en los meses de verano habría tenido un carácter transitorio, probablemente ligado a la mejora de los balances empresariales tras la aplicación del programa de pago a proveedores por parte de las Administraciones Territoriales puesto en marcha en mayo y junio de este año. Este programa podría haber aliviado la situación financiera de algunas sociedades y empresarios individuales, pero difícilmente habrá supuesto una mejora permanente en el clima de incertidumbre que rodea a la inversión empresarial.

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 segundo trimestre de 2012, hasta situarse en el 2,2 % del PIB con datos acumulados de cuatro trimestres (0,2 pp más que en el primer trimestre). Este avance estaría reflejando los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación ante las dificultades para obtener recursos ajenos.

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 similares a los observados por término medio en el primer semestre. Por lo que respecta al segmento de la vivienda, la inversión residencial siguió cayendo, en un contexto en que continuó produciéndose una disminución gradual del número de viviendas iniciadas. En relación con las transacciones realizadas, en el segundo trimestre de 2012 se vendieron en torno a 80.000 viviendas (cifra inferior a la observada un año antes), de las cuales un 30 % eran viviendas nuevas. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial siguió registrando una fuerte contracción, con datos hasta julio, al igual que la licitación oficial de obra civil.

Junto con la caída de la inversión pública, el retroceso del consumo de las AAPP contribuyó a que la aportación directa de este sector a la demanda nacional fuera más negativa en el tercer trimestre que en la primera mitad del año. En concreto, el gasto nominal en consumo final no salarial del Estado, medido en términos de Contabilidad Nacional, se contrajo algo más de un 13 % interanual en el período enero-agosto, frente a la reducción del 10 % acumulada en el primer semestre, a lo que contribuyó la mayor contracción del gasto farmacéutico. En cuanto al empleo, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP intensificaron su ritmo de caída en el tercer trimestre.

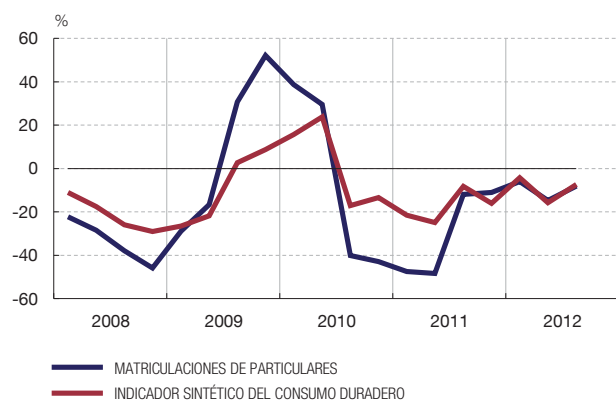
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



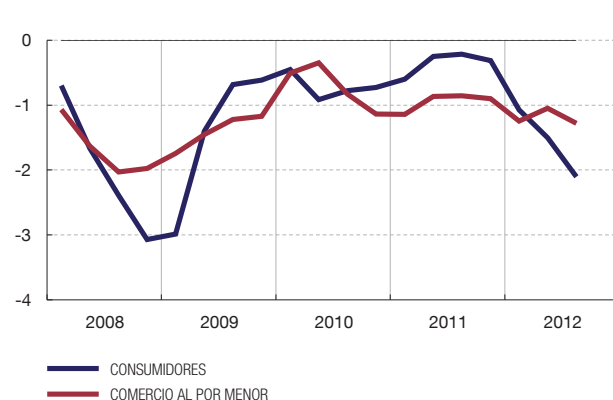
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



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

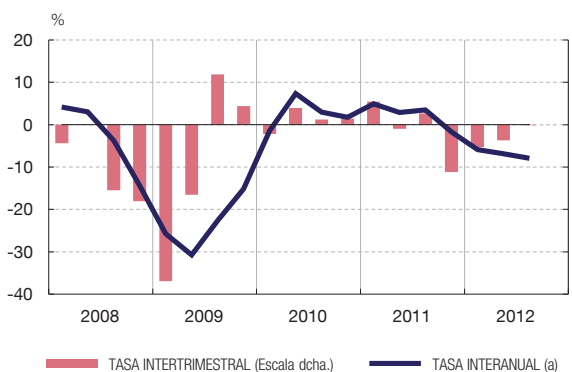
a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

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

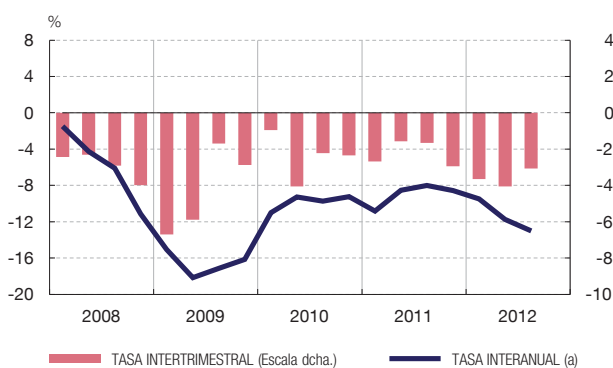
Se estima que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB se atenuó hasta 0,8 pp, una décima menos que en el trimestre anterior. Esta moderación, que se produce a pesar del avance de las exportaciones, podría estar reflejando la recuperación transitoria de las importaciones por el adelanto de compras ante la subida del IVA (véase gráfico 17). En términos interanuales, la contribución de la demanda exterior neta se mantuvo estable en un nivel elevado (2,6 pp).

Las ventas al exterior continuaron viéndose favorecidas por las ganancias de los indicadores de competitividad como consecuencia de la evolución favorable de los diferenciales de costes tanto frente a la zona del euro como frente al conjunto de países desarrollados, proceso que, en este último caso, se vio favorecido además por la depreciación del euro. En concreto, las exportaciones de bienes en términos reales intensificaron su crecimiento en los meses de julio y agosto de acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, con un avance del 5,3 % en tasa interanual, tras el incremento del 2,7 % en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 17). Por grupos de productos, destacó el impulso de las ventas reales de bienes intermedios y de alimentos. Por el contrario, las ventas de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero continuaron registrando tasas negativas. Por destino geográfico, las exportaciones dirigidas a la zona del euro mostraron una leve mejora en esos dos meses (2 % interanual), que contrasta con el notable dinamismo de las

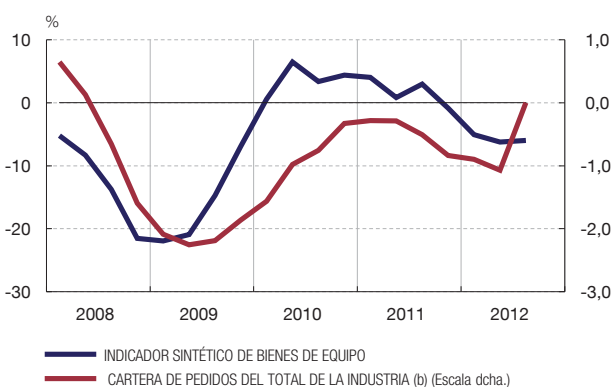
BIENES DE EQUIPO



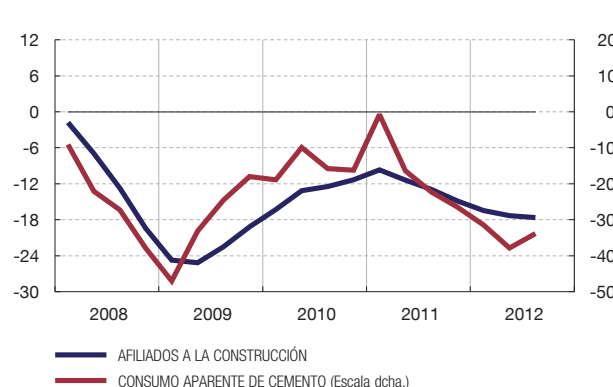
CONSTRUCCIÓN



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.

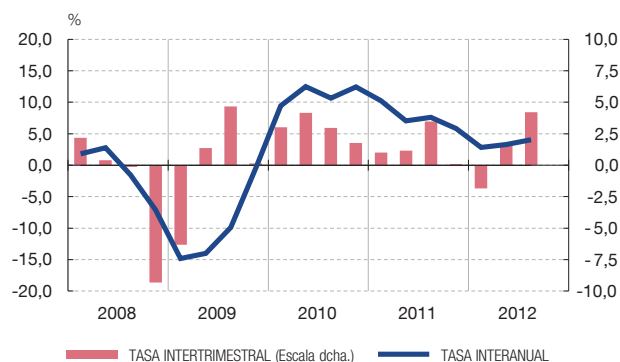
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.
- b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

ventas al resto del mundo (17,2%). El aumento de las exportaciones al área del euro se explica por la fortaleza de las ventas a Alemania y el mejor comportamiento de las exportaciones a Italia, dado que se moderaron las exportaciones a Francia y a Portugal, y en la vertiente no comunitaria destacaron las ventas a Japón, Estados Unidos, China, países de la OPEP y América Latina.

En el caso de las exportaciones de servicios turísticos, el dinamismo observado durante la primavera se habría acrecentado en el período julio-agosto, según se desprende de la información disponible. En concreto, en ese bimestre las entradas de turistas y las pernoctaciones hoteleras avanzaron a ritmos interanuales del 4,7% y del 3,9%, respectivamente, frente al 3,1% y 1,1% del segundo trimestre. Respecto al gasto nominal de los turistas, el incremento interanual en el período julio-agosto fue del 7,2%, casi 3 pp más que en el segundo trimestre. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos aumentaron sus ya elevadas tasas en el tercer trimestre.

En la vertiente importadora, las compras de bienes procedentes del exterior se redujeron en el conjunto de julio y agosto un 2,2% en términos interanuales, frente a la caída del 7% del segundo trimestre, de acuerdo con la información de Aduanas. Por grupos de productos, ese menor descenso se debió al avance de las compras de bienes intermedios —fundamentalmente, energéticos y los destinados a la fabricación de medios de transporte y a la

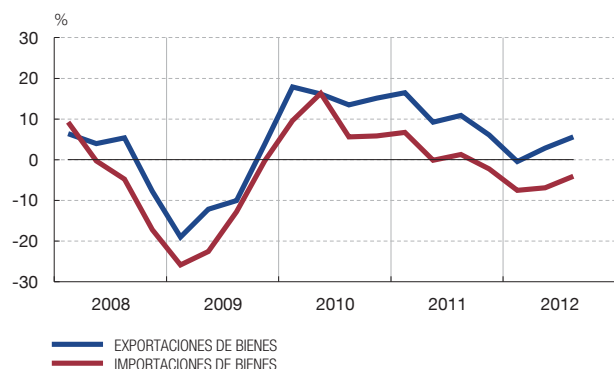
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



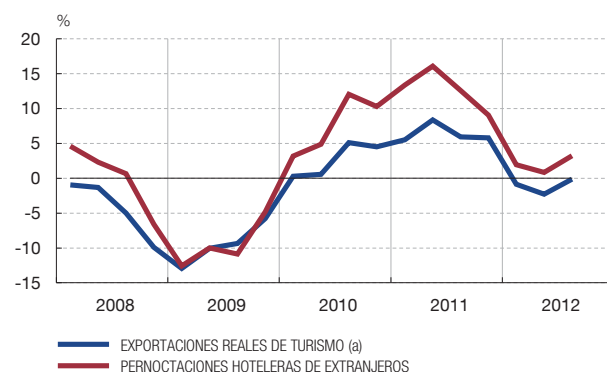
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



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.

industria alimentaria— y de bienes de consumo no alimenticio, que moderaron algo su ritmo de caída. Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo continuaron descendiendo a un ritmo similar al del primer semestre. Por último, las importaciones reales de servicios continuaron descendiendo en el tercer trimestre del año.

#### 4.2 Producción y empleo

Dentro del contexto de debilidad que sigue presentando el conjunto de ramas de producción de la economía de mercado, los distintos indicadores cuantitativos sectoriales disponibles sugieren la posibilidad de que en el tercer trimestre se hubiera producido una leve moderación del ritmo de descenso del valor añadido bruto. En concreto, se estima que esta variable retrocedió un 0,3 % intertrimestral.

En el caso de la industria, algunas ramas de producción de bienes duraderos y de equipo pueden haberse visto favorecidas transitoriamente por el adelantamiento de decisiones de gasto en bienes de consumo, previo a la subida de tipos del IVA. En un contexto de reducida acumulación de existencias, algunas industrias habrían tenido que incrementar su producción para hacer frente al aumento transitorio de los pedidos motivado por el cambio impositivo. De cara al tramo final del año, la evolución más reciente de los indicadores cualitativos aporta información divergente, pues el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea experimentó un deterioro adi-

cional en el tercer trimestre, mientras que el índice PMI registró una modesta mejoría, si bien permanece claramente por debajo del nivel compatible con una expansión de la actividad del sector. Por otro lado, cabe esperar que la puesta en marcha del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE), que entró en vigor el 1 de octubre, proporcione un nuevo impulso transitorio al sector del automóvil.

