

Durante los tres primeros trimestres de 2012 la economía española prolongó la trayectoria contractiva que había iniciado en el cuarto trimestre del año precedente. Los indicadores disponibles apuntan a que esta pauta se habría intensificado en el período octubre-diciembre, estimándose un descenso en la tasa intertrimestral del PIB del 0,6 %, lo que supone una caída en su tasa interanual del 1,7 % (véase cuadro 1). Por el lado del gasto, la demanda nacional intensificó su ritmo de retroceso hasta una tasa intertrimestral del 1,9 % (-4,6 % interanual), resultado de la confluencia de una serie de factores de carácter transitorio, tales como los efectos de la reversión del adelantamiento de compras previo a la subida de tipos de IVA en el tercer trimestre o la supresión de la paga de diciembre de los empleados públicos, con otros más persistentes, como el mantenimiento de unas condiciones de financiación estrictas, pese al alivio de los últimos meses, o la debilidad del mercado de trabajo. Por su parte, la demanda exterior neta repuntó en el último trimestre del año hasta contribuir en 1,4 puntos porcentuales (pp) al producto (2,9 pp en tasa interanual), como consecuencia, principalmente, de la disminución de las compras al exterior, motivada por la debilidad de la demanda final así como por la reversión de la anticipación al trimestre precedente de algunas importaciones. El debilitamiento de la economía del área del euro provocó una pérdida de tono de las exportaciones en este período.

Con este cierre del año, el PIB habría caído un 1,3 % en 2012, en un contexto financiero de elevada tensión, consolidación fiscal, desapalancamiento del sector privado y continuada reducción del empleo. Detrás de este descenso del PIB se encuentra una contracción de la demanda nacional (-3,9 %), superior a la del año precedente, y a la que contribuyeron todos sus componentes, tanto de consumo como de inversión. Por el contrario, la demanda exterior neta atenuó, un año más, el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una aportación positiva de 2,6 pp en el promedio del ejercicio, apoyada tanto en el avance de las exportaciones como en el descenso de las importaciones. Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas empeoraron sus registros respecto a 2011, con descensos del valor añadido en la industria, en los servicios de no mercado y, sobre todo, en la construcción, y un crecimiento prácticamente nulo en los servicios de mercado. El empleo disminuyó a un ritmo superior al del año previo, estimándose un descenso del número de ocupados del 4,3 %, en parte como resultado del retroceso del empleo público, que cayó por primera vez desde que se iniciara la crisis. La tasa de paro repuntó con intensidad a lo largo del ejercicio, hasta alcanzar el 25 % en el tercer trimestre, en un entorno en el que la población activa experimentó un descenso muy moderado.

Tras el incremento del año anterior, los costes laborales retomaron la trayectoria de moderación iniciada en 2010, estimándose un descenso de la remuneración por asalariado (-0,6%), muy influido por la bajada de los salarios públicos. La tasa de inflación acusó una marcada aceleración en la segunda mitad del año, como consecuencia de las subidas en los precios de la energía y del efecto del alza del IVA y de precios administrados sobre los precios finales. El IPC concluyó 2012 con una tasa interanual del 2,9 % (2,2 % en términos del IPSEBENE), lo que determinó un diferencial de inflación con la UEM positivo de 0,8 pp, que refleja el conjunto de factores con impacto temporal mencionados. A medida que se vayan cancelando los efectos base que estos han motivado, los diferenciales de inflación deberían volver a ser favorables para España, como ocurría en la primera mitad de 2012.

	2011	2012	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	0,4	-1,3	0,3	0,2	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,6
Consumo privado	-1,0	-1,9	-0,7	-0,2	-0,6	-1,0	0,5	-0,9	-0,5	-1,6
Formación bruta de capital	-5,5	-8,7	-1,1	-1,3	-0,9	-3,3	-2,1	-3,2	-1,5	-2,0
Demanda interna	-1,9	-3,9	-0,3	-0,7	-0,8	-1,3	-0,3	-1,3	-1,1	-1,9
Exportaciones	7,6	3,3	1,0	1,2	3,5	0,1	-2,3	1,7	4,8	-0,7
Importaciones	-0,9	-5,0	-1,0	-2,0	0,8	-2,8	-1,9	-1,3	2,4	-5,0
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,3	2,6	0,6	0,9	0,8	0,9	-0,1	0,9	0,8	1,4
Tasas de variación interanual										
PIB	0,4	-1,3	0,5	0,5	0,6	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	-1,7
Empleo	-1,7	-4,3	-1,4	-0,9	-1,6	-2,9	-3,7	-4,7	-4,6	-4,1
Deflactor del PIB	1,0	-0,1	1,0	1,2	0,8	0,8	0,4	0,1	0,5	-1,6
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)										
IPC	3,2	2,4	3,6	3,2	3,1	2,4	1,9	1,9	3,4	2,9
IPSEBENE	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,5	1,2	1,3	2,1	2,1
IAPC	3,1	2,4	3,3	3,0	3,0	2,4	1,8	1,8	3,5	3,0
Diferencial del IAPC frente al área del euro	0,3	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,9	-0,6	0,9	0,8

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

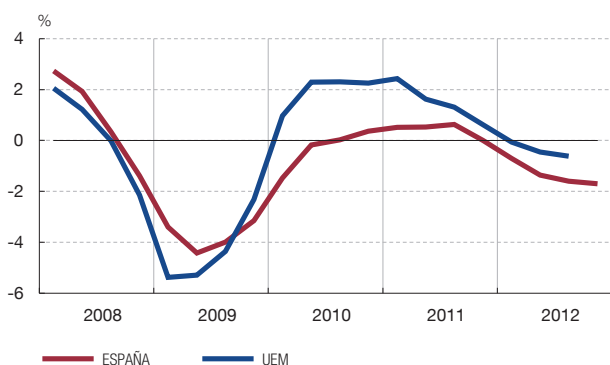
a Información disponible hasta el día 21 de enero de 2013.

b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales.

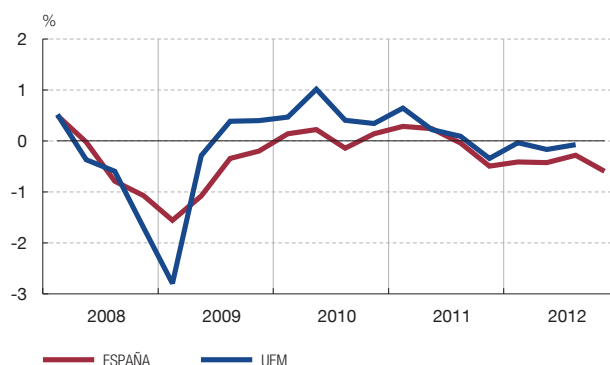
En el panorama financiero internacional, el ritmo de actividad, tendió a estabilizarse en los meses finales de 2012, tras una desaceleración en los trimestres precedentes. Dentro de este comportamiento global, se mantuvieron desarrollos discrepantes entre las economías emergentes y las avanzadas. En las primeras, que en conjunto experimentaron un mayor dinamismo, se detuvo la desaceleración en el ritmo de actividad de la primera mitad del año. Entre las segundas continuó el tono recesivo en el área del euro y su entorno más cercano, y persistió el bajo crecimiento en el resto de países desarrollados, si bien Estados Unidos mostró una evolución relativamente más favorable. Los precios de las materias primas mantuvieron un comportamiento estable y las tasas de inflación permanecieron en niveles moderados, lo que dio lugar a nuevas actuaciones de política monetaria de carácter expansivo. La tensión en los mercados financieros internacionales continuó reduciéndose en los meses finales del ejercicio, al hilo de la mejoría en la situación financiera en la zona del euro y, en el período más reciente, de la reducción de la incertidumbre en torno al denominado «precipicio fiscal» en Estados Unidos.

En Europa, a lo largo del trimestre se tomaron decisiones importantes que contribuyeron a despejar la incertidumbre en torno al proyecto del euro. Se avanzó en la resolución de las dificultades financieras griegas, aprobándose el desembolso conjunto de los dos primeros tramos de ayuda financiera previstos en el segundo programa de asistencia. Se adoptaron pasos muy importantes en el avance hacia una unión bancaria europea. Concretamente, el Consejo Europeo de los días 13 y 14 de diciembre alcanzó un consenso en torno a las bases para el establecimiento de un Mecanismo Único de Supervisión (véase recuadro 2). Asimismo, las autoridades europeas valoraron positivamente el cumplimiento de los distintos programas de asistencia en vigor. Todas estas decisiones tuvieron un efecto positivo sobre los mercados financieros europeos, consolidando el alivio

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.

que se había empezado a producir en septiembre y octubre, tras el anuncio del BCE de la puesta en marcha del Programa de Operaciones Monetarias de Compra-venta, registrándose en los últimos meses una reducción de los diferenciales soberanos, una mejora en las condiciones de financiación de los mercados de capitales y una recuperación en los mercados bursátiles.

Pese a la atenuación de las tensiones, la información económica más reciente apunta a un nuevo retroceso de la actividad en la zona del euro en el cuarto trimestre de 2012, prolongando la recesión que empezó a perfilarse a finales de 2011. La inflación se desaceleró en el tramo final del año, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,2 % en diciembre, todavía condicionada por sus componentes más volátiles, para los que se prevé un comportamiento más moderado en los próximos trimestres, por lo que el IAPC debería situarse por debajo del 2 % en los próximos meses. La ausencia de riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo, en un contexto de persistencia de la debilidad cíclica, llevó al BCE a mantener los tipos de interés en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación, y en el 0 % y el 1,50 % para los de las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. La orientación expansiva de la política monetaria se completó con el anuncio del BCE en su reunión de diciembre de prorrogar las subastas trimestrales con adjudicación plena a tipo fijo en las operaciones de financiación durante el tiempo que sea necesario, y al menos hasta el 9 de julio de 2013.

En España, en el transcurso del último trimestre se siguió avanzando en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema financiero, de acuerdo con los parámetros y el exigente calendario fijados en el Memorando de Entendimiento sobre la condicionalidad de las políticas del sector financiero acordado con nuestros socios europeos. La Comisión Europea dio a conocer a finales de noviembre los planes de ajuste que deberán acometer las entidades con necesidades de ayuda, que supondrán importantes ajustes en la actividad, red comercial, empleo y el tamaño de su balance. Por otra parte, tras la evaluación positiva del grado de cumplimiento de los compromisos del Memorando, se produjo el desembolso de los 36.968 millones de euros acordados por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Finalmente, la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria — conocida como SAREB— comenzó su actividad como gestora de los activos cedidos por los bancos nacionalizados.



FUENTE: Comisión Europea.

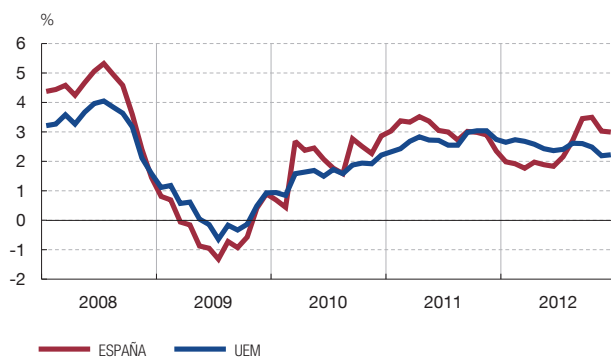
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

Los mercados financieros españoles participaron de la reducción de las tensiones registradas en el área del euro, lo que se reflejó en una disminución de la rentabilidad de la deuda pública española y de sus diferenciales con respecto a la referencia alemana, así como de las primas de riesgo privado, al tiempo que las cotizaciones bursátiles aumentaron y su volatilidad se redujo. De este modo, en la fecha de cierre de este informe, el tipo de interés del bono español a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana se situaban, respectivamente, en el 5,1 % y 350 puntos básicos (pb). En los mercados bursátiles, el IBEX 35 se recuperó en el último trimestre de 2012 (un 6 %), cerrando el año con una pérdida acumulada del 5,3 %. La tendencia alcista se ha prolongado en los días transcurridos de enero. Por último, en el mercado inmobiliario, la información más reciente apunta a una prolongación de la pauta descendente del precio de la vivienda en los últimos meses del pasado año.

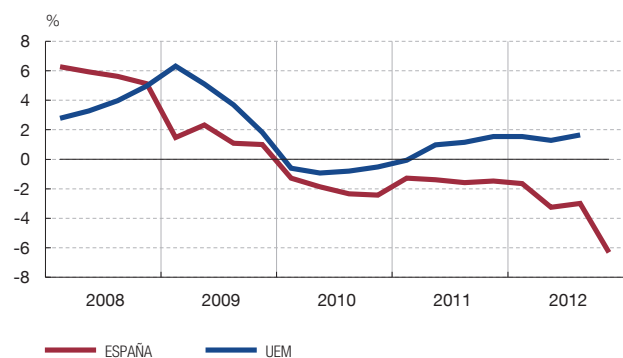
En conjunto, la relajación de las tensiones financieras en los últimos meses se ha traducido en una mejora de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas, en un aumento de la inversión de los no residentes en la economía española y en un descenso de la dependencia de las instituciones monetarias y financieras de la financiación del Eurosistema. No obstante, los tipos de interés bancarios se mantienen en niveles elevados y las condiciones de financiación bancaria de los hogares y las sociedades siguen siendo estrictas, con lo que el sector privado continua sometido a una presión financiera significativa.