Por su parte, los indicadores de actividad del sector de la construcción siguieron presentando un tono contractivo durante el trimestre. En cuanto a los servicios de mercado, el indicador de actividad del sector moderó su descenso interanual en los meses de julio y agosto en comparación con el segundo trimestre. Cabe destacar la mejora, en agosto, del indicador correspondiente al sector del comercio, que, como en el caso de muchos otros indicadores del trimestre, cabría asociar al adelantamiento de compras previo a la subida de tipos del IVA. Por su parte, las encuestas de opinión no permiten anticipar una mejoría de las perspectivas a corto plazo.

En cuanto al mercado de trabajo, las afiliaciones a la Seguridad Social acentuaron su caída interanual en tres décimas en el tercer trimestre, hasta el  $-3,5\%$ . El retroceso intertrimestral, calculado sobre la serie ajustada de estacionalidad, fue del  $-0,8\%$ , descenso ligeramente menos acusado que el observado en los tres trimestres precedentes. En términos interanuales, la intensificación del descenso de la afiliación en el conjunto del período julio-septiembre fue generalizada por ramas de actividad. Cabe resaltar el comportamiento de los afiliados en los servicios no de mercado<sup>1</sup>, cuya disminución interanual se acentuó en casi 2 pp, hasta el  $-3,2\%$ . Dentro de la economía de mercado cabe destacar la aceleración de las caídas en la industria y en la construcción (en 0,7 pp y 0,5 pp, respectivamente, hasta el  $-5,9\%$  y el  $-17,7\%$ ). Esta evolución de los afiliados del conjunto de la economía en el tercer trimestre sería compatible con una reducción interanual del empleo en términos de Contabilidad Nacional similar a la del trimestre anterior.

Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) experimentó una contracción interanual del 5 % en el tercer trimestre, levemente superior a la del período precedente. Esto se debió a la aceleración de la caída de los contratos temporales, hasta el  $-5,1\%$ , mientras que los indefinidos atenuaron su disminución en casi 2 pp. Dentro de esta última modalidad destaca el abultado crecimiento que registraron los contratos ordinarios (un 17,3 %), entre los que se encuentra el nuevo contrato de emprendedores<sup>2</sup>, aprobado en febrero de este año por el Real Decreto Ley 3/2012, aunque no se dispone de información desagregada que permita una valoración más detallada sobre su utilización por parte de las empresas.

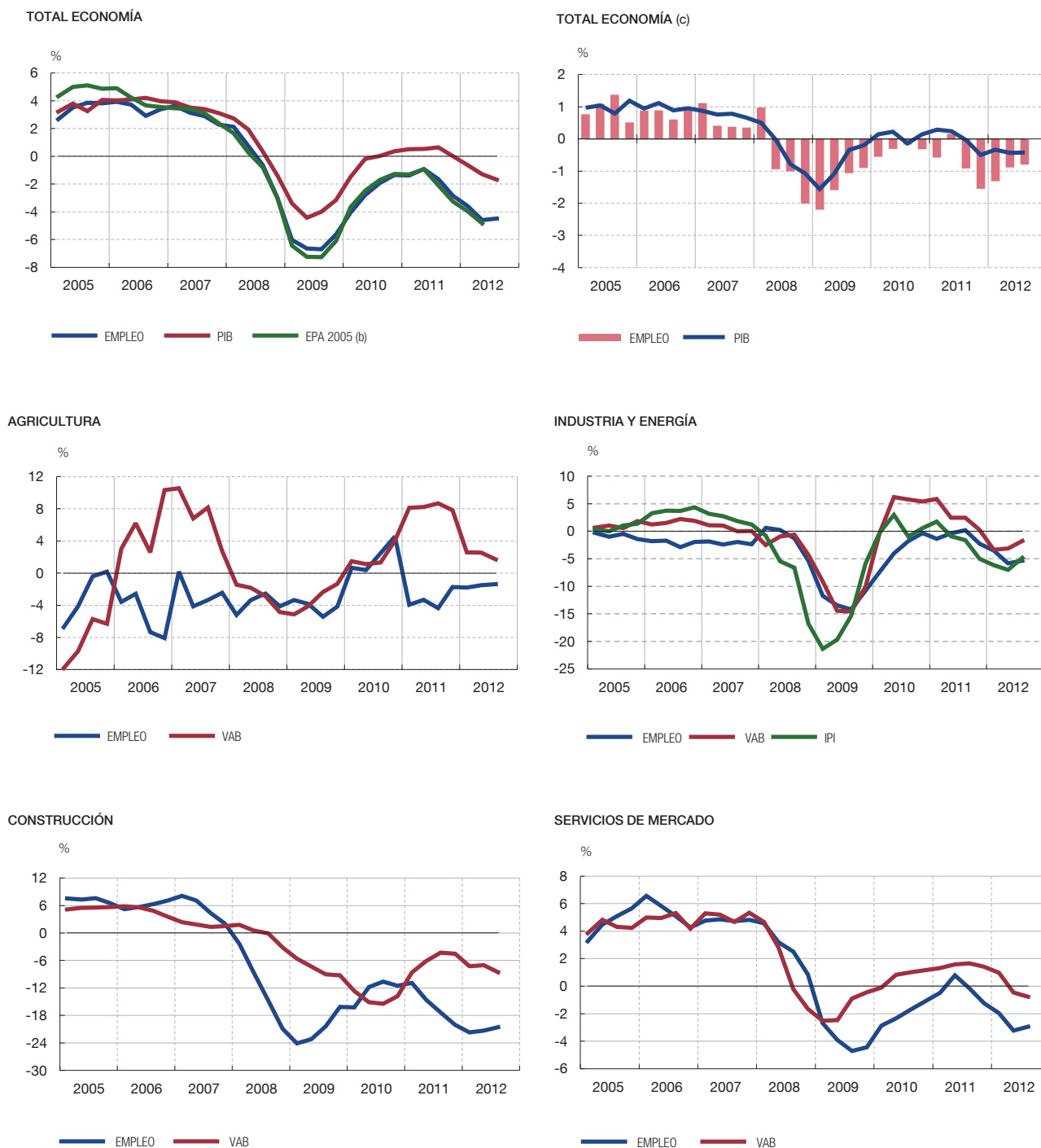
En el tercer trimestre, el crecimiento interanual del desempleo se mantuvo estable en torno al 12 %, de acuerdo con la información más reciente del paro registrado. En conjunto, el comportamiento de los indicadores coyunturales referidos al mercado de trabajo en el tercer trimestre apuntaría a un ligero incremento en la tasa de paro, desde el 24,6 % alcanzado en el tercer trimestre.

### 4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados hasta el mes de septiembre recogen un incremento de las tarifas salariales del 1,3 % para 2012, lo que implica una moderación de algo más

<sup>1</sup> Los servicios de no mercado se aproximan a través de la agregación de las secciones de AAPP, Defensa, Educación y Sanidad de los regímenes general y autónomo.

<sup>2</sup> 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.



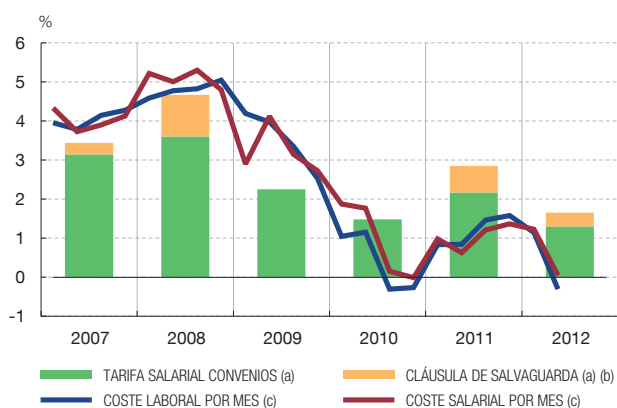
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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.

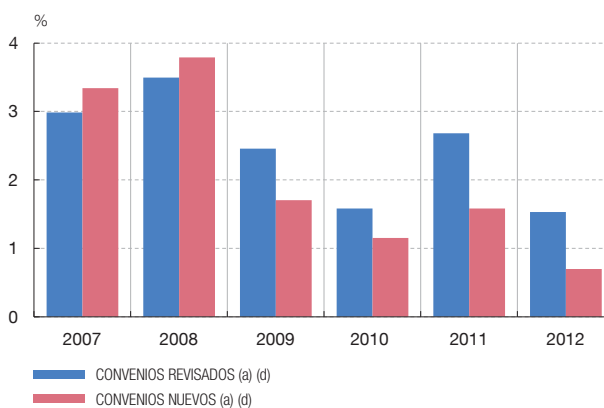
de 0,4 pp con respecto al aumento observado en los convenios firmados hasta junio. Este menor crecimiento salarial se ha observado tanto en los convenios de nueva firma (aquellos cuyo primer año de vigencia es el actual), en los que el crecimiento medio pactado de las tarifas se sitúa en la actualidad en el 0,7 %, como en los revisados —acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores—, con un aumento acordado del 1,5 % en



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 septiembre 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.

promedio (véase gráfico 19). En todo caso, la negociación acumula un importante retraso, de modo que el número de trabajadores asalariados con convenio cerrado es, por el momento, notablemente inferior al observado otros años. Dada la situación del mercado de trabajo, sería deseable que los convenios pendientes de firma cumplieran de modo estricto con las recomendaciones salariales del AENC, pues esto contribuiría a que el ajuste de las empresas recayera de forma menos intensiva sobre el empleo.

Según la CNTR, la remuneración por asalariado en la economía de mercado no agrícola experimentó en el segundo trimestre del año un crecimiento interanual del 1,9 %, lo que contrasta con el retroceso del 0,7 % recogido posteriormente en la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) correspondiente al mismo período. La información de esta encuesta, junto con la evolución de otros indicadores coyunturales, como la remuneración bruta media que se desprende de los datos de grandes empresas que proporciona la Agencia Tributaria, debería reflejarse en una desaceleración significativa de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en el tercer trimestre del año (véase gráfico 20).

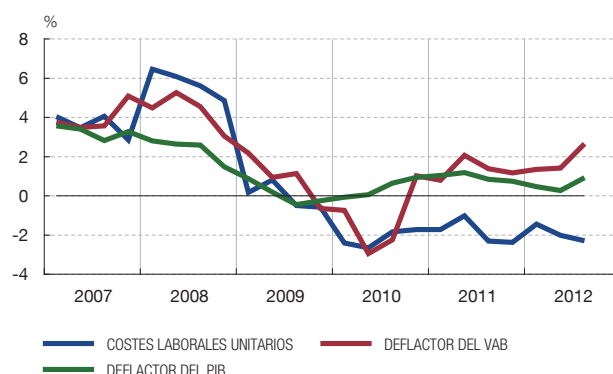
La tasa de variación interanual del deflactor del PIB mostró, en el tercer trimestre de 2012, una aceleración de 0,6 pp, hasta el 0,9 %. El deflactor de los bienes y servicios importados mostró un ritmo de avance inferior al del trimestre anterior, al tiempo que el incremento de la imposición indirecta impulsó los precios de consumo.