Esta situación siguió pesando en las decisiones de gasto de los hogares, que previsiblemente experimentaron caídas adicionales en la renta disponible y en el valor de su riqueza en los meses finales del año pasado, en un contexto marcado por unas perspectivas desfavorables sobre el mercado laboral y por la persistencia de un clima de incertidumbre. En estas condiciones, el consumo de las familias mostró registros negativos a lo largo de todo el ejercicio, aunque de mayor intensidad en los meses finales, debido al impacto de las medidas de consolidación fiscal sobre la renta de las familias y la tasa de inflación. No obstante parte de estos efectos tiene naturaleza temporal, como es el caso del impacto negativo asociado al adelanto al tercer trimestre de algunas compras (de consumo duradero, fundamentalmente). Este descenso tuvo lugar a pesar de la puesta en marcha del Plan PIVE (Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente), cuyo impacto podría haberse retrasado a los meses iniciales de este año. Para el conjunto de 2012, se estima que el consumo se redujo en una tasa próxima al 2 %. El ahorro permitió, un año más, suavizar la pauta de

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.

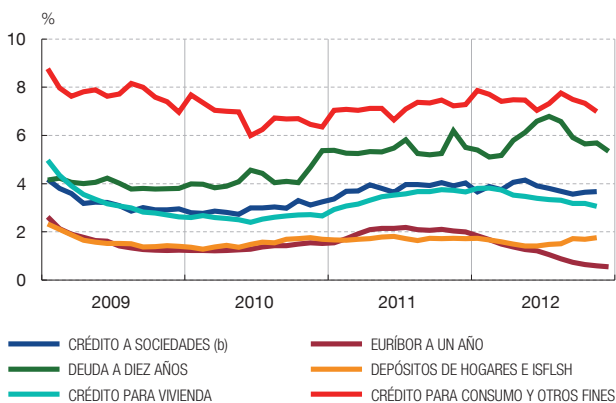
consumo del sector, como ha venido ocurriendo desde 2009, observándose una reducción de la tasa de ahorro hasta el 8,8 % de la renta disponible en el tercer trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres), 2,2 pp por debajo de su nivel en 2011.

La inversión residencial siguió disminuyendo en los últimos meses del ejercicio, con lo que el sector inmobiliario habría culminado su quinto año de ajuste, con un descenso superior al 7 % en 2012. Los cambios regulatorios introducidos en 2012, que entrarán en vigor este año —creación de la SAREB, elevación del IVA desde el 4 % al 10 % en enero de 2013, eliminación de la deducción fiscal a la adquisición de la primera vivienda y previsible entrada en vigor de la reforma de la Ley de Arrendamientos—, introducen alguna incertidumbre sobre el desarrollo del mercado inmobiliario en los próximos trimestres, si bien las condiciones que prevalecen por el lado de la demanda y la persistencia de un elevado saldo de viviendas sin vender sugieren que el ajuste podría continuar en 2013. En este entorno contractivo del gasto y de condiciones financieras estrictas, la financiación de los hogares se redujo en los meses finales del año a un ritmo similar al del trimestre previo (-3,6 % en tasa interanual hasta noviembre).

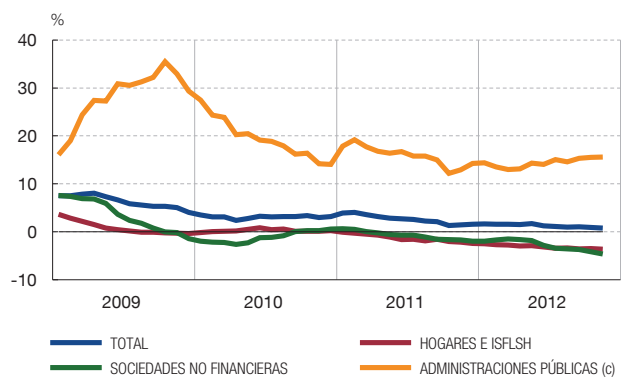
La inversión empresarial se vio igualmente afectada por el entorno financiero descrito y por unas perspectivas de demanda interna y externa poco favorables. De este modo, tanto la inversión en equipo como la realizada en otras construcciones disminuyeron en el tramo final de 2012, con lo que se estima que el año cerró con sendos descensos del 5 % y del 15 %, respectivamente. La caída de la deuda de las sociedades se intensificó en los meses finales del año, hasta alcanzar una tasa del -4,6 % en noviembre (-3,7 % en septiembre).

Por su parte, la información disponible para el conjunto de las AAPP, que cubre hasta el tercer trimestre, arrojó una necesidad de financiación de 65 mm (un 6,2 % del PIB anual), cerca de medio punto porcentual del PIB más elevado que el registrado en el mismo período del año anterior, aunque debe tenerse en cuenta que la cifra de 2012 incluye el impacto derivado de determinadas ayudas a instituciones financieras que aumentaron el gasto público, a través de la partida de transferencias de capital, en una cuantía de un 1 % del PIB. La acusada debilidad de los ingresos hasta septiembre —con un retroceso del 1,7 %— explicaría el difícil avance en la corrección del déficit en este período, pues el gasto, con una caída superior al 3 % (si se excluye el impacto de las ayudas a las instituciones financieras), se ajustó mejor a lo presupuestado.

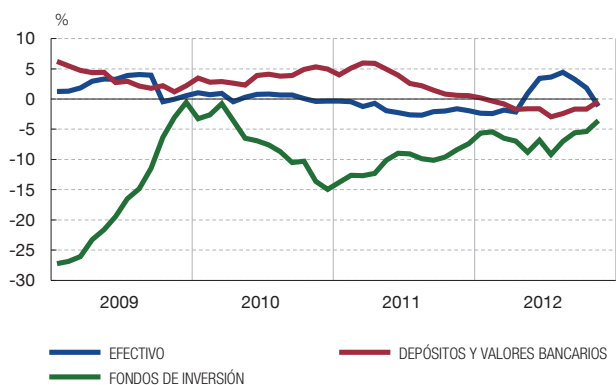
TIPOS DE INTERÉS (a)



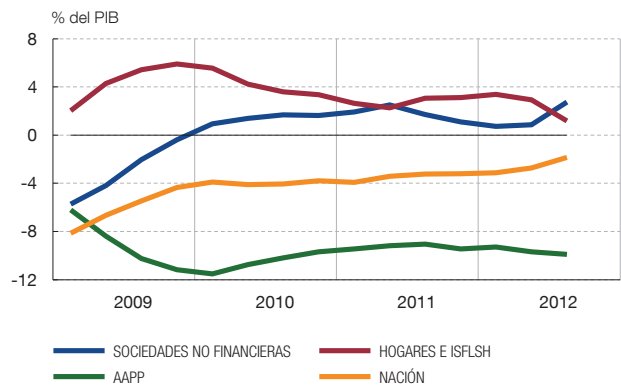
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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.

En este contexto, y con el propósito de alcanzar el objetivo de déficit público del 6,3 % del PIB a final de año (objetivo que no incluye el impacto sobre el déficit de las ayudas a las instituciones financieras), las Administraciones Públicas intensificaron el esfuerzo de consolidación fiscal en los últimos meses del ejercicio, período en el que se concentró una parte significativa del impacto de las medidas de incremento de la recaudación y de ajuste del gasto aprobadas durante el año. Entre ellas, cabe destacar los incrementos del IVA a partir del 1 de septiembre (con subidas del tipo normal y reducido hasta el 21 % y el 10 %, respectivamente), el cambio de tributación del impuesto de sociedades, la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos y, por último, la suspensión del ajuste de las pensiones por la desviación de la inflación. Como resultado, la información más actualizada, referida a la ejecución presupuestaria de los distintos subsectores en octubre y noviembre, apunta a una reducción muy significativa de la desviación de la recaudación impositiva en estos meses (debido a la aceleración de los ingresos

por IVA y sociedades, fundamentalmente) y a una mejoría adicional en el grado de aproximación del gasto al objetivo programado tras recogerse el impacto de la eliminación de la paga de diciembre a los empleados públicos y la decisión de no actualizar las pensiones con la desviación de la inflación. Este esfuerzo de consolidación presupuestaria ha tenido un efecto netamente contractivo sobre la actividad a lo largo del año, alcanzando particular intensidad en los meses finales, por las razones apuntadas. Para 2013, los compromisos europeos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento marcan un objetivo de déficit del 4,5 % del PIB para el conjunto de las AAPP, cuya consecución requerirá acometer un esfuerzo fiscal adicional muy ambicioso tanto por parte de la Administración Central como de las CCAA. En este sentido, tras la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social, las CCAA ha presentado sus presupuestos para 2013, que incluyen nuevos incrementos de ingresos y recortes del gasto, tanto corrientes como de capital.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, en los meses finales de 2012 la demanda exterior neta compensó parcialmente el efecto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, si bien, frente a lo ocurrido en los trimestres precedentes, en los que la contribución de las exportaciones y las importaciones fue más equilibrada, el factor dominante fue el descenso de las importaciones, en un contexto de marcada desaceleración de las exportaciones en los meses finales del ejercicio. El sector exterior contribuyó así a amortiguar un año más el impacto de la contracción de la demanda interna sobre la producción. Detrás de esta evolución se encuentra la propia debilidad cíclica, que reduce las importaciones, pero también las ganancias de competitividad que se han ido generando en los tres últimos años, que están favoreciendo una penetración creciente de las exportaciones españolas en nuevos mercados, lo que constituye un requisito para seguir reduciendo su menor dependencia de la situación cíclica en Europa (véase recuadro 5), así como la obtención de resultados muy positivos en el comercio exterior de servicios, singularmente en el ámbito de los servicios no turísticos.

En este contexto, el ajuste del desequilibrio exterior se intensificó en 2012, con un descenso de las necesidades de financiación de la economía española hasta el tercer trimestre del 52,1 % con respecto al año anterior (hasta 13,3 mm, un 1,7 % del PIB). De hecho, en el tercer trimestre obtuvo capacidad neta de financiación frente al resto del mundo, por primera vez desde que se dispone de información. Desde la óptica de los sectores institucionales, esta mejora en las necesidades de financiación fue el resultado del saneamiento de los balances de las sociedades, que incrementaron su capacidad de financiación, dado que los hogares prolongaron un año más la trayectoria de disminución en su capacidad de financiación iniciada en 2010 y el sector de las AAPP mantuvo unas necesidades de financiación del déficit todavía elevadas.

La contracción del gasto tuvo su reflejo en la oferta, donde se estima que todas las ramas productivas experimentaron un deterioro adicional de su producción en el último trimestre. En el caso de algunas de ellas, como la industria y los servicios de mercado, este desarrollo podría haberse visto influido por la reversión del efecto positivo que sobre la actividad del tercer trimestre tuvo la anticipación de compras ante la esperada subida de tipos de IVA en septiembre. En el conjunto del año, todas las ramas productivas habrían tenido un desempeño más desfavorable que el del año anterior, destacando, por su mayor intensidad, el retroceso en la actividad del sector de la construcción, condicionada por la continuación del ajuste en el segmento residencial y por la caída de la obra civil, sobre la que incidieron los planes de austeridad presupuestaria. En estas circunstancias, el empleo se contrajo a un ritmo superior al del año precedente; en parte, por el retroceso del empleo

público en respuesta a la aplicación de los planes de reequilibrio financiero de las CCAA, sumándose así al ajuste del empleo iniciado previamente por la Administración Central. En la economía de mercado, aunque la caída de la ocupación alcanzó igualmente gran intensidad, el deterioro fue moderándose a lo largo del año, tras los acusados descensos de finales de 2011 y principios de 2012. Como en años previos, el descenso del empleo se concentró en los trabajadores con contrato temporal y se mantuvo el mejor comportamiento relativo de los empleos a tiempo parcial.

Tras el repunte de 2011, los costes laborales mostraron una acusada desaceleración en 2012, estimándose un descenso del 0,6 % para la remuneración por asalariado, consecuencia de la reducción de los salarios públicos, y de un aumento muy moderado de los correspondientes a la economía de mercado (0,5 %), donde se habría producido incluso un leve retroceso en el último trimestre del año. Esta evolución refleja el menor aumento de las tarifas de convenio (1,3 %, frente al 2,5 % de 2011), un impacto también inferior de la cláusula de salvaguarda por la inflación y una deriva salarial negativa de magnitud significativa que presionó a la baja los costes laborales. En conjunto, esta moderación salarial estaría reflejando el efecto de las últimas reformas del mercado de trabajo, que, junto con los acuerdos salariales firmados por los agentes sociales, habrían modificado de manera significativa la dinámica de la negociación colectiva. La evolución de los costes laborales permitió, por último, un nuevo ajuste a la baja, por tercer año consecutivo, de los costes laborales por unidad de producto en 2012 (del -2,8 % en la economía de mercado, superior al observado en los dos años precedentes). La consolidación de esta trayectoria en los próximos trimestres es crucial para que los efectos de la reforma del mercado de trabajo empiecen a generar efectos expansivos sobre el empleo, objetivo último de aquella. En este sentido, resulta de vital importancia que el repunte de los últimos meses de la inflación, de naturaleza eminentemente temporal asociada a los aumentos impositivos, no se incorpore a la negociación colectiva. Por otro lado, la devaluación competitiva que necesita la economía española en las presentes circunstancias requiere, asimismo, una contención de intensidad similar en los precios y márgenes para alcanzar los resultados deseados en materia de creación de empleo. Con este objetivo, profundizar en las reformas liberalizadoras de los mercados de productos y servicios resulta prioritario.



## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

El último trimestre se caracterizó por el buen comportamiento de los mercados financieros internacionales, aunque no haya habido cambios sustanciales en la evolución y perspectivas económicas. Las razones para el favorable sentimiento de los mercados hay que buscarlas, por un lado, en la mitigación de riesgos considerados como extremos, principalmente los asociados a la crisis soberana europea y a la superación —si bien transitoria y parcial— del precipicio fiscal en Estados Unidos, a final de 2012; y, por otro lado, en las acciones y perspectivas de política monetaria, que mantienen ancladas las expectativas de tipos de interés en niveles reducidos. Los indicadores económicos más recientes apuntan hacia una estabilización del crecimiento a escala global en tasas reducidas, aunque son reseñables las divergencias existentes entre regiones. Así, se aprecia un crecimiento elevado en Asia emergente y algo más moderado en América Latina, junto con un avance relativamente estable en Estados Unidos, que contrasta con la pérdida de pulso de la actividad en Reino Unido, Europa continental y Japón. En este entorno, y con la inflación contenida, se ha producido un nuevo giro expansivo de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas, manteniéndose abierto el debate sobre una posible profundización de ese tono expansivo con nuevas actuaciones no convencionales e incluso cambios de estrategia (véase recuadro 1).

El tono positivo que venían mostrando los mercados financieros internacionales desde mediados de año se acentuó a lo largo del último trimestre, en un entorno de mayor apetito por el riesgo, que se reflejó en aumentos de los índices bursátiles, retrocesos de las primas de riesgo crediticio, así como en el fuerte incremento de las emisiones de deuda en segmentos de mayor riesgo. Este comportamiento favorable se observó, igualmente, en los mercados emergentes, que registraron fuertes subidas de las bolsas, descensos de los indicadores de riesgo de crédito y mayores entradas de capitales, especialmente en el mes de diciembre, en el que alcanzaron el mayor nivel desde octubre de 2010. Esta evolución contrasta con la revisión a la baja en las expectativas de beneficios empresariales en las economías desarrolladas, en un contexto de perspectivas moderadas de crecimiento económico. Por su parte, los precios de las materias primas se han mantenido relativamente estables a lo largo del trimestre, aunque con cierta corrección a la baja del precio de los alimentos y al alza el de los de algunos metales industriales. El precio del petróleo Brent ha oscilado alrededor de los 110 dólares por barril durante el trimestre.

En Estados Unidos, el PIB presentó una notable aceleración en el tercer trimestre, al registrar una tasa de crecimiento intertrimestral anualizada del 3,1 %, tras el 1,3 % registrado en el segundo. Este mayor crecimiento fue consecuencia de la contribución de las existencias y del gasto público federal (en la partida de defensa, lo que revela un carácter transitorio). De acuerdo con los indicadores de mayor frecuencia, la actividad se habría desacelerado en el cuarto trimestre del año, al desaparecer esos dos efectos y al pasar a ser negativa la contribución del sector exterior; por el contrario, la inversión residencial se mantiene como el componente más dinámico del PIB. Los indicadores de confianza empresarial señalan una recuperación paulatina, al contrario que los relacionados con el sentimiento del consumidor, pese a la ligera mejora en el comportamiento de la renta personal, mientras que el comportamiento de otros indicadores, como la producción industrial o las ventas al por menor, se ha visto afectado por el huracán que azotó la parte nordeste del país al final de octubre. El mercado de trabajo

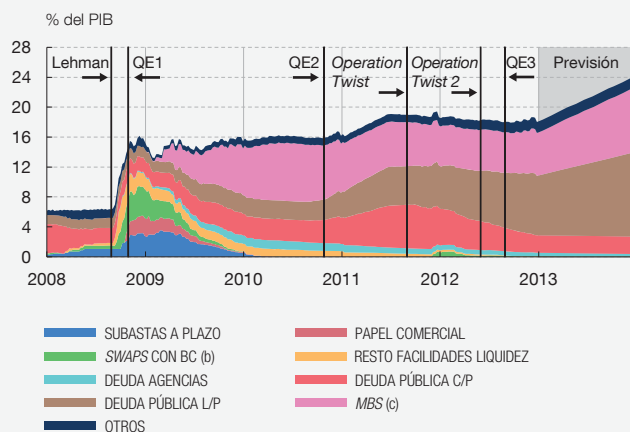
Durante los últimos meses, algunos bancos centrales de las principales economías avanzadas han adoptado nuevas medidas de política monetaria, tanto de diseño como de instrumentación, que han venido a profundizar la orientación expansiva y no convencional adoptada tras la crisis, con el objetivo de estimular el crecimiento económico. En este recuadro se resumen las decisiones más importantes adoptadas recientemente por esos bancos centrales, así como otras posibles novedades futuras que se están debatiendo actualmente, y se esbozan las implicaciones y los riesgos potenciales de esas medidas.

En Estados Unidos, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió en su reunión de diciembre que, una vez concluyera la *operación twist* a finales de 2012, seguiría comprando bonos del Tesoro a un ritmo mensual sostenido (45 mm de dólares mensuales), pero sin una venta simultánea de títulos públicos de más corto plazo. También decidió prolongar las compras de MBS de agencias, por una cuantía de 40 mm de dólares mensuales, que habían comenzado tras la reunión del FOMC de septiembre, con el objetivo de favorecer la actividad real a través del mercado inmobiliario. Además, los vencimientos de MBS de las agencias y de deuda de las agencias se reinvierten en MBS de las agencias y los bonos del Tesoro también se están renovando. Estas medidas, que no tienen un plazo definido de terminación, darían lugar a una nueva ampliación del balance de la Reserva Federal, en un 35 % en el conjunto de 2013, si se mantuviera el ritmo de compras mensuales durante todo el

año (véase gráfico 1). Lo novedoso de esta nueva fase de compras (conocida como QE3) es que su cuantía total no está determinada *a priori*, sino que será condicional a la evolución del mercado de trabajo, aunque esta referencia no es cuantitativa sino dependiente del juicio cualitativo del FOMC.

Adicionalmente, en esa misma reunión el FOMC decidió cambiar su política de comunicación sobre el otro instrumento esencial de su política monetaria —el tipo de interés oficial—, al ligar su mantenimiento en el reducido nivel actual (0 %-0,25 %) a una referencia basada en datos de empleo e inflación (las dos variables de su mandato dual), en lugar de utilizar una referencia temporal (no moverlo hasta mediados de 2015). En concreto, el FOMC mantendrá el tipo de interés de los fondos federales en su nivel actual siempre que la tasa de paro se sitúe por encima del 6,5 % (en el último dato conocido, correspondiente a diciembre, se situó en el 7,8 %), la previsión de inflación dentro de 1-2 años no supere en medio punto el objetivo del FOMC del 2 % y las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan ancladas. Además, el Comité advierte de que, a la hora de adoptar decisiones sobre el tipo de interés oficial, alcanzar los valores de referencia no supone una decisión automática, sino que también considerará otra información, como, por ejemplo, otros indicadores del mercado de trabajo (evolución del empleo, tasas de participación, horas trabajadas, etc.). Esta decisión persigue dotar de mayor credibilidad al compromiso de la Reserva Federal de consolidar la recuperación económica, ya que dejaría el tipo de interés oficial en niveles reduci-

1 ACTIVOS DE LA RESERVA FEDERAL (a)



2 TIPO DE INTERÉS OFICIAL Y REGLA DE TAYLOR (d)



FUENTES: Bloomberg, Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office, Consenso, Datastream, Fondo Monetario Internacional y Reserva Federal.

- a Las previsiones de PIB nominal para los años 2012 y 2013 se han obtenido del WEO de octubre de 2012.
- b Swaps con bancos centrales.
- c Titulizaciones hipotecarias (MBS).
- d El tipo de interés oficial determinado por la regla de Taylor viene definido por la siguiente fórmula:  $i_t = r_t^* + \pi_t + a_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + a_y (y_t - y_t^*)$ ; donde:  $r_t^*$ , tipo de interés real de equilibrio;  $\pi_t^*$ , objetivo de inflación de la Reserva Federal;  $\pi_t$ , inflación medida de acuerdo con el deflactor del consumo personal;  $y_t$ , PIB en términos reales;  $y_t^*$ , PIB potencial de acuerdo con los cálculos de la *Congressional Budget Office* (la brecha de producción se calcula como porcentaje del producto potencial). Los valores utilizados para la ecuación son los siguientes:  $r_t^* = 2\%$ ;  $\pi_t^* = 2\%$ ;  $a_\pi = 0,5$ ;  $a_y = 0,5$ . Para  $\pi_t$  e  $y_t$  se utiliza el promedio del intervalo de las previsiones del FOMC de la Reserva Federal (diciembre de 2012). La previsión del tipo de interés de los fondos federales es la mediana de las previsiones del FOMC, diciembre de 2012.

dos incluso cuando la economía haya iniciado una expansión sostenida. Como se aprecia en el gráfico 2, la previsión del FOMC situaría los tipos de interés oficiales por debajo de lo que indicaría la aplicación de una regla de Taylor estándar.

La Reserva Federal no es el único banco central que ha seguido ampliando su batería de instrumentos no convencionales en una situación de tipos de interés próximos a cero. Así, el Banco de Inglaterra, por su parte, aprobó en el mes de julio, junto con el Tesoro británico, el *Funding for Lending Scheme* (FLS, por sus siglas en inglés), una facilidad de fomento del crédito al sector privado, con un esquema de incentivos vía coste de la financiación que depende de la evolución de la cartera de préstamos y que viene instrumentado mediante *swaps* de colateral por letras del Tesoro. El Banco de Japón, por su parte, además de incrementar el tamaño de su programa de compra de activos en las reuniones de política monetaria de los meses de septiembre, octubre y diciembre, aprobó en octubre la creación de la *Facilidad de Estímulo al Préstamo Bancario*, que, como en el caso de la FLS, tiene por objeto promover el crédito destinado al sector privado no financiero mediante la financiación por parte del banco central a las entidades de crédito que lo soliciten a través de préstamos colateralizados a largo plazo, a bajos tipos de interés, y por una cuantía, en principio, ilimitada (equivalente al incremento neto de la financiación al sector privado no financiero de esas entidades). Ambos mecanismos implican acciones específicas en el mercado de crédito, a diferencia de otras medidas no convencionales, cuyo impacto sobre el crédito es más indirecto.

Adicionalmente, existe un cierto debate sobre la posibilidad de que algunos bancos centrales puedan adoptar otras medidas para aumentar la orientación expansiva de la política monetaria<sup>1</sup>. Así, el banco central de Japón podría elevar el objetivo de inflación en alguna de sus próximas reuniones, tal y como le ha solicitado el Gobierno, y podría utilizar el tipo de cambio como un instrumento adicional para alcanzar el nuevo objetivo. Una novedad mucho más sustancial vendría dada por el cambio de objetivo de política monetaria, de la tasa de inflación al nivel del PIB nominal. Este debate se ha reactivado a raíz de las referencias realizadas

1 Este debate sobre los posibles cambios de la política monetaria vino precedido, en los años inmediatamente posteriores a la crisis, de otro centrado en el papel que debe desempeñar la estabilidad financiera en el diseño de la política monetaria. Tras la crisis, resultó evidente la interdependencia de los objetivos de estabilidad macroeconómica y estabilidad financiera (que en muchas ocasiones pueden entrar en conflicto) y se fraguó un cierto consenso sobre la necesidad de que la política monetaria tenga en cuenta los desarrollos en el ámbito de la política macroprudencial, y viceversa. No obstante, una cuestión clave en el debate actual es el marco institucional en el que debe desenvolverse la política macroprudencial, y en particular en qué medida los bancos centrales deben tener una mayor involucración en ella.

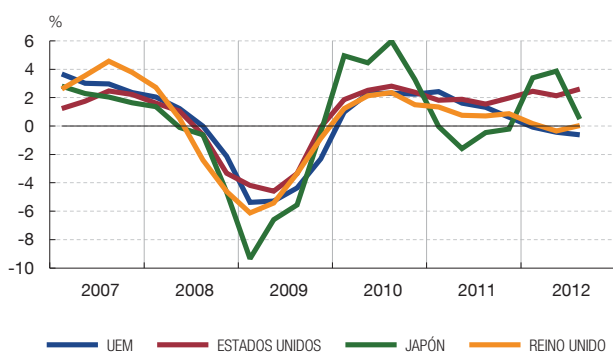
por el próximo gobernador del Banco de Inglaterra<sup>2</sup>. El argumento que subyace a este tipo de objetivos de política monetaria es que las expectativas de inflación actúan como un estabilizador automático más efectivo, a través de sus efectos sobre los tipos de interés reales. No obstante, la discusión académica apunta a que las ganancias asociadas a este tipo de esquemas serían modestas y deben ser valoradas en relación con los costes potenciales (implementación, comunicación, posible desanclaje de las expectativas de inflación, dificultades de comunicación asociadas a las revisiones de los datos del PIB nominal y notable incertidumbre sobre el crecimiento potencial de las economías desarrolladas tras la crisis financiera).