En efecto, los principales indicadores de precios de consumo mostraron una acusada aceleración durante el tercer trimestre del año. En concreto, la tasa interanual del IPC en septiembre fue del 3,4 %, 1,5 pp por encima de la de junio (véase gráfico 21). Esta evolución reflejó un conjunto de factores de distinta naturaleza, que incluyeron el incremento de algunos precios regulados, el alza del precio del petróleo y, ya en septiembre, el aumento de los tipos del IVA. En relación con este último factor, las estimaciones preliminares disponibles, que se describen en el recuadro 4, apuntan, en todo caso, a una traslación parcial del cambio impositivo a los precios finales. El ritmo de crecimiento del IPSEBENE

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

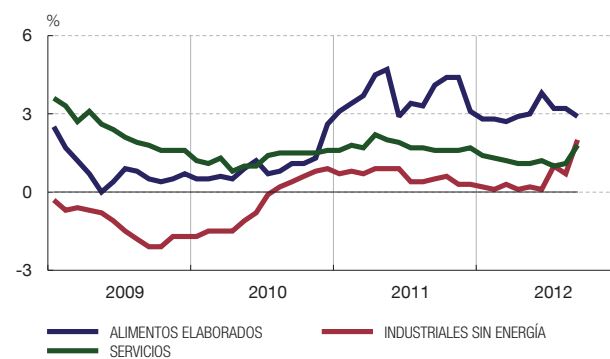
a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

INDICADORES DE PRECIOS (a)  
España

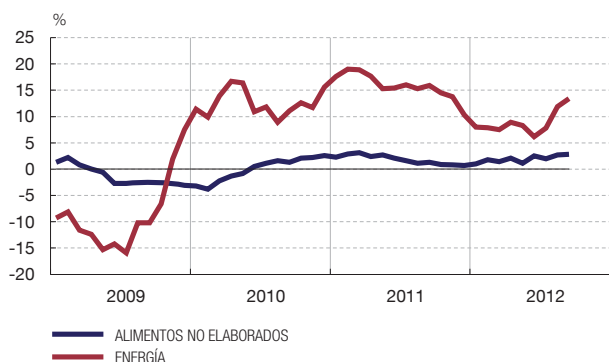
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



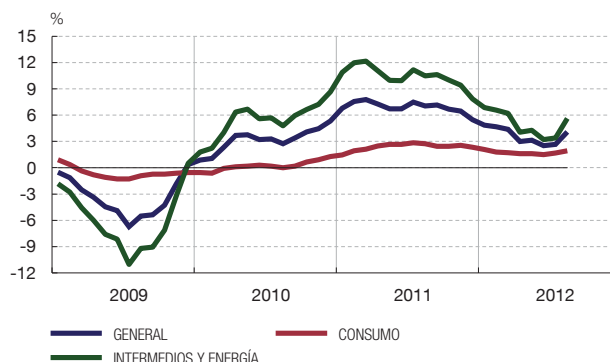
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



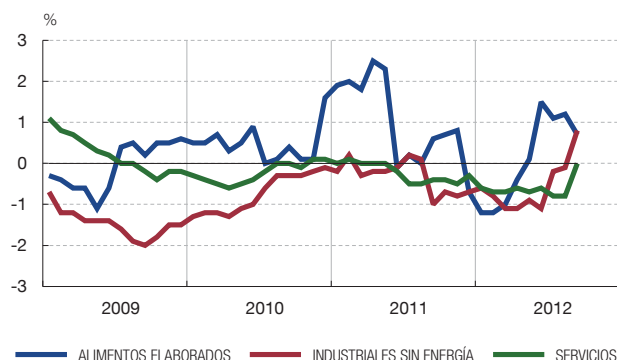
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



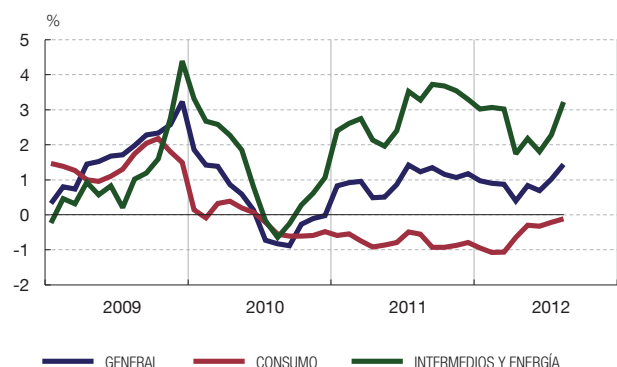
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

—índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— fue en septiembre del 2,1 %, ocho décimas por encima del registrado al final del segundo trimestre. Entre los componentes de este índice destaca la aceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos, cuyo ritmo de avance aumentó a lo largo del trimestre en 1,9 pp, hasta el 2 %, como consecuencia del impacto del aumento de tipos del IVA y del encarecimiento de los medicamentos. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios repuntó en seis décimas, hasta el 1,8 %, reflejando igualmente el impacto del cambio impositivo y el del alza de algunos precios determinados por las AAPP, como los de la enseñanza universitaria pública. Por el contrario, el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados se redujo 0,9 pp en el tercer trimestre del año, hasta el 2,9 %, en parte debido a la desaparición del impacto sobre la tasa interanual del encarecimiento del tabaco en septiembre del ejercicio pasado. Por su parte, el componente energético del IPC registró un repunte notable, debido al encarecimiento del crudo en los mercados internacionales, incrementando su ritmo de avance en 7,2 pp entre junio y septiembre, hasta el 13,4 %. Por último, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron ligeramente en el tercer trimestre.

A lo largo de este período, la inflación en España, medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), aumentó en mayor medida que la de la zona del euro, de modo que el diferencial entre ambas, que había sido negativo durante el primer semestre, cambió

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. CUENTA NO FINANCIERA EN TÉRMINOS DE CONTABILIDAD NACIONAL**
**CUADRO 4**

Millones de euros y %

	Liquidación					Govierno 2012 (a)
	2011	2011 ene-jun	2012 ene-jun	Variación porcentual 2012/2011 ene-mar	Variación porcentual 2012/2011 ene-jun	Variación porcentual 2012/2011
	1	2	3	4	5=3/2	6
<b>1 RECURSOS TOTALES</b>	379.671	176.969	173.320	-3,9	-2,1	1,3
Recursos corrientes	380.323	179.120	174.363	-2,9	-2,7	1,6
Impuestos sobre producción e importaciones	104.956	53.774	49.721	-6,1	-7,5	-0,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.626	41.289	42.616	2,0	3,2	9,2
Cotizaciones sociales	140.035	69.498	68.218	-2,6	-1,8	-2,7
Otros recursos corrientes	33.706	14.559	13.808	-5,9	-5,2	2,1
Recursos de capital	-652	-2.151	-1.043	-37,4	51,5	-97,6
<b>2 EMPLEOS TOTALES</b>	480.111	220.090	218.570	-3,5	-0,7	-4,8
Empleos corrientes	435.514	199.919	199.915	-0,3	-0,0	-1,7
Remuneración de asalariados	123.550	61.124	59.747	-2,0	-2,3	-8,1
Otros gastos en consumo final (b)	92.448	41.311	38.069	-11,1	-7,8	-11,5
Prestaciones sociales (no en especie)	163.809	72.682	75.325	3,3	3,6	3,4
Intereses efectivos pagados	26.120	12.376	14.906	20,8	20,4	31,7
Subvenciones	11.820	4.870	4.501	-8,3	-7,6	-10,2
Otros empleos y transferencias corrientes	17.767	7.556	7.367	2,2	-2,5	-7,4
Empleos de capital	44.597	20.171	18.655	-33,3	-7,5	-33,2
Formación bruta de capital	30.022	16.905	11.221	-33,1	-33,6	-36,5
Otros gastos de capital (c)	14.575	3.266	7.434	-34,0	127,6	-34,1
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras (d)	5.136	0	5.418	—	—	—
<b>3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINANCIACIÓN (3 = 1 - 2)</b>	-100.440	-43.121	-45.250	—	—	—
(en porcentaje del PIB nominal anual)	-9,4	-4,1	-4,3	—	—	—
Administración Central	-3,3	—	-4,5	—	—	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras (d)	-0,5	—	-0,5	—	—	—
Seguridad Social	-0,1	—	0,9	—	—	—
CCAA	-5,1	—	-0,8	—	—	—
CCLL	-0,8	—	0,1	—	—	—
<b>PRO MEMORIA :</b>						
Saldo primario	-74.320	-30.745	-30.344	—	—	—
Empleos totales, excl. ayudas a instituc. financieras	474.975	220.090	213.152	—	-3,2	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e Intervención General de la Administración del Estado.

**a Plan Presupuestario Bianual (PPB) 2012-2014:**

En el Plan se presentan los objetivos en porcentajes del PIB y, a partir de ellos y del PIB nominal del PPB, se ha recuperado el nivel de las variables.

Las tasas de variación para el caso de las rúbricas de Recursos (Empleos) totales se han calculado sobre la suma de las partidas presupuestarias así calculadas.

Si la tasa correspondiente a los Recursos totales se computara sobre el total agregado implícito en el PPB, entonces la misma diferiría de la mostrada en el cuadro y ascendería al 1,9%, mientras que la de los Empleos totales se mantendría en la misma cuantía (-4,8%).

**b** 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.

**c** Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

**d** La cifra relativa a 2011 se extrae de la Contabilidad Nacional Anual y se introduce el supuesto de que afecta únicamente al segundo semestre de dicho año. Para 2012, la cifra se extrae de la Contabilidad Nacional Trimestral y, de acuerdo con ella, se computa en el primer semestre del año.

de signo con posterioridad, hasta alcanzar 0,9 pp en septiembre (véase gráfico 22). Esta evolución se explica fundamentalmente por los aumentos impositivos y de precios regulados en España ya descritos. En términos del IPSEBENE, la brecha entre la inflación de nuestro país y la del área del euro pasó de -0,5 pp en junio a 0,4 pp en septiembre, con un aumento de casi 2 pp en el diferencial de los bienes industriales no energéticos (hasta 0,8 pp) y de 0,6 pp en el diferencial de servicios (que se anuló en septiembre). Por el contrario, el diferencial positivo de los precios de los alimentos elaborados se redujo modestamente. Fuera del IPSEBENE, los diferenciales de inflación de los bienes energéticos y los

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Avance liquidación	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación			Presupuestos Generales del Estado 2013
					2011 ene-ago	2012 ene-ago	Variación porcentual	
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5	8
1 Ingresos no financieros	104.145	-18,2	120.921	16,1	63.062	66.825	6,0	4,0
Impuestos directos	53.382	-9,9	53.915	1,0	32.273	22.288	-30,9	17,9
IRPF	33.545	-14,7	28.478	-15,1	19.384	11.477	-40,8	44,5
Sociedades	16.611	2,5	19.581	17,9	10.016	8.794	-12,2	-2,8
Otros directos (a)	3.227	-13,7	5.856	81,5	2.873	2.017	-29,8	-44,2
Impuestos indirectos	34.644	-33,2	21.805	-37,1	22.360	5.762	—	87,7
IVA	25.355	-34,1	14.235	-43,9	16.216	2.566	—	107,4
Especiales	6.325	-38,8	4.605	-27,2	4.277	1.367	—	87,4
Otros indirectos (b)	2.965	-1,2	2.965	0,0	1.867	1.830	-2,0	-2,6
Otros ingresos (c)	16.118	-0,8	45.201	180,4	8.430	38.775	360,0	-54,2
2 Pagos no financieros	151.095	-15,9	149.209	-1,2	97.345	106.015	8,9	6,2
Personal	27.420	1,7	27.138	-1,0	17.689	17.728	0,2	1,2
Compras	4.319	-6,8	3.404	-21,2	2.318	1.738	-25,0	-12,0
Intereses	22.204	13,1	26.572	19,7	17.492	20.312	16,1	33,7
Transferencias corrientes	79.892	-23,7	80.084	0,2	49.586	60.821	22,7	1,6
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	0	—	—	—	—	8,4
Inversiones reales	6.895	-21,5	7.238	5,0	4.216	2.885	-31,6	-13,9
Transferencias de capital	10.365	-30,4	4.773	-53,9	6.045	2.532	-58,1	-17,9
3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-46.950	—	-28.288	—	-34.283	-39.190	—	—
PRO MEMORIA: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
TOTAL	138.079	1,7	139.409	2,8	89.086	86.417	-3,0	6,9
IRPF	69.803	4,2	72.588	4,0	44.079	44.730	1,5	1,5
IVA	49.302	0,5	48.293	-2,0	32.302	29.590	-8,4	14,6
Impuestos especiales	18.974	-4,2	18.528	-2,3	12.705	12.097	-4,8	8,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.  
b Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.  
c Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

alimentos no elaborados repuntaron en septiembre en más de 4 pp y en 1,5 pp, respectivamente, en comparación con los registros de junio.