La valoración de las medidas introducidas durante la crisis no permite ofrecer aún conclusiones sólidas sobre sus costes y beneficios. La efectividad para estabilizar los mercados financieros e incentivar el apetito por el riesgo de las medidas de expansión cuantitativa (compras de activos que alteran el tamaño o la composición del balance) parece probada a la luz de la evolución de los últimos años. No obstante, existen dudas sobre los efectos marginales de las medidas más recientes sobre la actividad; además, las medidas no convencionales y el tono ultraexpansivo de la política monetaria podrían tener efectos negativos a largo plazo, entre los que se suelen citar: ser el posible germen de presiones inflacionistas, aunque aún no se han materializado; reducción de los incentivos de las entidades a sanear los balances; compresión considerable de los márgenes de intermediación de los bancos; distorsiones en el comportamiento de los mercados financieros; incentivos a la adopción excesiva de riesgos; efectos negativos sobre las economías emergentes derivados de la alta provisión de liquidez; y erosión de la independencia de los bancos centrales en un entorno de elevada deuda pública, por la naturaleza cuasifiscal de algunas operaciones.

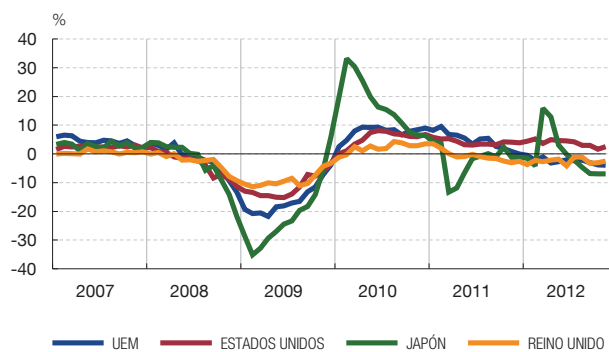
Desde una perspectiva más amplia, cabe preguntarse si estamos asistiendo a un cambio en el paradigma de la política monetaria (cambio de objetivos o de prelación de objetivos y/o adopción explícita de nuevos esquemas de política monetaria) o, más bien, viviendo un paréntesis en el que son de aplicación medidas extraordinarias ante la severidad de la crisis. En cualquier caso, no hay que olvidar que los bancos centrales no pueden influir sobre la evolución de las variables reales de una manera predecible y continua, y que la política monetaria no es la herramienta idónea para atacar debilidades económicas con causas reales como los elevados niveles de deuda, una asignación no óptima de los recursos, rigideces en el mercado de trabajo, etc.

2 Véanse los discursos de Mark Carney: «A monetary policy framework for all seasons» (<http://www.bankofcanada.ca/2012/02/speeches/monetary-policy-framework-all-seasons/>) y «Guidance» (<http://www.bankofcanada.ca/2012/12/speeches/guidance/>).

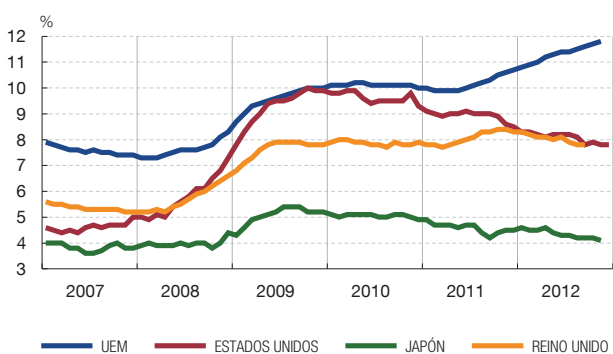
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



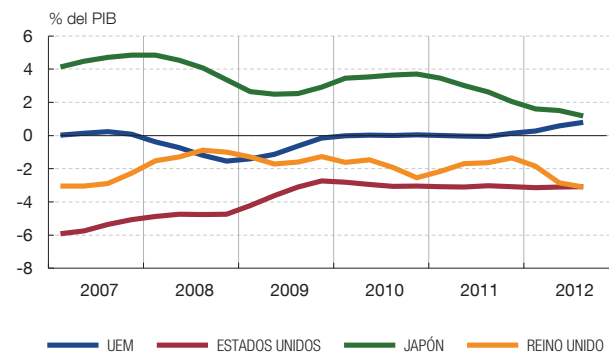
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



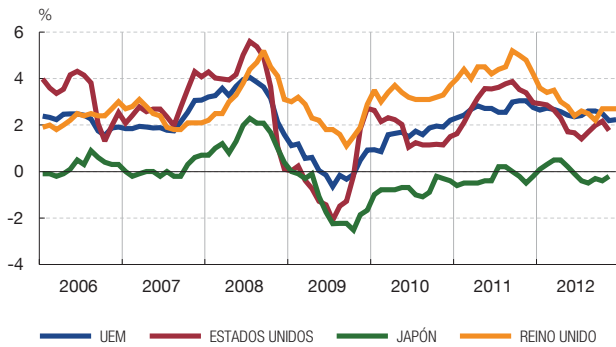
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

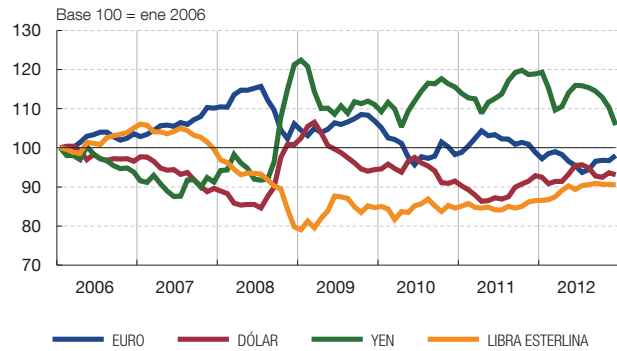
presentó pocas novedades, con la creación de empleo muy cercana a la media de los años 2011 y 2012 (en torno a 153.000 empleos mensuales) y la tasa de paro de diciembre en el mismo nivel que en septiembre (7,8 %). En cuanto a los precios, la inflación se redujo tres décimas durante el trimestre, hasta el 1,7 %, mientras que la inflación subyacente disminuyó una décima, hasta el 1,9 %. La Reserva Federal adoptó en diciembre nuevas medidas que suponen una ampliación de su balance y modificó la referencia que utilizaba para guiar las expectativas sobre movimientos futuros del tipo de interés oficial (véase recuadro 1). En el terreno fiscal, se aprobó una ley (*American Taxpayer Relief Act*) que reduce la cuantía del impulso fiscal negativo previsto para el año natural 2013 (conocido como «precipicio fiscal»). Entre las principales medidas, destacan la expiración de la rebaja temporal en las cotizaciones sociales a cargo del empleado, el aumento impositivo para las rentas más altas y el aplazamiento hasta marzo de la entrada en funcionamiento de los recortes automáticos de gasto (conocidos como *sequester*). A la negociación pendiente sobre estos recortes de gasto se une la necesidad de llegar a un acuerdo sobre la ampliación del techo de la deuda pública federal, que se alcanzó a finales de diciembre y que, una vez se agoten las medidas extraordinarias adoptadas por el Tesoro, llevaría a una interrupción de los pagos realizados por el Gobierno federal dentro de pocas semanas.

En Japón, el PIB se desaceleró hasta el -0,9 % intertrimestral (+0,5 % interanual) en el tercer trimestre, debido a las aportaciones negativas tanto de la demanda externa como

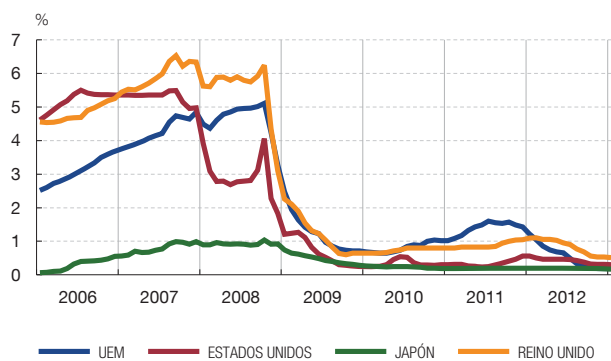
PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



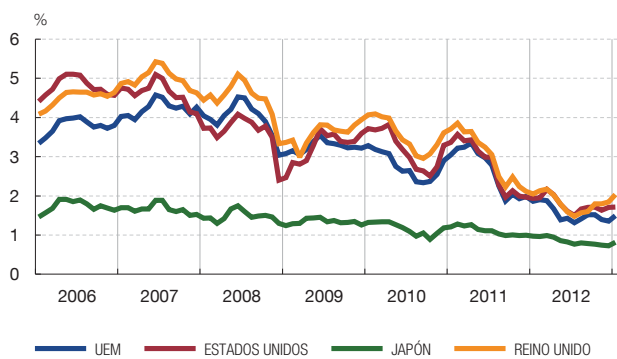
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



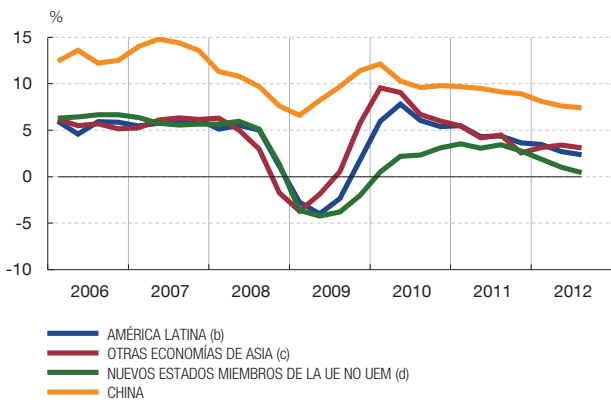
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

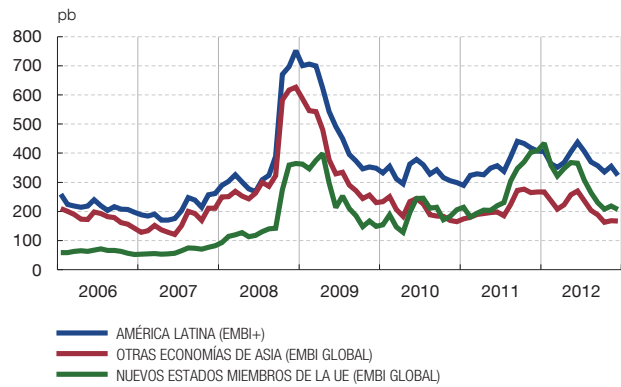
de la interna. Los indicadores del cuarto trimestre muestran una contracción de la actividad manufacturera, si bien reflejan una mejora de las expectativas de las grandes empresas del sector. En el ámbito externo, la balanza por cuenta corriente redujo en noviembre su superávit, como consecuencia del abultado déficit de la balanza comercial, así como del menor superávit de la de rentas. Por su parte, en noviembre la tasa de paro disminuyó hasta el 4,1 % y se moderó la contracción del IPC (-0,2 % interanual), al igual que la de la tasa subyacente (-0,5 %). El nuevo primer ministro anunció un plan de estímulo fiscal por un importe total de 13,1 billones de yenes (algo más del 2 % del PIB), que irá destinado a tareas de reconstrucción, a la creación de riqueza mediante estímulo al crecimiento, y a medidas sociales y de dinamización regional. El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 %, pero introdujo cambios en su programa de compra de activos (ampliando el importe hasta los 101 billones de yenes) y especificó las características de su Facilidad de Estímulo al Préstamo Bancario. La llegada de la nueva administración podría favorecer un giro hacia políticas más expansivas por parte del banco central.

La economía del Reino Unido experimentó un notable impulso en el tercer trimestre, con un crecimiento del PIB del 0,9 % intertrimestral (0,0 % interanual), en el que destacan la aportación positiva del consumo privado y la contribución de la demanda externa (0,5 pp). No obstante, estas cifras reflejan en buena medida factores transitorios, como

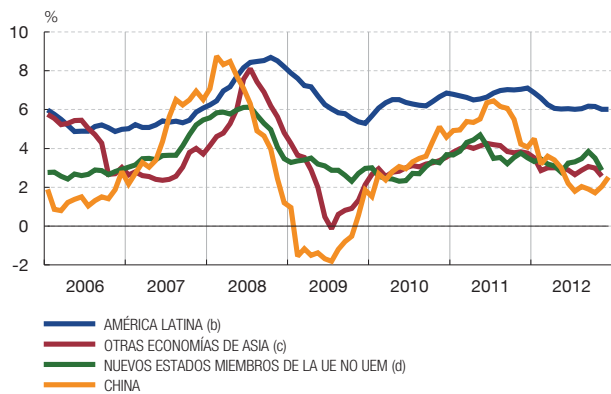
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



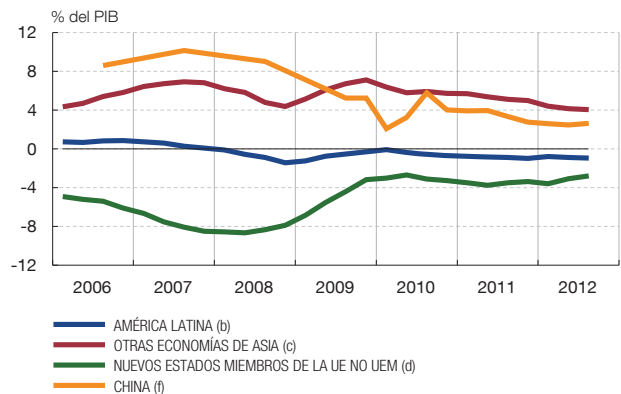
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



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

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

la celebración de los Juegos Olímpicos. Así lo corroboran los indicadores del cuarto trimestre, que vuelven a apuntar síntomas de debilidad en la actividad. La producción industrial cayó en octubre y noviembre, aunque el índice PMI ha experimentado una cierta mejoría al cierre del trimestre. Los indicadores de opinión del sector servicios y la construcción registraron deterioros en noviembre y diciembre. Asimismo, las ventas minoristas empeoraron y el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios se incrementó en los meses de octubre y noviembre. Sin embargo, la creación de empleo siguió aumentando, focalizada en la contratación a tiempo parcial, y la tasa de paro se redujo ligeramente hasta el 7,8% al inicio del cuarto trimestre. La inflación repuntó cinco décimas en octubre, debido, en gran parte, a la subida de tarifas universitarias, manteniéndose estable en noviembre y diciembre. En el último trimestre de 2012, 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). Por otra parte, a pesar del impacto todavía limitado del programa *Funding for Lending Scheme*, se ha apreciado una cierta reducción de los diferenciales de tipos aplicados a hogares y empresas, y la encuesta de condiciones

de crédito apunta hacia una mayor disponibilidad de crédito por parte de las entidades bancarias.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB se desaceleró hasta el 0,8 % interanual en el tercer trimestre de 2012 —0,1 % intertrimestral—, desde el 1,1 % del trimestre anterior. La desaceleración fue generalizada, salvo en las economías bálticas, con caídas de la actividad en Hungría, República Checa y Rumanía. Los datos más recientes de producción industrial y ventas minoristas apuntan a que la atonía de la actividad persiste en el cuarto trimestre, afectada por el deterioro de la demanda externa, el proceso de consolidación fiscal y la debilidad del crédito al sector privado. La inflación se moderó, de manera generalizada, hasta el 3 % en diciembre, favorecida por los menores precios de las materias primas. En este contexto, los principales bancos centrales —salvo en Rumanía— continuaron con el ciclo de bajadas de tipos, con una reducción de 20 pb en la República Checa, hasta el 0,05 %; de 75 pb en Polonia, hasta el 4 %, y de 50 pb en Hungría, hasta el 5,75 %. En el plano fiscal, el parlamento checo aprobó medidas restrictivas para reducir el déficit por debajo del 3 % del PIB en 2013. Finalmente, Standard & Poor's redujo el *rating* soberano de largo plazo de Hungría hasta BB, mientras que Fitch mejoró el de Letonia hasta BBB.

En China, el PIB del cuarto trimestre aumentó un 7,9 % interanual, tras el 7,4 % del tercero. Desde octubre se ha apreciado una mejora tanto en la confianza empresarial y la producción industrial como en las ventas al por menor, mientras que la inversión en activos fijos se ha moderado algo, aunque mantiene tasas de crecimiento muy elevadas. Sin embargo, el sector exterior sigue suponiendo una importante debilidad, pues a pesar del repunte de las exportaciones en diciembre, su evolución en el trimestre ha sido muy volátil. Por su parte, la inflación ha pasado del 1,9 % interanual en septiembre hasta el 2,5 % en diciembre, por el encarecimiento del precio de los alimentos, aunque su tasa subyacente se ha mantenido en el 1,6 % interanual en el mismo período. En este contexto, y dada la estabilización de las reservas, el Banco Popular de China ha intensificado durante el trimestre el uso de las operaciones de mercado abierto para la inyección de liquidez. En el plano político, destacó la nominación de la nueva cúpula dirigente, que tomará posesión en marzo. En el resto de Asia emergente, el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre de 2012 mostró una ligera reducción, si bien los datos de producción industrial y exportaciones apuntan a una cierta mejora en la mayoría de los países, en torno al final del tercer trimestre y comienzos del cuarto. En este último trimestre la inflación se moderó en la mayor parte de la región y las políticas monetarias no registraron variaciones, salvo recortes de 25 pb en los tipos oficiales, en octubre, en Corea del Sur, Tailandia y Filipinas, y de 25 pb en el coeficiente de reservas en la India.

En América Latina, el PIB regional ascendió en el tercer trimestre un 0,6 % en términos trimestrales, dos décimas más que en el segundo, pero la tasa interanual se situó en el 2,4 %, tres décimas por debajo del dato anterior e inferior a lo esperado. De este modo, el punto de inflexión, que se esperaba se hubiera alcanzado en dicho trimestre, no se habría producido aún, como resultado de la negativa evolución de las exportaciones y la desaceleración de la inversión. Los primeros datos correspondientes al cuarto trimestre apuntan al mantenimiento de las tendencias previas, esto es, una suave moderación adicional del ritmo de avance de la actividad en México, ligera aceleración del mismo en Brasil y Argentina, y mantenimiento de tasas elevadas en Chile y Perú. Las cifras preliminares de Venezuela apuntan a un crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de en torno al 5 %. La inflación se mantuvo en diciembre en el 6 %, lo que supone que en todos los

países con objetivos de inflación esta se situó dentro del rango objetivo. No se produjeron cambios en los tipos de interés oficiales, si bien el banco central de Brasil redujo el coeficiente de caja de los depósitos a la vista y el de Perú los elevó, para depósitos tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En Brasil, el Gobierno anunció nuevas medidas de reducción de impuestos y fomento de la inversión. En Argentina se relajaron los controles de capitales, para fomentar el turismo, al tiempo que el desarrollo del contencioso judicial sobre la deuda reestructurada propició una cierta reducción de la probabilidad de impago de la deuda externa. Finalmente, la agencia *Standard and Poor's* elevó el *rating* de Chile a AA-.



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

En el cuarto trimestre de 2012 y primeras semanas de 2013 se produjo un alivio significativo de las tensiones financieras en la zona del euro. Continúa de este modo el proceso que se había iniciado el pasado mes de agosto cuando el BCE anunció su nuevo programa de compra de bonos en los mercados secundarios, denominado Operaciones Monetarias de Compraventa. Los acuerdos del Consejo Europeo de diciembre del pasado año sobre la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (véase recuadro 2) y los alcanzados en la reunión del Eurogrupo del mismo mes en relación con el programa de asistencia a Grecia parecen haber ayudado a contrarrestar los temores sobre la reversibilidad del proyecto de moneda común que han venido afectando muy negativamente a la capacidad de financiarse en el exterior de las economías más vulnerables. Los avances en el cumplimiento de los programas en Irlanda, Portugal y España favorecieron también la mejora de la situación financiera en el área, que en el período más reciente se ha visto beneficiada además por la reducción de la incertidumbre en torno al denominado «abismo fiscal» en Estados Unidos.

El alivio de las tensiones financieras no ha venido acompañado, sin embargo, de una mejora de las perspectivas económicas. Los indicadores más recientes y las predicciones disponibles sugieren que en el cuarto trimestre de 2012 continuó el retroceso de la actividad, prolongando así la recesión que atraviesa el área desde finales de 2011. La contracción crediticia, que afecta de forma particular a las pequeñas y medianas empresas, es también un motivo de preocupación (véase recuadro 3). Más allá del trimestre, las consecuencias negativas que la crisis de la deuda soberana ha tenido sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes, los efectos contractivos que los procesos de consolidación fiscal en marcha ejercen a corto plazo sobre la demanda doméstica y un contexto internacional más adverso han conducido a organismos internacionales y analistas privados a corregir a la baja sus previsiones de crecimiento para los dos próximos años y a retrasar una vez más las perspectivas de recuperación. Esta, además, se prevé modesta, de modo que el área del euro no recuperaría los niveles de renta previos a 2008 hasta bien entrado 2014. Este escenario continúa marcado por una gran incertidumbre y por riesgos a la baja asociados a posibles rebotes de inestabilidad financiera, el surgimiento de necesidades adicionales de consolidación fiscal y a un entorno exterior muy complejo.

La inflación de la zona del euro ha seguido muy condicionada por la evolución de sus componentes más volátiles y debería situarse por debajo del 2 % en los próximos meses a medida que los precios de la energía se estabilicen. Más a medio plazo, el entorno de debilidad económica dominante en el conjunto del área no permite anticipar tensiones inflacionistas subyacentes en un contexto en el que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. De esta forma, y dado que los riesgos para dicho objetivo están equilibrados en el horizonte relevante de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE dejó inalterados los tipos de interés en sus reuniones de noviembre, diciembre y enero.

Además de los avances en el diseño de una renovada Unión Económica y Monetaria, la mayoría de los países continúan realizando progresos en el proceso de consolidación de sus cuentas públicas y, más desigualmente, en la introducción de reformas estructurales de sus economías. La entrada en vigor del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza

El Consejo Europeo de 13 y 14 de diciembre de 2012 supuso nuevos avances en la reforma de la gobernanza de la UEM, al consensuar los principios básicos de funcionamiento y el calendario para la implementación del Mecanismo Único de Supervisión bancaria (MUS). Con ello se dan los primeros pasos para satisfacer los compromisos adquiridos en la cumbre europea de junio de 2012, donde se estableció la necesidad de avanzar con urgencia hacia una unión bancaria, con el objetivo de romper los canales de retroalimentación entre el riesgo soberano y el bancario y evitar la fragmentación de los mercados financieros. En cambio, las discusiones en torno a la unión fiscal y a otros aspectos esenciales de la unión bancaria, como el mecanismo único de resolución de entidades y el fondo común de garantía de depósitos, que tienen mayores implicaciones en términos de mutualización de riesgos, se vieron postpuestas.

De acuerdo con lo acordado en el ECOFIN de 13 de diciembre, el MUS estará formado por las autoridades supervisoras nacionales y el BCE, que será el responsable directo de la supervisión de todas las entidades que superen un determinado umbral de activos y de aquellas que hayan recibido asistencia financiera europea. Para lograr una separación estricta entre las funciones de política monetaria y las de supervisión, se modificará la estructura de gobierno del BCE para dar cabida a un nuevo consejo de supervisión, cuyas decisiones se considerarán adoptadas siempre y cuando el Consejo de Gobierno del BCE no se manifieste en contra. La Autoridad Bancaria Europea (ABE) conserva la responsabilidad de desarrollar un código normativo único y de velar por la convergencia de las prácticas supervisoras entre los países europeos.

El calendario acordado supone, en principio, que el BCE asumirá sus nuevos cometidos de supervisor el 1 de marzo de 2014, como muy pronto, o doce meses después de que entre en vigor la legislación que deberán completar el Parlamento y el Consejo Europeo. Hasta esa fecha no será posible el rescate directo por parte del MEDE de las entidades que puedan necesitarlo, si bien en el primer semestre de 2013 deberán llevarse a cabo los trabajos preparatorios para que esta posibilidad esté operativa en el momento en que entre en vigor el MUS, lo que entre otras cosas entraña la clarificación del tratamiento que recibirán los «activos históricos» (*legacy assets*).

Para avanzar hacia una unión bancaria más completa, en la cumbre de diciembre también se acordó que a lo largo de 2013 la Comisión Europea presentará una propuesta para introducir un mecanismo único de resolución de entidades, que garantice que cualquier entidad de la zona del euro que lo necesite sea resuelta con homogeneidad de criterios y aplicando la premisa de que toda ayuda será recuperada mediante, por ejemplo, el establecimiento de gravámenes sobre las propias entidades financieras. Por su parte, la posibilidad de establecer un fondo único de garantía de depósitos se discutirá más a medio plazo.

Asimismo, para fortalecer los mecanismos de corrección de desajustes en competitividad, en la cumbre de junio de 2013 se discutirá la implementación de compromisos de naturaleza contractual entre los países de la UEM y las instituciones europeas, que contarán con algún incentivo financiero y que tendrán como finalidad impulsar las reformas estructurales para incrementar la competi-

PRINCIPALES ELEMENTOS DE LAS PROPUESTAS DE LA COMISIÓN Y DEL CONSEJO EUROPEO

	A corto plazo (próximos dieciocho meses)	A medio plazo (de dieciocho meses a cinco años)	A largo plazo (más allá de cinco años)
Unión bancaria	Mecanismo Único de Supervisión y Mecanismo Único de Resolución		Plena unión bancaria, donde, de acuerdo con la propuestas iniciales, tenía cabida un fondo común de garantía de depósitos
Unión fiscal		Capacidad fiscal adecuada para amortiguar <i>shocks</i> asimétricos. Fondo de Amortización de Deuda. Emisiones conjuntas de deuda a corto ( <i>eurobills</i> ). Tesoro Europeo	Plena unión fiscal con la creación de un presupuesto europeo y la introducción de eurobonos
Unión económica	Plena implementación del Semestre Europeo del y <i>six-pack</i> , y acuerdo rápido sobre el <i>two-pack</i> . Creación de un instrumento de convergencia y competitividad (compromisos contractuales de reforma)	Mayor coordinación de políticas de empleo e impositivas	Mayor coordinación de las políticas económicas
Unión política	A lo largo de todo el proceso se buscará mayor legitimidad democrática, con mayor participación del Parlamento Europeo		

FUENTE: Banco de España.

vidad y el empleo («contratos sobre reformas»). En los primeros meses de 2013 se dará prioridad también a la finalización del denominado «two-pack», que fortalece la capacidad de supervisión de los presupuestos nacionales por parte de la CE e introduce la figura de la «supervisión reforzada» para aquellos países de la UEM que hayan solicitado asistencia financiera o registren tensiones financieras que puedan poner en riesgo la estabilidad de la UEM.