El índice de precios industriales se aceleró durante el tercer trimestre, alcanzando un ritmo de variación interanual del 4,1 % en agosto, 1,6 pp por encima de la tasa de junio. Esta evolución se explica fundamentalmente por el acusado incremento de los precios de los productos energéticos. Por su parte, los índices de precios de importación de productos industriales registraron un aumento del 3,8 % en agosto, 1,4 pp más que en junio, mientras que los de exportación incrementaron en una décima su ritmo de avance en ese período, hasta el 2,8 %. En ambos casos, los precios de los productos energéticos mostraron una sustancial aceleración.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

Los últimos datos relativos a la actuación de las AAPP corresponden al segundo trimestre de 2012 (véase cuadro 4). Asimismo, se dispone de información parcial para el tercer trimestre, en particular la relativa a la ejecución presupuestaria del Estado y de la Seguridad

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación			Presupuestos Generales del Estado 2013
					2011 ene-ago	2012 ene-ago	Variación porcentual	
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5	8
1 Ingresos no financieros	117.965	-0,4	125.681	6,5	79.016	79.168	0,2	4,8
Cotizaciones sociales	106.229	-0,4	107.140	0,9	70.345	68.886	-2,1	-0,5
Transferencias corrientes	8.337	-3,9	15.598	87,1	6.141	7.582	23,5	74,7
Otros ingresos	3.399	8,0	2.943	-13,4	2.530	2.700	6,7	-8,8
2 Pagos no financieros	118.495	2,2	125.799	6,2	75.107	76.932	2,4	5,0
Personal	2.357	-2,1	2.313	-1,9	1.522	1.505	-1,1	-1,9
Compras	1.560	-8,8	1.561	0,0	958	877	-8,5	1,3
Transferencias corrientes	114.304	2,5	121.697	6,5	72.513	74.520	2,8	5,2
Pensiones contributivas	99.528	4,0	106.350	6,9	63.501	66.225	4,3	4,3
Incapacidad temporal	6.295	-8,0	5.831	-7,4	3.184	2.854	-10,4	0,5
Resto	8.481	-5,4	9.517	12,2	5.828	5.440	-6,7	20,3
Otros gastos	274	-24,6	227	-17,1	113	30	-73,3	-24,3
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-530	—	-117	—	3.909	2.236	—	—
PRO MEMORIA								
Servicio Público de Empleo Estatal								
Cotizaciones sociales	20.486	1,4	20.330	-0,8	13.183	13.020	-1,2	-3,8
Prestaciones desempleo	30.000	-7,0	28.503	-5,0	20.112	21.025	4,5	-6,3
Sistema Seguridad Social y SEPE								
Cotizaciones sociales	126.715	-0,1	128.055	1,1	83.528	81.907	-1,9	-1,1

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

Social hasta agosto (véanse cuadros 5 y 6, respectivamente). La información disponible para las CCAA, en términos de caja y de Contabilidad Nacional, se refiere al primer semestre del año (véase cuadro 7). De acuerdo con esta información, el conjunto de las AAPP registró en el primer semestre un saldo de -45,2 mm de euros (-4,3 % del PIB anual), en torno a medio punto porcentual de PIB superior al registrado en el mismo período del año anterior, aunque debe tenerse en cuenta que incluye el impacto derivado de determinadas ayudas a instituciones financieras realizadas en el segundo trimestre de 2012, por una cuantía del 0,5 % del PIB. Este resultado del primer semestre implica que el logro del objetivo anual de déficit requeriría un considerable esfuerzo de ajuste en la segunda mitad del año.

Los ingresos de las AAPP muestran una caída acumulada del 2,1 % en el primer semestre en términos de Contabilidad Nacional. Se dispone de información más adelantada relativa al total de impuestos (Estado y participación de las AATT) hasta agosto, en términos de contabilidad presupuestaria, que permitiría anticipar una ligera mejoría en el tercer trimestre, dado que el agregado de dichas figuras de ingresos pasó de registrar una caída ligeramente superior al 3,7 % en el primer semestre a una reducción en el entorno del 3 % en el período enero-agosto (véase cuadro 5). Estos datos están todavía por debajo de la previsión proporcionada por el Gobierno en el Avance de Liquidación para 2012, que en el caso particular de los impuestos compartidos por Estado y AATT supondría una sustancial aceleración en el período septiembre-diciembre, hasta alcanzar un aumento del 2,8 %

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-jun	2012 ene-jun	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	60.966	62.380	2,3
Impuestos corrientes	120.457	-5,3	129.054	7,1	59.198	61.113	3,2
Impuestos directos	39.873	35,3	38.740	-2,8	20.211	19.258	-4,7
Impuestos indirectos	46.882	39,0	50.765	8,3	23.797	22.506	-5,4
Tasas, precios y otros ingresos	4.769	-14,1	4.578	-4,0	2.206	2.079	-5,7
Transferencias corrientes	28.228	-51,3	34.159	21,0	12.762	17.003	33,2
Ingresos patrimoniales	705	70,7	811	15,0	222	267	20,3
Ingresos de capital	5.653	-21,3	7.950	40,6	1.768	1.267	-28,3
Enajenación de inversiones reales	178	-38,1	1.546	769,9	89	75	-15,5
Transferencias de capital	5.475	-20,6	6.404	17,0	1.679	1.192	-29,0
2 PAGOS NO FINANCIEROS	150.211	-4,4	150.654	0,3	74.032	68.148	-7,9
Pagos corrientes	132.490	-1,7	131.187	-1,0	65.933	63.206	-4,1
Gastos de personal	57.377	-2,4	56.219	-2,0	28.474	27.468	-3,5
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.344	-2,4	26.931	-1,5	13.788	13.043	-5,4
Gastos financieros	4.555	51,9	6.381	40,1	2.019	2.974	47,3
Transferencias corrientes	43.213	-4,0	41.287	-4,5	21.652	19.721	-8,9
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	369	—	—	—	—
Pagos de capital	17.721	-20,8	19.466	9,8	8.100	4.942	-39,0
Inversiones reales	7.661	-20,9	8.708	13,7	3.538	2.279	-35,6
Transferencias de capital	10.060	-20,7	10.758	6,9	4.562	2.663	-41,6
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	-24.101	—	-13.649	—	-13.066	-5.768	—

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

en el conjunto del año. En general, el cumplimiento de la previsión oficial de ingresos viene condicionado por que el impacto en el último trimestre del ejercicio del conjunto de medidas impositivas adoptadas (entre las que destacan la subida del IVA y los cambios normativos en IRPF y Sociedades) coincide con la estimación oficial de 14,8 mm de euros. Por su parte, hay que destacar que los ingresos agregados por cotizaciones sociales del Sistema de la Seguridad Social y del SEPE continúan la tendencia a la baja de los últimos trimestres, con tasas de variación negativas (-2,1 % hasta agosto, en términos de caja), frente al aumento del 1,1 % proyectado para el año completo.

Por el lado del gasto, el ajuste producido habría sido significativo, con una reducción de los empleos totales de las AAPP superior al 3 % (excluyendo el efecto derivado de las ayudas al sector financiero), que tendría no obstante que profundizarse en el segundo semestre para que se alcanzasen los objetivos anuales oficiales. En este sentido, los indicadores parciales disponibles correspondientes al tercer trimestre manifiestan una contracción más intensa en los gastos en consumo final y en la inversión pública, que, en el primer caso, se acentuará en el cuarto trimestre por la supresión de la paga extra de diciembre. En dirección contraria, las prestaciones sociales se habrían acelerado en el tercer trimestre, tanto las relacionadas con el desempleo como las pensiones contributivas, y podrían hacerlo aún más en el segundo caso en lo que resta de año. En lo referente al pago de intereses, los datos disponibles de Contabilidad Nacional para el conjunto de las

El 29 de septiembre, el Gobierno hizo público el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2013. Los PGE plantean como objetivo de déficit público para el conjunto de las Administraciones Públicas en el próximo año un 4,5 % del PIB en términos de Contabilidad Nacional. Por subsectores, se espera que el agregado de Administración Central (AC) y Seguridad Social (SS) reduzca su déficit hasta el 3,8 % del PIB, frente al objetivo del 4,5 % del PIB para 2012. Por su parte, las CCAA deberían alcanzar un déficit del 0,7 %, frente a la meta del 1,5 % en este año; y las Corporaciones Locales, un equilibrio presupuestario (0,3 % del PIB de déficit previsto para 2012).

Por el lado de los ingresos, los PGE prevén un incremento en 2013 del 3,7 % de los ingresos tributarios totales (Estado más participación de las AATT), lo que supone un aumento de algo más de 6 mm de euros con respecto al Avance de Liquidación para 2012 incluido en el proyecto de Presupuestos. Este incremento incorpora un impacto de 7,2 mm de euros de medidas impositivas, que incluyen, además del efecto residual de las modificaciones legislativas ya aprobadas durante 2011 y 2012, un conjunto de nuevas medidas definidas en los PGE que entrarán en vigor a lo largo de 2013, por valor de unos 4,7 mm. Excluyendo el impacto previsto de los cambios impositivos, la recaudación tributaria caería un 0,6 %, frente a una previsión oficial de reducción de la demanda nacional en términos nominales del 1,1 %.

Entre las nuevas modificaciones impositivas incluidas en los PGE destaca, en el caso del IRPF, la supresión de la deducción por inversión en vivienda habitual, el incremento de la tributación de las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales que hubieran permanecido un año o menos en el patrimonio del contribuyente y la creación de un gravamen del 20 % sobre los premios de mayor cuantía de las loterías. En el caso del impuesto sobre sociedades, durante los ejercicios 2013 y 2014 se establece un límite a la deducibilidad fiscal de las amortizaciones del inmovilizado material, así como la posibilidad de que las empresas se acojan a la actualización del valor de su inmovilizado material, estableciéndose un gravamen del 5 % sobre la revalorización. Finalmente, se finaliza la aplicación del régimen de tipo impositivo cero sobre los biocarburantes.

Por el lado del gasto, los PGE prevén un incremento del 8,6 % de los gastos no financieros del Estado respecto al Avance de Liquidación para 2012, que se encuentra dominado por los aumentos proyectados para los pagos por intereses (un 45 %, 12 mm de euros) y transferencias corrientes al Sistema de la Seguridad Social (un 72 %, 6,5 mm de euros). Para el gasto neto de la variación de la carga de intereses y de estas transferencias, se proyecta una caída del 5 % (5,6 mm de euros). Destaca el ajuste de las inversiones reales (con una reducción prevista del 46 %, alrededor de 3,3 mm de euros) y de las transferencias al SEPE (-20 %, alrededor de 2,8 mm de euros, en este caso en relación con los presupuestos iniciales para 2012). Por su parte, los gastos de personal en activo se estabilizan en el nivel estimado para 2012, dado que se implementa una congelación salarial y se asume que los empleados públicos recibirán las dos pagas extraordinarias en 2013. Por último, se prevé un aumento del 4,3 % en las pensiones contributivas y una reducción del 6,3 % en las prestaciones por desempleo, en ambos casos con respecto a la cuantía presupuestada para 2012.

Por otra parte, en septiembre se ha publicado también la revisión de la cuentas de las AAPP correspondientes a 2010 y 2011. Según estos datos, el déficit de las AAPP en 2011 se habría revisado al alza, hasta alcanzar el 9,4 % del PIB, frente al 8,5 % de la notificación a Eurostat de primavera. La revisión se debería principalmente a un incremento de las transferencias de capital (derivado de la contabilización de diversas medidas de apoyo a instituciones financieras) y de los gastos en consumo final no salarial (asociado al reconocimiento de pagos anteriores al 31 de diciembre de 2011 no computados previamente, en el marco de los incentivos al afloramiento de facturas generado por el Plan de Pago a Proveedores).

Respecto al año 2012, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado mantiene el objetivo de déficit para el conjunto de las AAPP en el 6,3 % del PIB, que se elevaría hasta el 7,3 % si se incorpora el impacto de las medidas de apoyo al sector financiero. Por su parte, la previsión para la ratio de deuda pública se elevaría hasta el 85,3 % del PIB (el recuadro 6 describe los principales elementos que se encuentran detrás del aumento previsto en esta variable).

AAPP en el primer semestre y para el Estado hasta agosto muestran un crecimiento elevado, aunque más moderado que el implícito en las previsiones oficiales para 2012.

En resumen, la información disponible muestra riesgos de desviación al alza del déficit del conjunto de las AAPP en 2012 respecto al objetivo del 6,3 % del PIB, sin incluir el posible impacto de las ayudas a instituciones financieras. El cumplimiento de este objetivo dependerá de que las medidas de consolidación fiscal aprobadas generen los efectos esperados, teniendo en cuenta que gran parte de los impactos previstos se concentra en el segundo semestre del año.