El establecimiento de un mecanismo de supervisión único constituye un hito en la construcción de la UEM, que contribuirá a

restaurar la confianza en su sector bancario, a reducir la fragmentación financiera y a facilitar la transmisión adecuada de la política monetaria. En combinación con la posible recapitalización directa de la banca por parte del MEDE, el supervisor único supone un avance trascendental hacia el objetivo de eliminar los vínculos negativos entre el riesgo soberano y el bancario. Asimismo, es el primer paso importante para avanzar en la línea de largo plazo de la UEM marcada por los informes elaborados por la Comisión, el Eurogrupo, el BCE y el Consejo Europeo en diciembre de 2012.

el pasado 1 de enero de 2013, junto con la presentación del *Informe Anual de Crecimiento* y del *Informe del Mecanismo de Alerta de Desequilibrios* por parte de la CE, que marcan el inicio del tercer Semestre Europeo, deben impulsar e incrementar el grado de coordinación de las políticas económicas nacionales y favorecer mayores avances en la eliminación de los desequilibrios de competitividad acumulados en el pasado.

### 3.1 Evolución económica

Según la estimación final de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro disminuyó un 0,1 % en el tercer trimestre de 2012, tras el descenso del 0,2 % en el período de abril-junio (véase cuadro 2). El retroceso del producto obedeció a la caída de la formación bruta de capital fijo y, en menor medida, del consumo público, mientras que el consumo privado permaneció estancado. De esta forma, a la aportación negativa de la demanda interna a la variación del PIB se sumó la de las existencias (ambas, de 0,2 pp), siendo parcialmente contrarrestadas por la favorable evolución de la demanda exterior neta (0,3 pp), resultado, a su vez, de un aumento de las exportaciones mayor que el de las importaciones. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB —ajustado de estacionalidad— se situó en el -0,6 %, una décima inferior a la observada en el trimestre precedente.

Por países, el comportamiento de las tasas de variación del PIB fue heterogéneo. Mientras que en Alemania y Francia la actividad creció a un ritmo del 0,2 % impulsada por el comportamiento favorable de la demanda exterior y del consumo privado, en Italia, el producto retrocedió un 0,2 %, reflejo de una aportación negativa de la demanda interna, y la actividad holandesa registró un fuerte deterioro (del 1,1 %), consecuencia de la caída de las exportaciones y de la formación bruta de capital fijo.

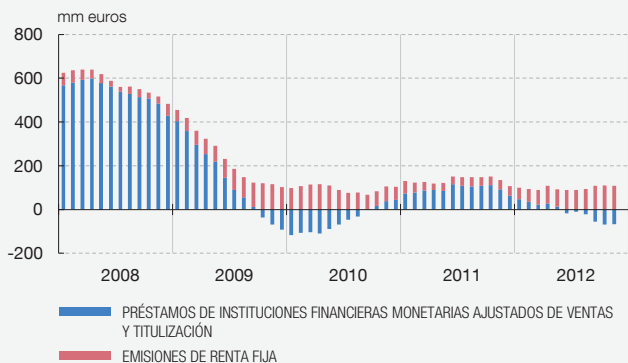
El empleo sufrió una caída en el tercer trimestre de 2012 del 0,2 %, en línea con la debilidad de la actividad. Esta disminución fue compartida por todos los países de la UEM, con la excepción de Alemania, y se tradujo en un retroceso de la tasa interanual del 0,7 %. Por otro lado, el avance de la remuneración por asalariado, en el período de julio-septiembre, junto con el estancamiento de la productividad aparente del trabajo, derivó en un incremento de los costes laborales unitarios de mayor magnitud que el correspondiente al deflactor del PIB, lo que supone una disminución de los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

En el cuarto trimestre se produjo un empeoramiento generalizado de los indicadores económicos, que, no obstante, se fue atenuando a lo largo del período (véase gráfico 9). Desde el lado de la oferta, la producción industrial retrocedió en octubre y en noviembre,

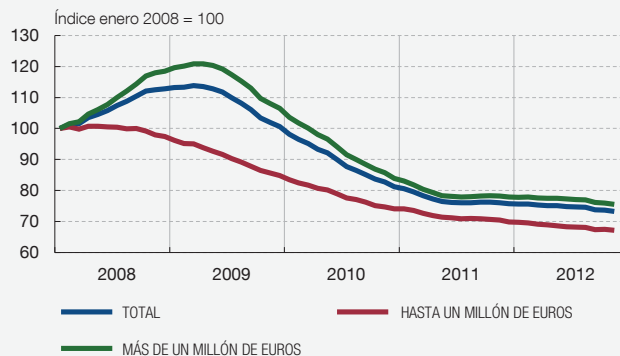
Los préstamos bancarios a las empresas no financieras del área del euro retomaron una senda de desaceleración en el otoño de 2011, y desde mediados de 2012 muestran una caída en términos interanuales, que se situó en el 1,5 % en noviembre. Esta ralentiza-

ción es bastante general por países, con las excepciones de Alemania, Bélgica y Holanda, donde el crecimiento de los préstamos a empresas se ha mantenido relativamente estable, en tasas superiores al 1 %, en el primer caso, y al 4 %, en los otros dos países.

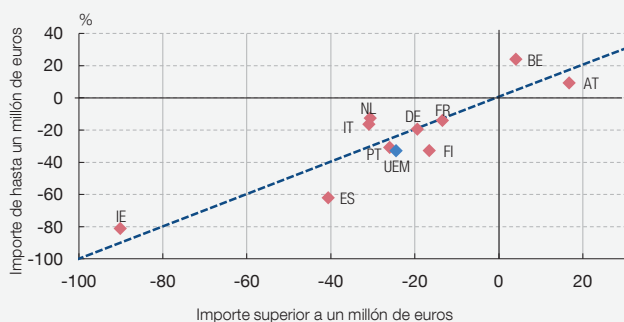
1 FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS (SNF). FLUJOS NETOS ACUMULADOS DE DOCE MESES



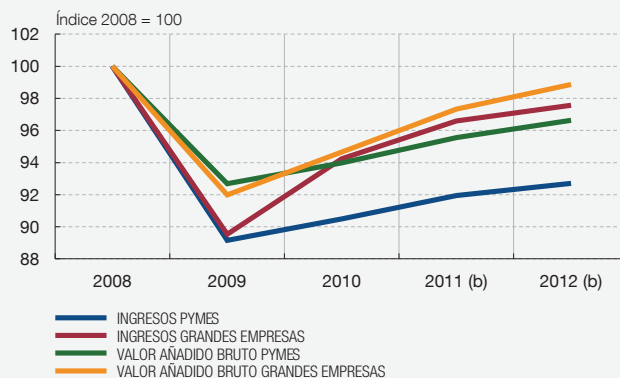
2 OPERACIONES NUEVAS DE PRÉSTAMO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. FLUJOS ACUMULADOS DE DOCE MESES



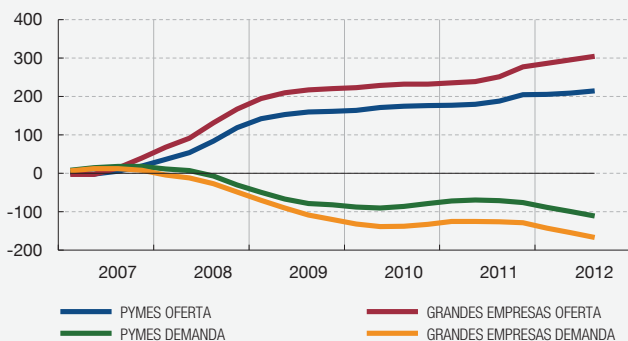
3 OPERACIONES NUEVAS DE PRÉSTAMO A SNF. VARIACIÓN ENERO 2008-NOVIEMBRE 2012 (a)



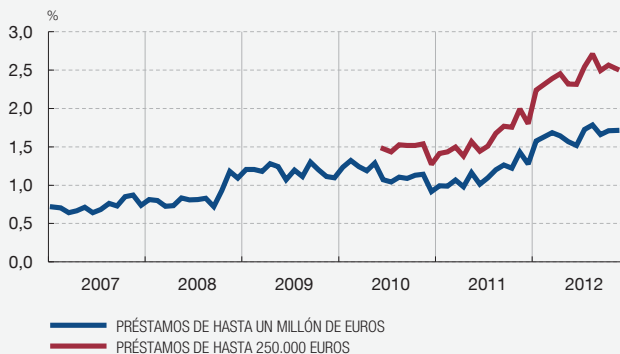
4 INGRESOS Y VALOR AÑADIDO BRUTO DEFLACTADOS CON EL DEFLACTOR DEL PIB



5 ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (c). VARIACIONES ACUMULADAS EN LA OFERTA Y EN LA DEMANDA



6 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS CON RESPECTO A PRÉSTAMOS DE MÁS DE UN MILLÓN DE EUROS (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

- a Del flujo acumulado de doce meses.
- b Estimaciones.
- c Un crecimiento en la oferta significa criterios más restrictivos y, en la demanda, significa aumento.
- d Operaciones nuevas de préstamo. El cálculo excluye los países incorporados al área del euro desde 2007.

La evolución desfavorable del crédito a las empresas es atribuible a factores tanto de demanda como de oferta difíciles de desligar. Por una parte, el deterioro de la actividad económica y de la inversión empresarial, y la incertidumbre sobre las perspectivas macroeconómicas, han debilitado la demanda de financiación, a lo que en algunos países se añade la necesidad de reducir el endeudamiento excesivo del sector. Por otra, la oferta de crédito se ha visto también afectada adversamente por un conjunto amplio de factores relacionados con la crisis financiera global que comenzó en 2007 (tales como el incremento de la aversión al riesgo, el colapso de ciertos modelos de negocio bancario y el endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación en los mercados mayoristas) y, más recientemente, por el impacto de la crisis de la deuda soberana en algunos países.

Para el conjunto del sector de sociedades no financieras, la debilidad del crédito bancario se ha visto compensada en cierta medida por una mayor fortaleza relativa de las emisiones de deuda de las empresas (véase gráfico 1). Sin embargo, a la hora de valorar las implicaciones de esta situación, es necesario tener en cuenta que las pequeñas y medianas empresas (pymes) no cuentan con estas vías alternativas de financiación externa. Además, este sector se ve particularmente afectado por problemas de información asimétrica y selección adversa que se agravan en momentos recesivos y que repercuten sobre la disponibilidad y el coste del crédito<sup>1</sup>.

No se dispone de información sobre la distribución del crédito bancario por tamaño de la empresa receptora, pero sí por importe del préstamo, y cabe esperar que aquellos de menor importe vayan dirigidos, en gran parte, a empresas de tamaño más reducido. Como muestra el gráfico 2, el retroceso de los flujos de crédito ha sido algo superior en las operaciones de menor importe —inferiores a un millón de euros—, que desde enero de 2008 hasta noviembre de 2012 se han contraído un 33 %<sup>2</sup>, frente al 25 % en el caso de las operaciones de más de un millón de euros. Sin embargo, esta discrepancia se concentró fundamentalmente en el período inicial de la crisis financiera y económica global —hasta mediados de 2009—, cuando las grandes empresas siguieron aumentando su recurso a la financiación bancaria, probablemente a través del uso de líneas de crédito previamente abiertas. Posteriormente, durante la fase de la crisis de la deuda soberana, el comportamiento diferencial no se ha mantenido. Por países, la caída del volumen de operaciones nuevas de préstamo, tal como se observa en el gráfico 3, es generalizada, con las excepciones de Bélgica y Austria, si bien muestra una elevada heterogeneidad,

con fuertes retrocesos en Irlanda y España, donde las empresas se enfrentan a un proceso más intenso de desapalancamiento.

Desde el punto de vista de la demanda de crédito, la evolución de algunas variables apuntaría a unas menores necesidades de fondos, en términos relativos, por parte de las empresas más pequeñas. Así, las ventas y el valor añadido bruto muestran una senda de recuperación más moderada en el caso de las pymes (véase gráfico 4), lo que podría deberse al mayor peso que presumiblemente ostentan las exportaciones en la actividad de las empresas grandes, mientras que las pymes, en principio, dirigirían su producción en mayor medida a satisfacer la demanda interna, que ha mostrado un menor dinamismo. Esta evidencia contrasta con la que aporta la Encuesta de Préstamos Bancarios, que indica un retroceso más marcado de la demanda de préstamos de mayor importe (véase gráfico 5), lo que en parte podría venir explicado por el mayor recurso de las grandes empresas a la financiación de mercado.

Por el lado de la oferta, la crisis económica agrava los problemas de incertidumbre sobre la situación financiera y, por tanto, sobre la capacidad de pago de las pymes, lo que se reflejaría en una menor disponibilidad de financiación y en un endurecimiento de sus condiciones en términos de coste y de aspectos no vinculados al precio. Por lo que se refiere al coste, desde el comienzo de la crisis se ha producido un progresivo y sustancial aumento del diferencial de tipos de interés aplicado a los préstamos de menor importe en el conjunto del área (gráfico 6). Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes en el área del euro (SAFE), un porcentaje relevante de las pymes —que ha oscilado entre el 15 % y el 20 %— cita el acceso a la financiación como el problema más acuciante al que se enfrentan. Además, la tasa de rechazo a las solicitudes de crédito a los bancos por parte de las pymes se ha incrementado desde el 12 % en 2009, primer dato disponible de la encuesta, hasta el 15 % a mediados de 2012, mientras que en el caso de las grandes empresas la tasa se situó en el 5 % en ambos períodos. Los indicadores cualitativos del sector bancario sobre la oferta de crédito recogidos en el gráfico 5 apuntan a una política de concesión de crédito más austera desde 2008, si bien el endurecimiento acumulado es algo inferior en las pymes.