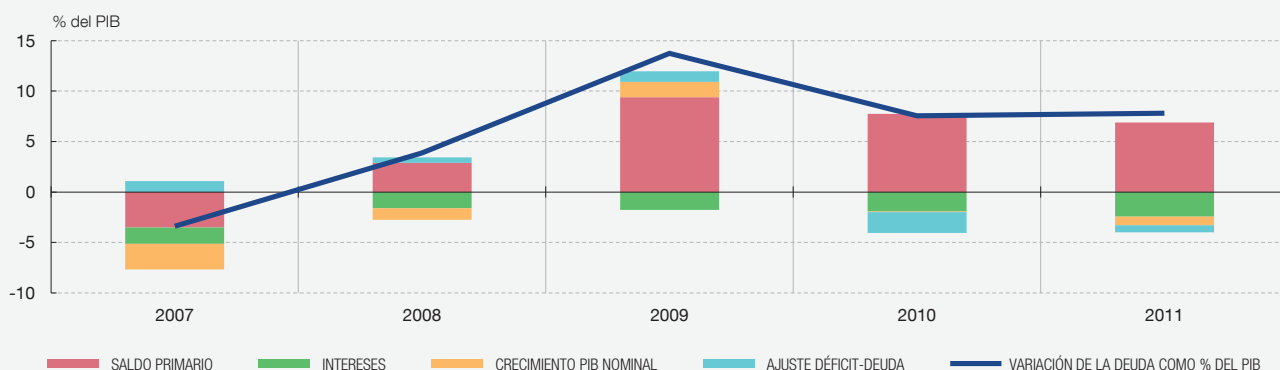
De acuerdo con la información proporcionada por el Gobierno español a Eurostat el pasado mes de septiembre en el marco del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), la ratio de deuda pública sobre el PIB alcanzará en España el 85,3 % en 2012, cifra que implica un incremento de 16 puntos del PIB con respecto a la deuda registrada en 2011 (69,3 % del PIB). Este recuadro describe los principales elementos que se encuentran detrás del aumento previsto.

La variación de la deuda pública sobre el PIB entre dos años consecutivos depende de cuatro factores fundamentales: a) el nivel del saldo público primario (es decir, descontada la carga de intereses): un saldo negativo de esta variable se traduce en un incremento de la deuda de la misma cuantía; b) el crecimiento nominal del PIB: un crecimiento (disminución) genera una reducción (incremento) de la ratio de deuda; c) los pagos por intereses generados por la deuda pública, que deben también ser financiados, y d) el ajuste déficit-deuda, que refleja, entre otros aspectos, la necesidad de financiar la adquisición de activos financieros y, en general, todas aquellas operaciones y flujos que no tienen reflejo en el déficit pero sí en la deuda pública, de acuerdo con la normativa estadística europea.

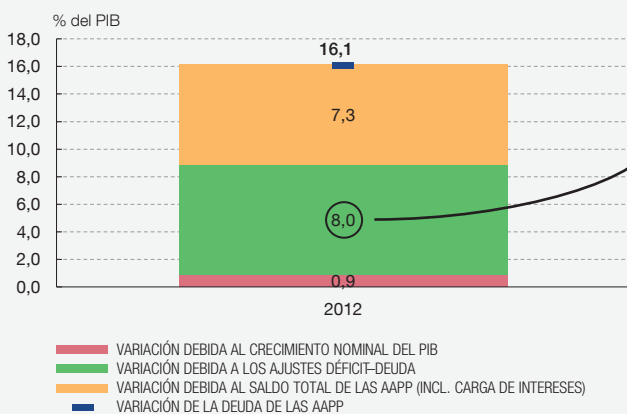
La ratio de deuda pública sobre el PIB se incrementó en 33 puntos del PIB desde el mínimo alcanzado en 2007 (36,3 % del PIB) hasta 2011 (en que se situó en el 69,3 % del PIB), como resultado esencialmente de los déficits primarios acumulados, que aportaron 27 puntos; la carga de intereses, por su parte, aportó 7,8 puntos a dicho incremento, mientras que el crecimiento nominal del PIB, aunque reducido en un contexto de crisis económica, permitió una ligera reducción, de 0,5 puntos del PIB (gráfico 1). Los ajustes déficit-deuda, por su parte, han variado entre el +1 % y el -2,1 % del PIB a lo largo de los años 2007 a 2011, de tal forma que su aportación acumulada al incremento de la deuda fue de -1,2 puntos del PIB en el conjunto del período.

En relación con 2012, lo más destacable es que casi la mitad del incremento de deuda previsto se deberá al ajuste déficit-deuda, que aportará 8 puntos del PIB, mientras que el déficit público (incluida la carga de intereses) provocará un incremento de 7,3 puntos del PIB, de acuerdo con las previsiones del Gobierno, dado que al objetivo inicial de déficit público, del 6,3 % del PIB, se le añadirá el impacto, estimado en 1 punto del PIB adicional, de algunas ayudas al sector financiero (gráfico 2). Por su parte, dado

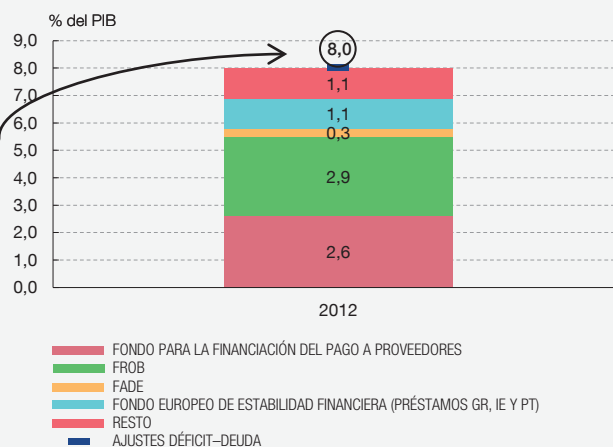
1 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA 2007-2011



2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA 2012



3 DETERMINANTES DEL AJUSTE DÉFICIT-DEUDA EN ESPAÑA 2012



FUENTE: Banco de España.

que se prevé una caída del PIB nominal de alrededor del -1,2 %, este factor generará un incremento de la ratio de deuda sobre el PIB de casi 1 punto porcentual.

Como se aprecia en el gráfico 3, son varios los elementos que componen el ajuste déficit-deuda previsto para 2012. En primer lugar, el Fondo para la Financiación de Pago a Proveedores (FFPP) contribuirá a un incremento de la ratio de deuda pública de 2,6 puntos del PIB. Debe recordarse que el FFPP se creó como un instrumento para facilitar el pago de las deudas pendientes de las Administraciones Territoriales con sus proveedores<sup>1</sup>. Con la implantación del mecanismo, al que se adhirieron más de 3.700 CCLL y 14 CCAA, se procedió al pago de facturas por un importe total de 26.982 millones de euros. Estas deudas comerciales, de acuerdo con la metodología europea del PDE, no formaban parte de la deuda pública a efectos del PDE, pero se encontraban registradas como pasivos de las AAPP, como se puede comprobar en las publicaciones estadísticas del Banco de España, en las que se presentan tanto la deuda del PDE como el total de pasivos de las AAPP. El pago de estas deudas comerciales ha requerido obtener financiación para dotar al FFPP con los fondos necesarios, lo que ha producido una transformación de los pasivos comerciales en deuda del PDE. Este incremento de la deuda PDE, y la reducción paralela de los pasivos comerciales, fue, de hecho, ya contabilizado en el segundo trimestre de 2012, y explica 2,6 puntos del incremento de 3,1 puntos del PIB de la deuda del PDE de las AAPP registrado en el segundo trimestre de 2012 en relación con el primer trimestre del año (del 72,9 % al 76 % del PIB).

Un segundo aspecto es el relativo al denominado «*factoring sin recurso*», o deuda comercial en la que ha intervenido una institución financiera<sup>2</sup>, que se espera incremente la deuda del PDE en

1 Para una descripción detallada de este fondo, véase el recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril de 2012, Banco de España.

2 Deuda comercial cuyo pago satisfacen las instituciones financieras a los proveedores, quedando estos completamente desvinculados de dicha deuda. Con ello se rompe la relación proveedor-cliente propia de las

aproximadamente 0,9 puntos del PIB en 2012. Eurostat publicó el 31 de julio de 2012 una decisión que obligará a incluir, ya en los datos de 2012, estas operaciones en la deuda del PDE. Este factor supone un cambio de composición de los pasivos de las AAPP entre deuda comercial (no incluida en el PDE) y deuda financiera (que forma parte de la deuda del PDE). En España, al igual que en el resto de países, la deuda con estas características se venía contabilizando en los otros pasivos de las AAPP.

Por otra parte, debe destacarse también que las imputaciones a España de los préstamos concedidos por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) a Grecia, Irlanda y Portugal supondrán un incremento de la deuda pública española en 2012, a través del ajuste déficit-deuda, de 1,1 puntos del PIB. Asimismo, las emisiones del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE), que forma parte de las AAPP y está encargado de titular los derechos reconocidos a las compañías eléctricas por los déficits tarifarios acumulados en el pasado, generarán un incremento de la deuda pública de 0,3 puntos del PIB en 2012 (3.209 millones de euros). Esta cuantía se une a las titulaciones efectuadas en 2011, de forma que, a 31 de diciembre de 2012, se prevé que se haya titulado una cuantía total de 13.114 millones de euros de los déficits tarifarios pasados. Finalmente, se estima tentativamente que el endeudamiento del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) aportará 2,9 puntos del PIB al incremento de la deuda en 2012, aunque dependerá de la cuantía exacta y del momento en que se reciban los fondos europeos para la recapitalización bancaria.

Por último, conviene subrayar que la creación del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), cuyo contenido se detalla en el texto principal de este informe, no debería suponer, en principio, un aumento adicional de la deuda de las AAPP, puesto que se prevé que los recursos de este fondo se destinen a financiar las amortizaciones de deuda viva de las CCAA, así como las necesidades de financiación del déficit público.

operaciones comerciales y surge una deuda financiera entre la entidad de crédito y la administración pública correspondiente.

Finalmente, debe destacarse que, en un contexto de dificultades crecientes de acceso a los mercados de capitales de determinadas CCAA, el pasado 13 de julio el Gobierno aprobó el Real Decreto Ley por el que se creaba el Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), gestionado por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), para facilitar la financiación de las CCAA. En concreto, estas podrán acudir al FLA para cubrir vencimientos de valores emitidos, vencimientos de préstamos concedidos por instituciones europeas de las que España sea miembro, operaciones que no puedan ser refinanciadas y necesidades de financiación del déficit público. El FLA estará dotado con 18 mm de euros, con aportaciones del Tesoro y del Organismo Loterías y Apuestas del Estado de 4 mm y 6 mm de euros, respectivamente, mientras que los 8 mm restantes procederán de las entidades financieras. La adhesión a este mecanismo, que implica la aceptación de una serie de condiciones financieras y fiscales, ha sido solicitada, hasta la fecha de cierre de este boletín, por seis

Millones de euros

		Enero-julio		Tasa de variación
		2011	2012	2012/2011(b)
Ingresos	Cuenta corriente	220.034	224.093	1,8
	Mercancías	130.059	134.189	3,2
	Servicios	57.040	60.293	5,7
	Turismo	23.722	23.877	0,7
	Otros servicios	33.317	36.416	9,3
	Rentas	24.453	20.764	-15,1
	Transferencias corrientes	8.482	8.847	4,3
	Cuenta de capital	4.000	3.226	-19,4
	Cuentas corriente + capital	224.034	227.318	1,5
Pagos	Cuenta corriente	245.485	241.476	-1,6
	Mercancías	152.107	150.962	-0,8
	Servicios	38.914	39.758	2,2
	Turismo	6.569	6.418	-2,3
	Otros servicios	32.345	33.340	3,1
	Rentas	39.772	35.716	-10,2
	Transferencias corrientes	14.692	15.040	2,4
	Cuenta de capital	743	735	-1,1
	Cuentas corriente + capital	246.228	242.210	-1,6
Saldos	Cuenta corriente	-25.451	-17.383	8.068
	Mercancías	-22.048	-16.773	5.275
	Servicios	18.126	20.535	2.409
	Turismo	17.153	17.459	306
	Otros servicios	972	3.076	2.103
	Rentas	-15.320	-14.953	367
	Transferencias corrientes	-6.210	-6.193	17
	Cuenta de capital	3.257	2.491	-766
	Cuentas corriente + capital	-22.194	-14.892	7.302

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

CCAA (Comunidad Valenciana, Cataluña, Murcia, Andalucía, Castilla-La Mancha y Canarias), por un importe agregado de algo más de 16,6 mm de euros. En conjunto, la creación de este fondo, como ocurrió en el caso del Fondo para la Financiación de Pago a Proveedores, puede resultar muy efectiva para dotar de liquidez a las CCAA, si bien el cumplimiento estricto de la condicionalidad es un requisito que se ha de cumplir para evitar que se generen incentivos inadecuados.

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

En los siete primeros meses de 2012, la necesidad de financiación de la economía española continuó reduciéndose. El saldo negativo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital se situó en 14,9 mm de euros, lo que representa una tercera parte menos de lo registrado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 8). Por componentes, esta mejora se explica fundamentalmente por la caída del saldo negativo de la balanza comercial y por la ampliación del superávit de servicios. Los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias disminuyeron de forma muy leve, mientras que el superávit de la cuenta de capital se redujo.

El déficit de la balanza comercial disminuyó un 24 % en los primeros siete meses del año, hasta situarse en 16,8 mm de euros, lo que se debió a la notable corrección del saldo no energético, que registró un superávit, compensando el incremento de la factura energética. El saldo positivo de la balanza de servicios aumentó un 13 %, hasta 20,5 mm de euros, gracias a la mejora del saldo con superávit de servicios no turísticos y, en menor medida, a la ampliación del saldo turístico. Asimismo, el déficit de la balanza de rentas se redujo ligeramente, hasta situarse en 15 mm de euros, y el déficit de la balanza de transferencias corrientes se mantuvo estable, en torno a 6 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital retrocedió un 24 %, hasta 2,5 mm de euros.

## 5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

### 5.1 Rasgos más destacados

Las fuertes tensiones experimentadas en los mercados financieros en el segundo trimestre de 2012 se exacerbaron en julio, plasmándose en un repunte de las rentabilidades de la deuda pública española, que en el plazo de diez años superó puntualmente el 7,5 %, y en su diferencial respecto a la alemana, que llegó a rebasar los 630 puntos básicos (pb) para ese mismo horizonte. Ambas cifras representan los valores máximos desde la creación del euro (véase gráfico 23). Asimismo, se registraron caídas de los índices bursátiles y un aumento de las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por el sector público y el privado. Posteriormente, la actuación del Banco Central Europeo (BCE) —y, en particular, la aprobación ya comentada del programa de compra ilimitada en los mercados secundarios de bonos soberanos (Operaciones Monetarias de Compraventa u OMT, en sus siglas en inglés)— relajó esas tensiones. En paralelo, se ha seguido avanzando en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sector bancario. Así, el 20 de julio se firmó el Memorando de Entendimiento (MoU, por sus siglas en inglés) que establece las condiciones del programa de asistencia financiera para la recapitalización de las entidades. El 31 de agosto se aprobó el Real Decreto Ley 24/2012, que incorpora cambios en el marco jurídico para la gestión de situaciones de crisis de las entidades de crédito, así como otras novedades, tales como la creación de la Sociedad de Gestión de Activos, cuyo fin es la adquisición de activos dañados del sector financiero, dando cumplimiento a una parte de los compromisos del MoU. Por último, a finales de septiembre, y también en el marco del MoU, se publicaron los resultados de las pruebas de resistencia llevadas a cabo por la consultora Oliver Wyman.

En este contexto, en el conjunto del tercer trimestre, las rentabilidades de la deuda española a diez años y su diferencial respecto al bono alemán se redujeron en torno a 50 pb y 30 pb, cerrando alrededor del 6 % y los 460 pb, respectivamente. En los plazos más cortos los descensos han sido más pronunciados (85 pb en la referencia a dos años). En las bolsas, los índices han repuntado, ganando el IBEX 35 un 8,2 % entre julio y septiembre, revalorización superior a la del EURO STOXX 50 (7,1 %) y a la del S&P 500 (5,5 %). En el mercado interbancario, los tipos de interés han seguido reduciéndose durante este período en todos los plazos, descendiendo el euríbor a un año 53 pb hasta alcanzar el 0,68 %.

En la parte transcurrida de octubre, la rentabilidad de la deuda pública a diez años y su diferencial con el bono alemán se han reducido respecto al final del mes anterior, situándose en la fecha de cierre de este informe en torno al 5,4 % y los 380 pb, respectivamente. El IBEX 35 ha registrado una revalorización del 5,1 %, similar a la del EUROSTOXX 50 (4,9 %) y superior a la del S&P 500 (1,2 %). Durante este período, la agencia S&P ha reducido en dos escalones la calificación de la deuda soberana española a largo plazo, hasta BBB-, nivel mínimo dentro de la categoría de grado de inversión.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda libre continuó descendiendo durante el tercer trimestre de 2012. La tasa de disminución interanual se situó en septiembre en el 9,5 %, cifra superior al 8,3 % de junio (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, el retroceso registrado en el tercer trimestre (2,5 %) fue similar al del segundo (2,6 %).

La última información disponible sobre la evolución de los costes de financiación bancaria del sector privado, correspondiente al mes de agosto, muestra que el descenso de las

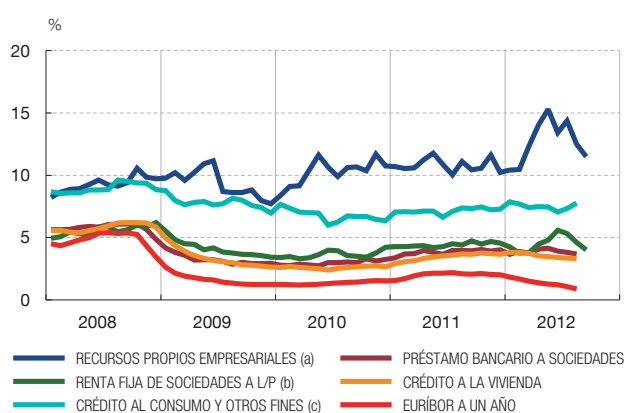
## ÍNDICES BURSÁTILES



## 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.

rentabilidades interbancarias sigue sin reflejarse completamente en los tipos de interés del crédito, experimentado estos un comportamiento diferencial dependiendo de la finalidad y de la cuantía del préstamo. En cambio, descendió el coste de las emisiones de valores de renta fija y variable de las sociedades no financieras como resultado de la caída de las primas de riesgo.

La financiación del sector privado ha seguido mostrando una tendencia contractiva. La información más reciente disponible, correspondiente a agosto, muestra que la reducción de los pasivos de los hogares fue, en términos interanuales, de un 3,2 %, cifra similar a la del cierre del trimestre anterior, consecuencia del mayor retroceso del crédito para adquisición de vivienda y de la moderación de la caída del destinado a consumo y otros fines. Por su parte, la deuda de las sociedades disminuyó un 3,8 %, acentuándose el recorte en comparación con el mes de junio. Las tasas intertrimestrales anualizadas evidencian descensos algo superiores a los obtenidos en términos interanuales, especialmente en el caso de las empresas. Los datos más recientes del crédito por finalidades, referidos al

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

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

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

segundo trimestre de 2012, ponen de manifiesto que durante este período el saldo vivo de la financiación bancaria siguió reduciéndose en todas las ramas productivas.

A pesar de la ligera contracción de los pasivos de las familias durante el segundo trimestre de 2012, los ratios de endeudamiento y carga financiera apenas variaron debido al descenso de los ingresos. Se observó, además, una caída del patrimonio neto de los hogares, como consecuencia principalmente del descenso de la riqueza inmobiliaria. En el caso de las sociedades, la reducción de la deuda, unida al moderado aumento de sus rentas según la Contabilidad Nacional, hizo que retrocediera algo tanto la ratio de endeudamiento como la carga financiera de este sector. En cambio, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revelan una caída de los beneficios en este período, debido tanto a la evolución negativa de la actividad ordinaria como al comportamiento adverso de los gastos e ingresos financieros. Concretamente, el resultado ordinario neto de estas compañías disminuyó un 25,4 % durante el primer semestre del año en relación con el mismo período del año anterior. La información de avance del tercer trimestre apunta a ligeros descensos de los ratios de deuda y carga financiera tanto de los hogares como de las empresas.

El volumen de créditos dudosos ha continuado creciendo, lo que, unido a la disminución de la deuda, ha llevado a que la ratio de morosidad haya seguido aumentando. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (en el que se incluyen empresas y familias), dicho indicador alcanzó en agosto el 10,5 %, 0,9 pp (puntos porcentuales) superior al dato de junio.

En el caso de las Administraciones Públicas (AAPP), se registró una aceleración de la deuda. Así, en agosto el crecimiento de estos pasivos fue, en términos interanuales, del 14,8 %, 0,7 pp más que en junio. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento y en la carga financiera, que en junio alcanzaron el 75,9 % y el 2,8 % del PIB, respectivamente.

Por otra parte, según la información más reciente de las Cuentas Financieras, en el segundo trimestre de 2012 continuó la senda descendente de las necesidades de financiación

de la economía nacional, que se situaron en el 2,6 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,5 pp menos que en marzo (véase cuadro 9). Esta evolución fue consecuencia del incremento del saldo acreedor de las instituciones financieras, que se vio parcialmente compensado por el incremento del saldo deudor de las AAPP, al tiempo que el ahorro financiero neto del resto de sectores apenas varió. El detalle por instrumentos muestra que en este período la mayor parte de las entradas de capital del exterior se volvió a canalizar a través del incremento del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo, mientras que los flujos netos captados por otras vías volvieron a ser negativos y por un importe elevado, continuando con la pauta de los trimestres anteriores. La información más reciente del balance del Banco de España apunta a que durante los últimos meses se habría registrado una moderación en el avance de su posición deudora frente al exterior. En septiembre, incluso, habría llegado a descender.

En resumen, durante los últimos meses se han suavizado las tensiones en los mercados financieros, debido en gran parte al anuncio de compra de bonos soberanos por parte del BCE. Ello se ha traducido en una mejora de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas, aunque el diferencial de rentabilidad de la deuda pública española respecto de la alemana permanece en niveles históricamente altos y la incertidumbre sigue siendo elevada. Estos desarrollos se han producido en un contexto en el que la evolución desfavorable de las rentas ha seguido limitando el avance en el proceso de desapalancamiento de los hogares y las empresas. La presión financiera sobre estos sectores continúa siendo considerable, si bien el descenso reciente de las rentabilidades interbancarias, que se irá trasladando progresivamente al coste de la deuda viva referenciada a estos tipos (singularmente, las hipotecas), supondrá un cierto alivio para los agentes con este tipo de pasivos (fundamentalmente, familias). En cambio, el coste del crédito nuevo se está viendo menos beneficiado por esta tendencia debido a los problemas de transmisión de la política monetaria.

## 5.2 El sector hogares

Entre junio y agosto el tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo en 9 pb, hasta alcanzar el 3,3 %, mientras que el coste de los créditos para consumo y otros fines, que presenta mayor variabilidad (en parte ligada a factores estacionales), aumentó en 72 pb, situándose en el 7,8 %.

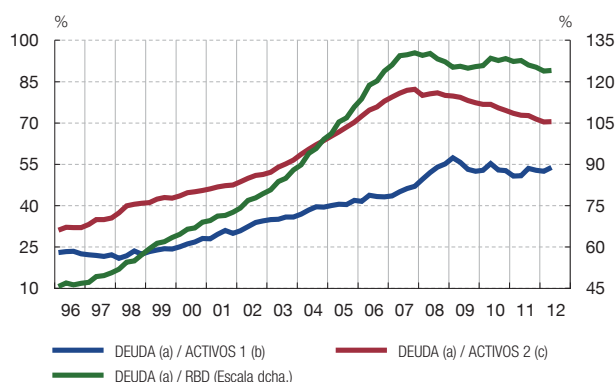
La deuda de las familias siguió disminuyendo. La reducción de sus pasivos fue, en términos interanuales, de un 3,2 % en agosto, cifra similar a la del cierre del segundo trimestre (3,1 %). El desglose por finalidad revela que los préstamos para adquisición de vivienda experimentaron una caída del 3,1 %, 0,2 pp superior a la de junio, mientras que los destinados al consumo y otros fines descendieron un 3,7 %, 0,2 pp menos que en dicho mes.

La ligera reducción tanto de los pasivos de las familias como de los pagos por intereses, en el segundo trimestre de 2012, estuvo acompañada por un retroceso de sus ingresos, de forma que las ratios de endeudamiento y de carga financiera sobre la renta bruta disponible de estos agentes apenas variaron (véase gráfico 24). En paralelo, se intensificó la caída de la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontados los pagos por amortizaciones. 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 produjo fundamentalmente como resultado de la pérdida de valor de sus activos inmobiliarios.

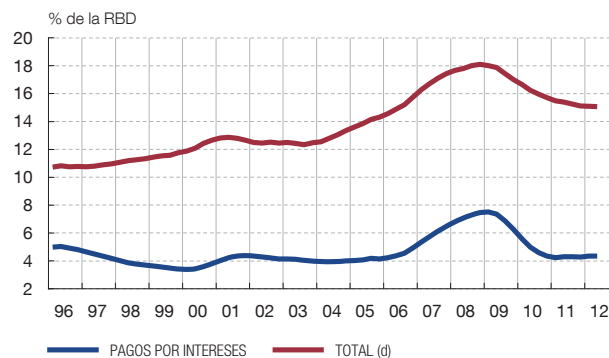
De acuerdo con las Cuentas Financieras, la inversión de los hogares en activos financieros descendió 0,4 pp en el segundo trimestre de 2012, situándose, en términos acumulados de doce meses, en el 2 % del PIB (véase cuadro 10). La materializada en medios de pago



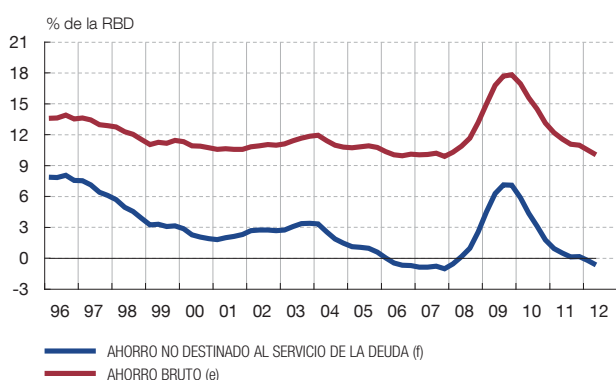
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



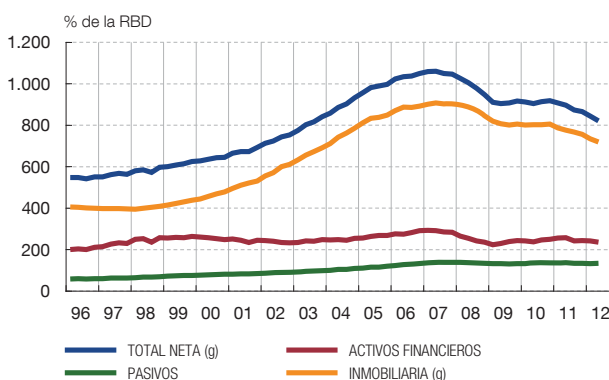
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



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

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

(efectivo y depósitos a la vista) fue positiva, a diferencia de lo ocurrido en períodos previos, alcanzando el 0,7 % del PIB en términos anuales. Por el contrario, la inversión en imposiciones a plazo y valores de renta fija pasó a ser negativa por un importe equivalente al 0,6 % del PIB, mientras que la canalizada a través de acciones y otras participaciones aumentó 1,3 pp, hasta alcanzar el 1,8 % del PIB. En conjunto, el volumen de depósitos bancarios continuó descendiendo en términos interanuales, pasando la tasa de contracción del 1,5 % en marzo al 3 % en junio. Los datos más recientes muestran una caída interanual algo más acusada (3,6 % en agosto). No obstante, si se añaden los valores bancarios en poder de las familias, el descenso es más moderado (1,8 % en agosto), lo que refleja el desplazamiento de la inversión del sector desde unos instrumentos a los otros.

Por último, la ratio de morosidad de los hogares continuó creciendo en el segundo trimestre de 2012, hasta alcanzar el 4 %. Por finalidades, la proporción de préstamos dudosos aumentó tanto en los créditos para adquisición de vivienda (0,2 pp, hasta el 3,2 %) como en aquellos para consumo y otros fines (0,2 pp, hasta el 7,6 %).

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

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.

**5.3 El sector de sociedades no financieras**

Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron, entre junio y agosto, un comportamiento diferencial dependiendo de la cuantía. Así, el coste de los préstamos para operaciones de hasta un millón de euros aumentó en 23 pb, hasta el 5,8 %, mientras que el asociado a los préstamos de importe superior, que presenta una mayor volatilidad, retrocedió en 62 pb, hasta el 2,7 %. Con respecto al coste de otras fuentes de financiación empresarial, con datos hasta septiembre, el de las emisiones de valores descendió tanto en el caso de los pagarés (43 pb) como en el de las de largo plazo (156 pb), y lo mismo ocurrió en el caso de las de renta variable (193 pb), lo que refleja el descenso de las primas de riesgo.

La deuda de las sociedades siguió contrayéndose, reduciéndose un 3,8 %, en términos interanuales, en agosto, retroceso superior al del trimestre previo, que fue del 2,9 %. Por instrumentos, los préstamos bancarios de entidades residentes disminuyeron un 6,1 %, frente al 5,1 % de junio, mientras que, en los valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor tamaño), se ralentizó algo el avance, creciendo un 8,6 % frente al 9,1 % de dos meses antes. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre de 2012, pone de manifiesto que durante este período el saldo vivo de la financiación bancaria siguió reduciéndose en todas las ramas productivas. Una vez más fue en la construcción donde se observó el mayor retroceso interanual (12,9 %), que fue algo mayor que en marzo. En el sector inmobiliario y en la industria también aumentó el ritmo de contracción, situándose en un 7 % y un 5,8 %, respectivamente. En cambio, en los servicios no financieros ni inmobiliarios, la tasa de disminución continuó siendo más moderada (3,1 %).

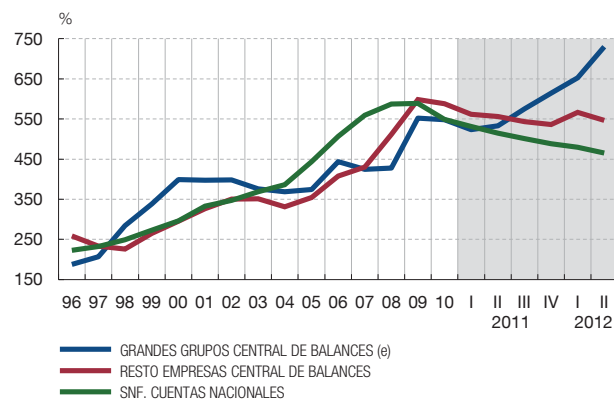
Según los datos más recientes de las Cuentas Financieras, correspondientes al segundo trimestre de 2012, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial se mantuvo en el 0,5 % del PIB (mismo nivel que tres meses antes), en términos acumulados de doce meses. Esta evolución, unida al aumento de sus adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en un descenso del indicador «brecha de financiación», el cual aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente y el ahorro bruto de las empresas, que pasó del 0,6 % del PIB en marzo a un valor prácticamente nulo en este período.

La reducción de los pasivos de las sociedades, unida al aumento moderado de sus rentas que recoge la Contabilidad Nacional para el segundo trimestre de 2012, hizo que la ratio de endeudamiento del sector continuara disminuyendo lentamente (véase gráfico 25). Como resultado de esta evolución y de la estabilidad del coste medio de la deuda viva, descendió la ratio de carga financiera. En cambio, los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revelan un retroceso de la actividad y de las rentas empresariales en el primer semestre de 2012 en relación con el mismo período del año anterior. Así, el resultado ordinario neto se contrajo un 25,4 %, debido tanto a la evolución negativa de la actividad ordinaria como al comportamiento adverso de los gastos e ingresos financieros. Todo esto implicó un descenso de los niveles de rentabilidad, tanto en relación con el activo neto como con los recursos propios, que se situaron en el 4 % y en el 4,4 %, respectivamente, 0,8 pp y 1,5 pp inferiores a los valores registrados en 2011. Este comportamiento de los excedentes empresariales, unido al moderado incremento de los recursos ajenos con coste y los pagos por intereses, llevó a una elevación de las ratios de deuda y carga financiera sobre resultados para esta muestra de compañías<sup>1</sup>. Como consecuencia de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo repuntaron, alcanzando niveles históricamente elevados. Por su parte, los analistas prevén una continuación de las caídas de los beneficios de las empresas cotizadas en el corto plazo, aunque a un ritmo algo más moderado del que anticipaban tres meses antes, mientras que las expectativas correspondientes a horizontes más largos han empeorado algo (véase gráfico 26).

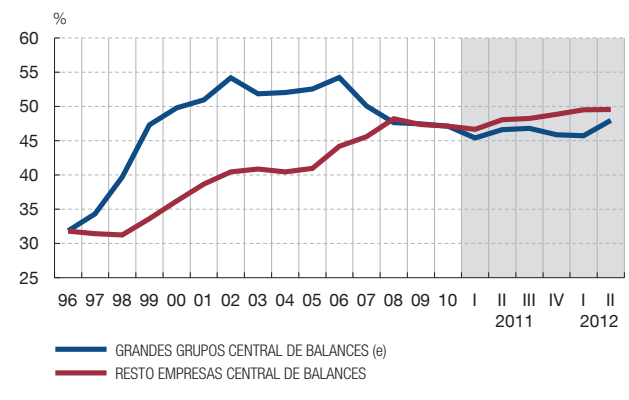
Por último, la ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó aumentando en todas las ramas en el segundo trimestre de 2012. Este incremento fue mayor en la

<sup>1</sup> Esto ha sido compatible con un cierto descenso en las ratios de endeudamiento y de carga financiera en las empresas de esta muestra excluyendo los grandes grupos (Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica), como consecuencia tanto de la reducción de sus pasivos con coste como del aumento de los ingresos financieros, que compensó la caída del resultado económico bruto.

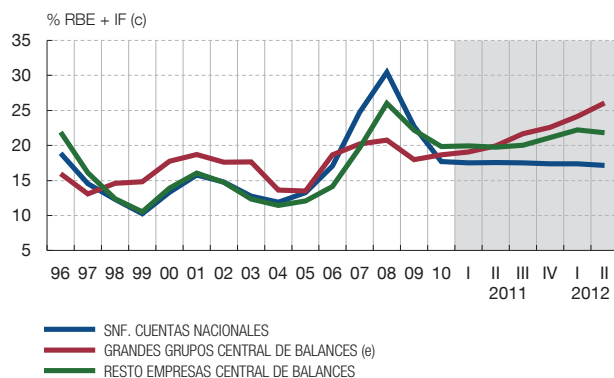
DEUDA (b) / REB + IF (c)



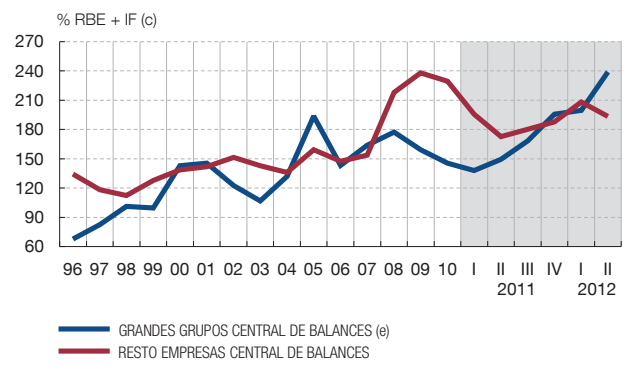
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



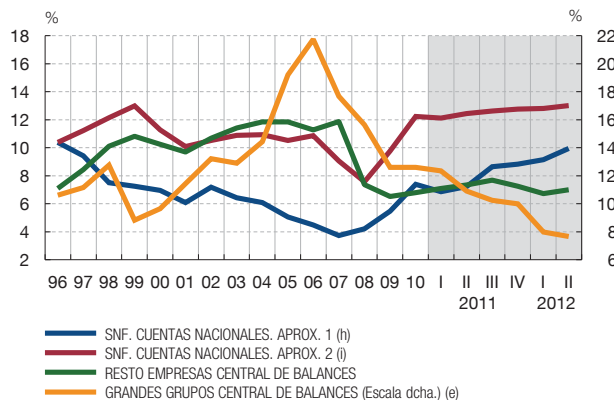
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



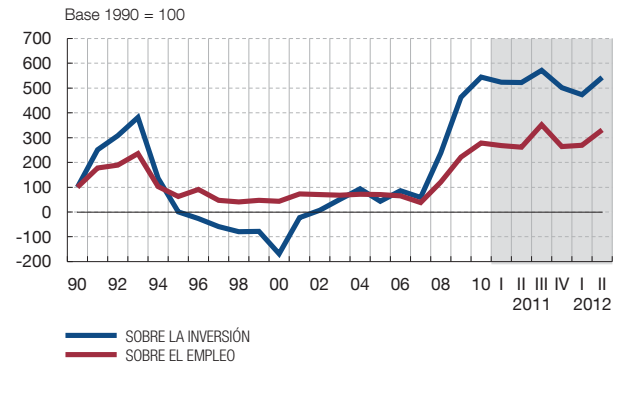
CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



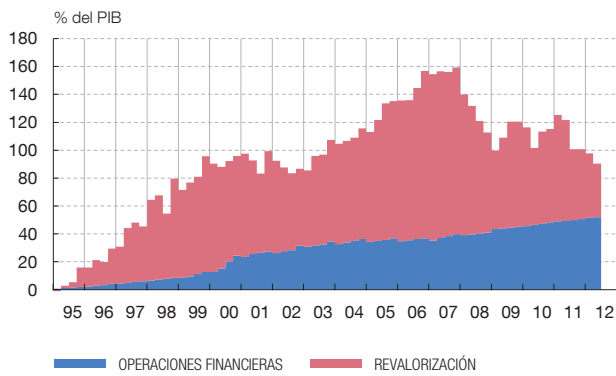
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



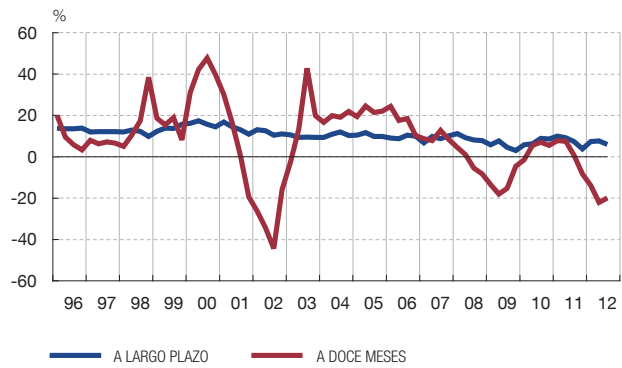
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la CBT.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la Central de Balances 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 las 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 de la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

construcción y los servicios inmobiliarios (4,4 pp, hasta el 26,5 %) que en el resto de actividades productivas, para las que el ascenso fue más moderado (1,1 pp, hasta el 6,7 %).

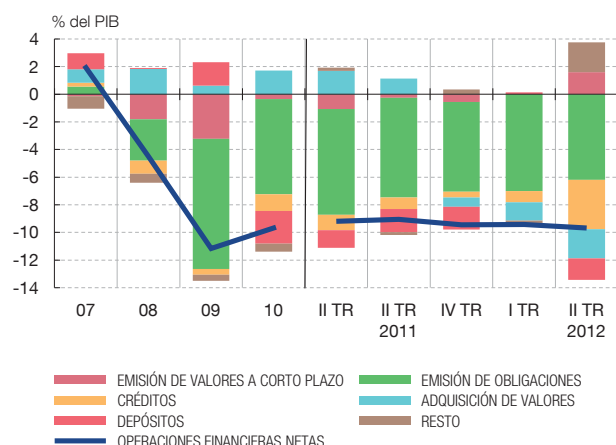
**5.4 Las Administraciones Públicas**

En el segundo trimestre de 2012, según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP aumentaron ligeramente (0,3 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses), manteniéndose en registros elevados (9,7 % del PIB; véase cuadro 9).

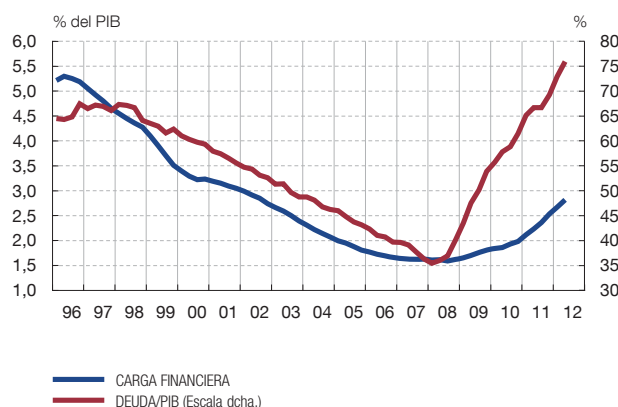
En este período, la principal vía usada por las AAPP para la captación de fondos fueron los créditos, cuyo flujo supuso el 12 % del PIB trimestral. En términos acumulados de doce meses, estos crecieron 2,8 pp, hasta representar el 3,6 % del PIB (véase gráfico 27). Los recursos obtenidos mediante la emisión de bonos y obligaciones fueron inferiores a los de trimestres anteriores, suponiendo el 1,2 % del PIB del período (6,2 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,8 pp menos que en marzo). Por su parte, el flujo neto de financiación mediante valores a corto plazo fue negativo, por valor del 4,4 % del PIB trimestral (1,6 % del PIB en términos anuales). Por el lado del activo, continuaron reduciéndose las tenencias netas de valores, al tiempo que disminuyó el saldo de los depósitos, que llevó al descenso del saldo en términos acumulados de doce meses, por un importe equivalente al 1,6 % del PIB.

En conjunto, la tasa de crecimiento de la deuda de las AAPP aumentó 0,7 pp entre junio y agosto, hasta alcanzar el 14,8 %, en términos interanuales. Por instrumentos, continuó el dinamismo de la financiación a largo plazo (creció a una tasa interanual del 14,4 %, 0,3 pp más que en junio). Asimismo, se intensificó el avance de los créditos (42,3 %, frente al 40,9 % de dos meses antes). En cambio, los fondos canalizados a través de títulos con vencimiento a corto plazo siguieron descendiendo en términos interanuales (20,3 %), aunque 1,3 pp menos que en el segundo trimestre. El desglose por tenedores muestra que los hogares y las sociedades y las instituciones financieras distintas de las entidades de crédito realizaron en julio adquisiciones netas de valores del Estado, mientras que estas últimas y los no residentes llevaron a cabo amortizaciones netas, aunque por unos importes moderados. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, ha conllevado nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento (75,9 % del PIB en junio, 3 pp más que en marzo) y en la carga financiera (2,8 % del PIB, 0,1 pp más que en el trimestre pasado).

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA

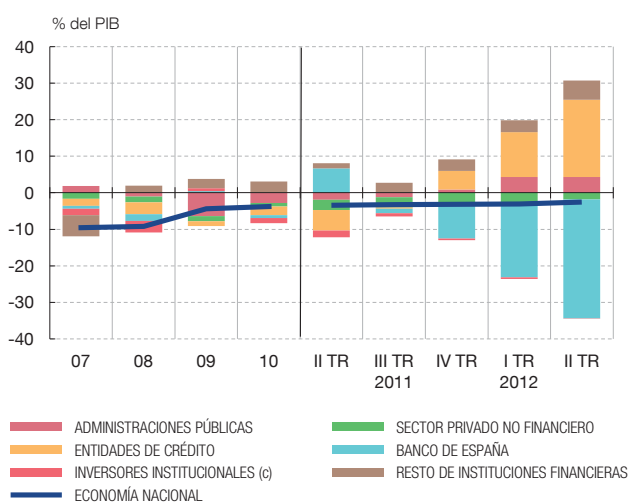


FUENTE: Banco de España.

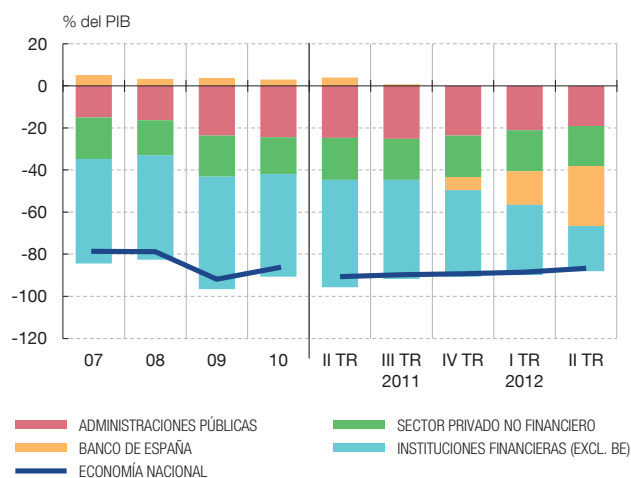
a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS Y ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)

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.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con las Cuentas Financieras, en el segundo trimestre de 2012 continuó la senda descendente de las necesidades de financiación de la economía nacional, situándose en el 2,6 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,5 pp menos que en marzo (véase cuadro 9).

Entre abril y junio, los flujos financieros netos captados en el resto del mundo por los sectores residentes distintos del Banco de España volvieron a ser negativos, por lo que el signo

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

CUADRO 11

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011	2012	
				IV TR	I TR	II TR
Operaciones financieras netas	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-3,1	-2,6
Operaciones financieras (activos)	1,8	-0,7	-2,6	2,5	2,9	5,1
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,3	-3,3	-1,4	0,3	0,9	1,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-0,5	-1,7	-1,3	0,0	0,9	1,2
Valores distintos de acciones	1,3	0,0	-7,1	-1,2	-0,6	-1,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,5	1,2	-3,1	0,1	0,3	-0,3
<i>Inversores institucionales</i>	-0,5	-1,0	-2,6	-1,0	-0,8	-0,6
Acciones y otras participaciones	1,7	1,6	3,2	1,2	0,2	0,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,5	0,2	3,0	0,0	-0,5	0,3
<i>Inversores institucionales</i>	-2,3	0,6	1,0	0,5	0,3	0,3
Préstamos	0,8	0,3	1,0	1,3	1,5	2,6
Operaciones financieras (pasivos)	10,9	3,7	1,2	5,7	5,9	7,6
Depósitos	8,0	-0,5	-0,5	8,8	14,5	19,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,2	0,7	-7,5	-3,6	-4,6	-6,6
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,2	0,1	5,8	2,7	-1,0	-5,2
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	1,9	-0,8	0,2	10,6	21,2	33,7
Valores distintos de acciones	-2,7	3,5	-2,5	-6,6	-11,4	-15,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,1	5,2	2,0	-0,8	-4,4	-4,4
<i>Entidades de crédito</i>	-1,9	1,0	-1,6	-2,6	-3,6	-5,5
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-1,9	-2,7	-2,9	-3,3	-3,3	-5,3
Acciones y otras participaciones	3,2	1,0	2,3	2,6	1,3	2,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	2,4	0,4	2,4	2,6	1,4	2,6
Préstamos	2,9	0,1	1,4	0,8	1,4	1,3
Otros neto (c)	0,2	-1,1	-1,4	-0,8	-0,8	-1,4
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	4,7	0,9	2,8	2,5	1,4	1,6
Inversión directa del exterior en España	4,8	0,7	2,9	2,0	1,9	2,7

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.

de las operaciones financieras netas del Banco de España frente al exterior fue nuevamente deudor (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos muestra que en julio se moderó esta tendencia, registrándose un incremento más reducido de la posición deudora del Banco de España, pauta que habría continuado en agosto y habría revertido en septiembre, de acuerdo con los datos del balance del Banco de España.

El detalle por instrumentos revela, en línea con lo anterior, que en el segundo 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 134 miles de

millones, lo que, en términos acumulados de doce meses, elevó el porcentaje que estas operaciones representan sobre el PIB hasta el 33,7 %, 12,5 pp más que en marzo (véase cuadro 11). Por el contrario, el flujo de financiación neto captado en los mercados interbancarios (tanto a través de operaciones bilaterales como a través de cámaras de contrapartida central) volvió a ser negativo, por un importe equivalente al 10 % del PIB del trimestre. Asimismo, los no residentes continuaron desinvirtiendo 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 1,5 % del PIB (el grueso del cual correspondió a instrumentos emitidos por las sociedades no financieras), aumentando 1,1 pp en términos acumulados de doce meses respecto al valor de marzo. En línea con este desarrollo, la inversión directa del exterior en España repuntó hasta situarse en el 2,7 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,8 pp más que en el trimestre anterior.

La inversión de los residentes en el exterior aumentó en el segundo trimestre de 2012 hasta alcanzar el 10,6 % del PIB, y también lo hizo en términos acumulados de doce meses hasta el 5,1 % del PIB (2,2 pp más que en marzo). El grueso de este importe se canalizó a través de préstamos. Por su parte, la adquisición neta de valores de renta fija continuó siendo negativa debido a la desinversión tanto de los inversores institucionales como del resto de sectores. Por el contrario, la inversión en acciones y otras participaciones se incrementó ligeramente. En consonancia con ello, se incrementó ligeramente la inversión directa de España en el exterior, pasando a situarse en el 1,6 % del PIB en términos anuales, 0,2 pp más que en marzo.

Como consecuencia de los flujos financieros transfronterizos y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, la posición de inversión internacional neta deudora de la economía española frente al resto del mundo fue del 90,7 % del PIB en junio de 2012, 0,6 pp menos que en marzo. Esta ligera reducción resultó de una disminución de la posición deudora frente a los no residentes del sector financiero (excluido el Banco de España), las AAPP y el sector privado no financiero, en gran parte compensada por el incremento del saldo deudor del Banco de España frente al exterior.

18.10.2012.