En resumen, la atonía del crédito bancario a las sociedades no financieras en la UEM en los últimos años se ha extendido a todas las empresas, independientemente de su tamaño. En el caso de las pymes, además de los factores de demanda que puedan subyacer a esta evolución, se ha producido, por el lado de la oferta, un deterioro de los indicadores de acceso del sector a la financiación bancaria y un incremento sustancial del diferencial de tipos de interés aplicados. La dependencia de las pymes de esta fuente de financiación las hace más vulnerables a una contracción de la oferta del crédito. Las potenciales consecuencias de esta situación de vulnerabilidad para la actividad y el empleo han requerido diversas actuaciones de las autoridades económicas. Mientras que los Gobiernos de los países han instrumentado programas públicos para facilitar la financiación a las pymes, el suministro de liquidez del BCE al sistema bancario también habría contribuido a mitigar los posibles efectos de la crisis sobre la oferta de crédito.

1 Un reflejo de ello es el hecho de que la proporción de empresas con deuda bancaria crece progresivamente con el tamaño de la empresa, desde un 20 % para empresas con uno o dos empleados hasta más de un 40 % para empresas de más de 230 empleados, de acuerdo con la información proporcionada por la Encuesta sobre el acceso a la financiación de las PYME en el área del euro (SAFE, de acuerdo con su acrónimo en inglés), elaborada por el Banco Central Europeo en colaboración con la Comisión Europea.

2 En términos del flujo acumulado de doce meses de las operaciones nuevas de préstamo. Cabe destacar que una gran parte de esta financiación se dedica a renovaciones de préstamos a corto plazo.

	2011			2012			2013	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1		
Consumo privado	-0,4	0,2	-0,5	-0,3	-0,5	-0,1		
Consumo público	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,1		
Formación bruta de capital fijo	-0,2	-0,3	-0,5	-1,4	-1,7	-0,6		
Importaciones	0,1	0,5	-1,4	-0,3	0,6	0,3		
Exportaciones	0,6	1,4	0,0	0,5	1,6	0,9		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2		
Variación de existencias	0,3	-0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,1		
Demanda exterior neta	0,2	0,4	0,6	0,3	0,5	0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	1,6	1,3	0,6	-0,1	-0,5	-0,6		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,1	0,5	-1,7	-0,5	-0,5	0,3	-2,4	
Sentimiento económico	105,2	98,4	93,6	94,1	91,1	86,4	85,7	
PMI compuesto	55,6	50,3	47,2	49,6	46,4	46,3	46,5	
Empleo	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	-0,2		
Tasa de paro	9,9	10,2	10,6	10,9	11,3	11,5	11,7	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,7	3,0	2,7	2,7	2,4	2,6	2,2	
IPRI	5,9	5,8	4,3	3,5	1,8	2,7	2,1	
Precio del petróleo (valor en dólares)	114,9	114,8	108,7	126,8	95,7	113,2	110,9	113,0
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,4	4,0	4,1	3,3	3,4	2,3	2,1	2,4
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-1,30	-2,06	-2,17	-1,12	-1,81	-0,72	-0,36	-0,54
Tipo de cambio dólar/euro	1,445	1,350	1,294	1,336	1,259	1,293	1,319	1,332
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	3,7	0,7	-2,1	0,9	-2,4	-2,3	-0,4	1,6
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	2,0	-22,0	-17,1	6,9	-2,2	5,9	13,8	2,8

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

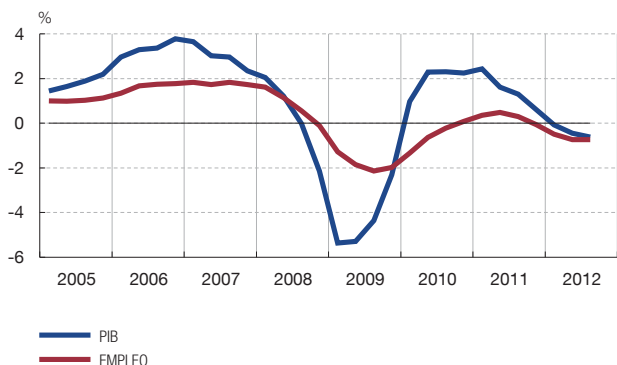
a Información disponible hasta el día 18 de enero de 2013.

b Variación porcentual acumulada en el año.

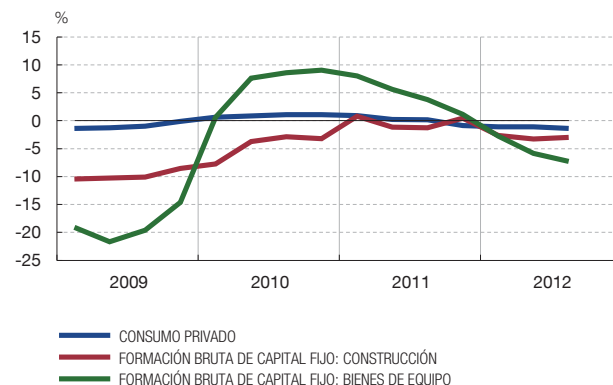
como también lo hicieron los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea referidos a la industria, los servicios y la construcción. Por su parte, los índices PMI de producción de todos los sectores registraron ligeros avances, concentrados en los meses de noviembre y diciembre, si bien continúan en niveles inferiores al umbral teórico de expansión.

Los indicadores de demanda también señalan un empeoramiento en el cuarto trimestre de 2012. Así, por el lado del consumo, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles retrocedieron en media en octubre y noviembre y el índice de confianza de los consumidores disminuyó en el conjunto del trimestre. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos de la industria empeoraron en el último trimestre del año. Por último, las exportaciones de bienes experimentaron en el período de octubre-noviembre un ligero retroceso, que vino acompañado de un agravamiento de las expectativas de exportación y de una mayor caída de la valoración de la cartera de pedidos exteriores.

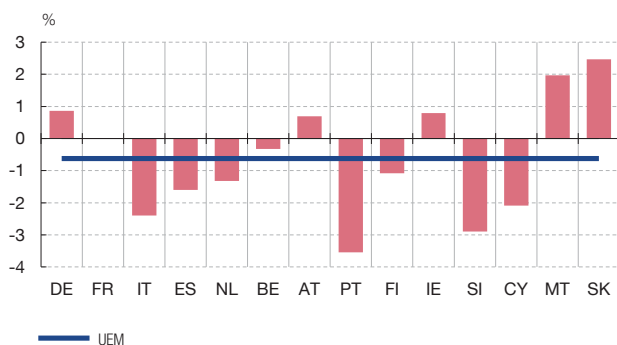
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanual



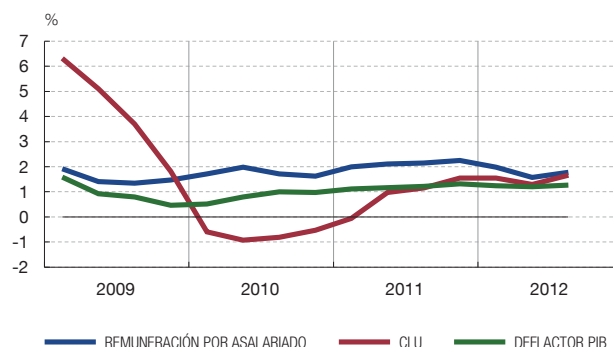
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Tercer trimestre de 2012



SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual

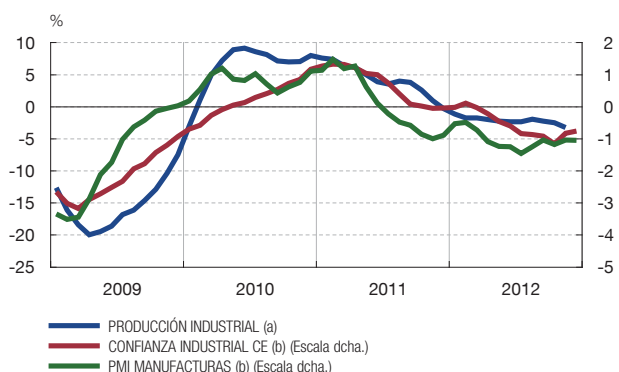


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

En definitiva, la información coyuntural más reciente sugiere que la actividad del área del euro continuó contrayéndose a finales de 2012, como anticipaban los principales organismos internacionales e instituciones privadas (véase cuadro 3). Entre los factores que subyacen en este retroceso del PIB, cabe destacar la debilidad de la demanda procedente del exterior, los efectos de los procesos de consolidación fiscal que se están llevando a cabo en la mayoría de los Estados miembros, el alza de los precios de las materias primas y el desapalancamiento del sector privado. Más a medio plazo, el deterioro de la situación económica en los últimos meses de 2012 ha llevado a una revisión generalizada a la baja de las perspectivas de crecimiento para 2013, retrasando la recuperación de la actividad en el área del euro más allá del primer trimestre en un contexto en el que predominan los riesgos a la baja. Los más relevantes están relacionados con una potencial agudización de la crisis financiera, con nuevas necesidades de consolidación fiscal por parte de los países del área y con un posible empeoramiento de la demanda procedente del exterior.

La tasa interanual de inflación del área del euro se situó en el 2,2% en diciembre, disminuyendo cuatro décimas con respecto a la registrada a finales del tercer trimestre del año pasado. Esta evolución se debe principalmente al menor ritmo de avance de los precios de la energía, por lo que la inflación subyacente, medida por el índice general que excluye alimentos no elaborados y energía, se mantuvo sin cambios, en el 1,6% (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales crecieron un 2,1% en noviembre, seis décimas por debajo del dato de septiembre, debido al menor incremento de los precios del

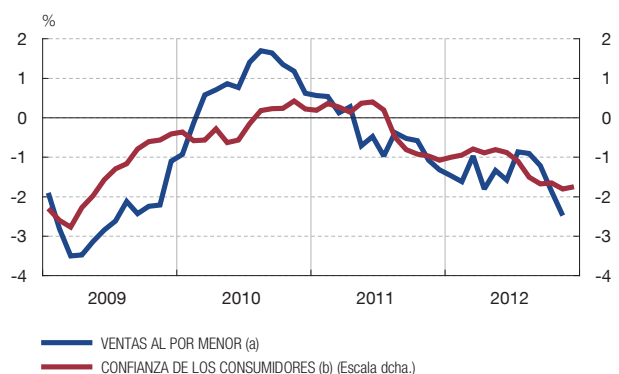
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



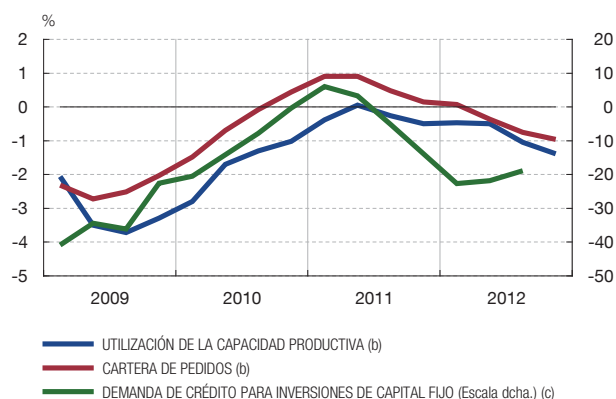
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



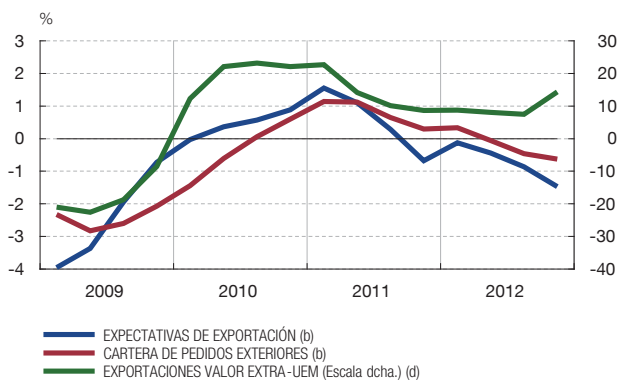
INDICADORES DE CONSUMO



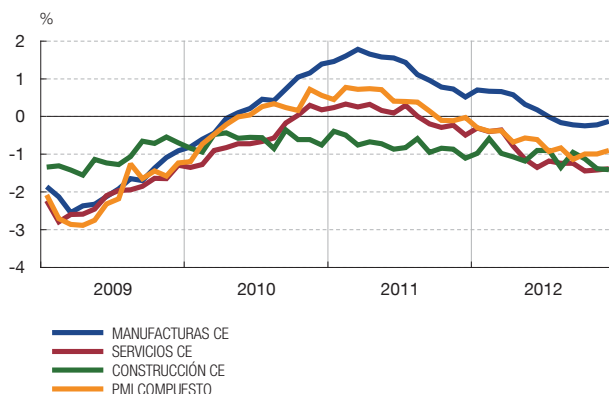
INDICADORES DE INVERSIÓN



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.

componente energético. A medio plazo, se espera que la inflación se sitúe en tasas por debajo del 2 % a principios de 2013. Los riesgos en torno a este escenario central se consideran, en general, equilibrados, al compensarse los efectos sobre los precios de una posible mayor debilidad de la actividad económica con los riesgos al alza relacionados



	2012		2013	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (diciembre de 2012)	-0,6(-0,4)	2,5	-0,9-0,3	1,1-2,1
Comisión Europea (noviembre de 2012)	-0,4	2,5	0,1	1,8
FMI (octubre de 2012)	-0,4	2,3	0,2	1,6
OCDE (noviembre de 2012)	-0,4	2,4	-0,1	1,6
<i>Consensus Forecast</i> (enero de 2013)	-0,4	2,5	-0,1	1,9
Eurobarómetro (enero de 2013)	-0,4	2,5	0,0	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.

## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO: SALDOS PRESUPUESTARIOS Y DEUDA PÚBLICA (a)

CUADRO 4

% 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	-3,4	-2,3
Alemania	-4,1	-0,8	-0,2	-0,4	-0,9	-0,2	-0,4
Estonia	0,2	1,1	-1,1	-2,0	-2,2	-0,5	-0,4
Irlanda	-30,9	-13,4	-8,4	-8,3	-8,2	-7,5	-7,5
Grecia	-10,7	-9,4	-6,8	-7,5	-6,7	-5,5	-4,7
España	-9,7	-9,4	-8,0	-7,0	-5,3	-6,0	-5,7
Francia	-7,1	-5,2	-4,5	-4,7	-4,4	-3,5	-3,5
Italia	-4,5	-3,9	-2,9	-2,7	-1,7	-2,1	-1,8
Chipre	-5,3	-6,3	-5,3	-4,8	-2,6	-5,7	-5,6
Luxemburgo	-0,8	-0,3	-1,9	-2,5	-1,8	-1,7	-1,8
Malta	-3,6	-2,7	-2,6	-2,5	-2,2	-2,9	-2,2
Holanda	-5,1	-4,5	-3,7	-3,7	-4,6	-2,9	-3,2
Austria	-4,5	-2,5	-3,2	-2,9	-3,0	-2,7	-2,1
Portugal	-9,8	-4,4	-5,0	-5,0	-4,5	-4,5	-4,5
Eslovenia	-5,7	-6,4	-4,4	-4,6	-3,5	-3,9	-4,4
Eslovaquia	-7,7	-4,9	-4,9	-4,8	-4,6	-3,2	-2,9
Finlandia	-2,5	-0,6	-1,8	-1,4	-1,2	-1,2	-0,9
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,4	-1,1	-0,2	-0,5		0,6	0,2
Saldo total	-6,2	-4,1	-3,3	-3,3	-3,0	-2,6	-2,6
Deuda pública	85,6	88,1	92,9	93,6	91,1	94,5	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 otoño de 2012.

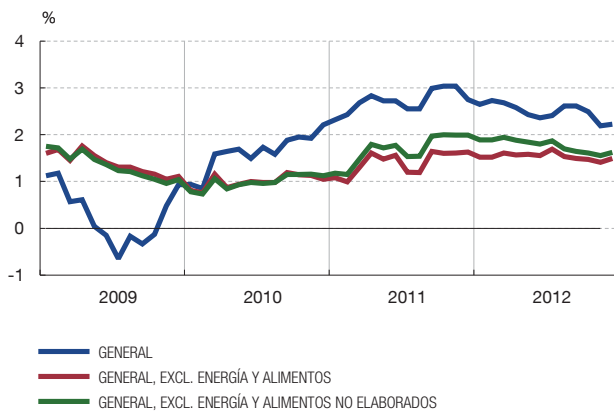
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2012.

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

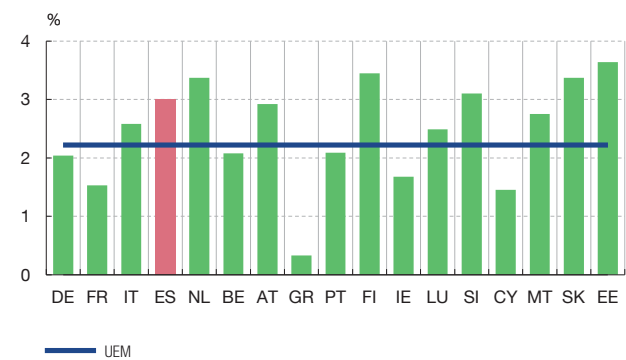
con subidas adicionales de los precios administrados y los impuestos indirectos, así como con un mayor aumento de los precios del petróleo.

La balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un superávit de 46,7 mm de euros (un 0,8 % del PIB) entre enero y octubre de 2012, frente al déficit de 20,2 mm registrado en el

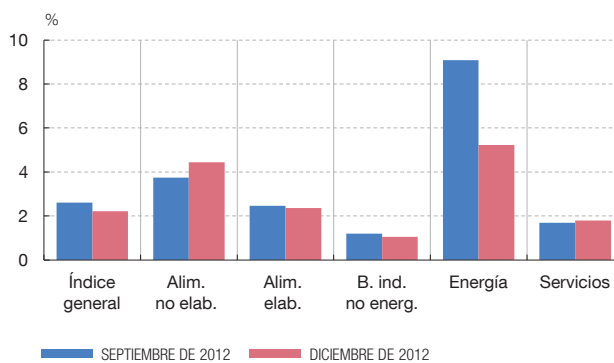
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



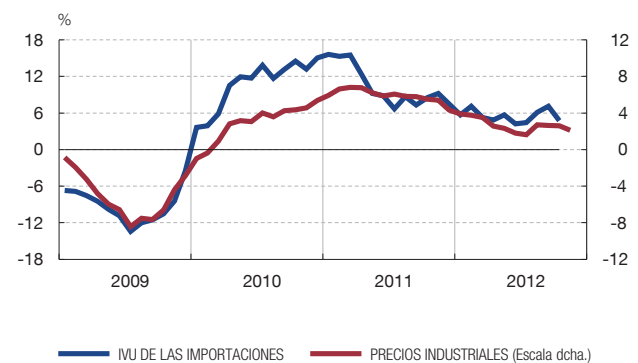
IAPC GENERAL  
(Diciembre 2012)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS

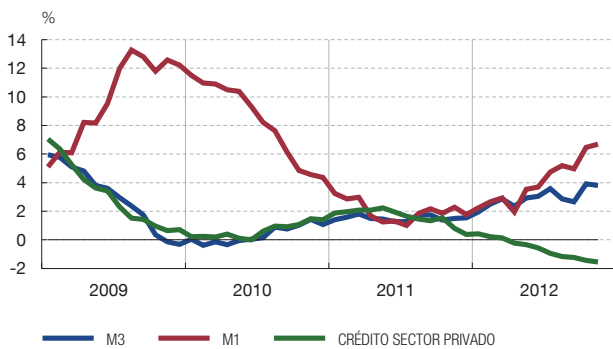


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

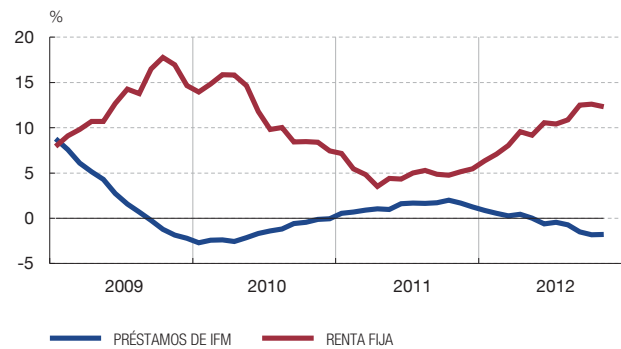
mismo período del año anterior (un 0,5 % del PIB). Este resultado obedeció principalmente a que el saldo de la balanza de bienes se tornó positivo, al tiempo que se amplió el superávit de la balanza de servicios. Por el contrario, las transferencias corrientes continuaron mostrando un comportamiento desfavorable. En relación con la cuenta financiera y en el mismo período, las salidas netas de capital en forma de inversión directa se moderaron hasta los 61,4 mm de euros (frente a los 115,2 mm de 2011), mientras que las entradas netas de capital en forma de inversión en cartera se redujeron en 181,4 mm de euros, hasta los 111,3 mm. De esta manera, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 96,6 mm, inferior a los 157,3 mm registrados en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

Las previsiones de otoño de la Comisión Europea sitúan el déficit de las Administraciones Públicas para el conjunto de la UEM en el 3,3 % del PIB en 2012, inferior al 4,1 % del año anterior. La reducción del déficit obedeció al incremento de los ingresos, que ascendieron hasta el 46,2 % sobre el PIB en 2012, mientras que los gastos permanecieron prácticamente estabilizados en el 49,5 % del PIB, ya que los recortes de los salarios de los empleados públicos y de otros gastos se vieron compensados por el incremento de los pagos por intereses. De acuerdo con las previsiones y con los presupuestos aprobados para el año 2013, se estima un descenso adicional del déficit público en dicho año hasta situarse por debajo del 3 % del PIB. Por su parte, la deuda pública del conjunto del área alcanzó

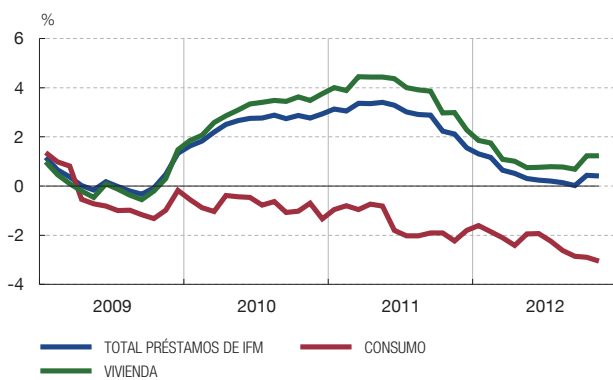
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanual



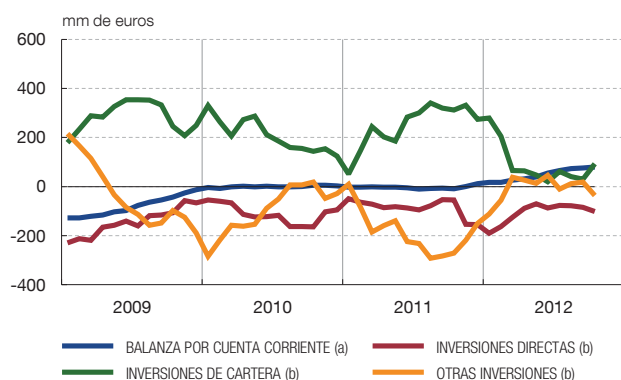
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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.

el 92,9% del PIB en el conjunto de 2012, casi 5 pp por encima de lo registrado el año anterior, y, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión, podría ascender hasta el 95% del PIB en 2013, antes de iniciar una tendencia descendente.

Las economías sometidas a mayores tensiones financieras llevaron a cabo en 2012 un ajuste estructural notable de sus cuentas públicas, mediante reducciones de los salarios y del empleo público, la contención de los gastos de capital y las reformas de sus sistemas de pensiones y sanitarios. Con todo, Italia fue el único país que cumplió los objetivos de consolidación establecidos en el Procedimiento de Déficit Excesivo, situando su déficit por debajo del 3% del PIB en 2012. En los casos de Portugal y España se amplió en un año el plazo requerido según el PEC para la corrección de este desequilibrio, debido a las dificultades para alcanzar los objetivos anteriormente establecidos dado el deterioro de la situación económica y al aumento de las cargas financieras asociadas a los intereses de la deuda. Finalmente, Grecia completó con éxito su operación de recompra de deuda, que forma parte de una estrategia más amplia de medidas destinadas a reducir la carga financiera a la que ha de hacer frente el país y a reconducir la deuda pública hacia niveles del 124% del PIB en 2020. Así, tras la concreción por parte del Gobierno griego de nuevas medidas de ajuste fiscal, el Eurogrupo acordó en su reunión de 13 de diciembre de 2012 conceder dos años más a Grecia, hasta 2016, para alcanzar el objetivo presupuestario

(superávit primario del 4,5 % del PIB), al tiempo que aprobó el primer y segundo desembolso (de 49,1 mm de euros) correspondientes al segundo programa de asistencia, que irán destinados en buena medida a la recapitalización de sus entidades financieras. Por su parte, Alemania situó sus cuentas públicas próximas al equilibrio presupuestario en 2012 y Francia redujo su déficit hasta el 4,5 % del PIB.

En el ámbito de la reforma del marco fiscal y de las herramientas de supervisión y control de las cuentas públicas, destaca la entrada en vigor del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (el denominado «fiscal compact»), que tiene como objetivo final fortalecer la disciplina presupuestaria en la UEM, al obligar a los países que no lo hayan hecho todavía a trasladar a sus ordenamientos jurídicos nacionales en el plazo de un año la regla de presupuesto equilibrado y la introducción de mecanismos de corrección automáticos para eliminar posibles desviaciones. Por su parte, el Consejo Europeo de diciembre acordó dar carácter prioritario a la finalización de las dos legislaciones que componen el denominado «two-pack» (véase recuadro 2).

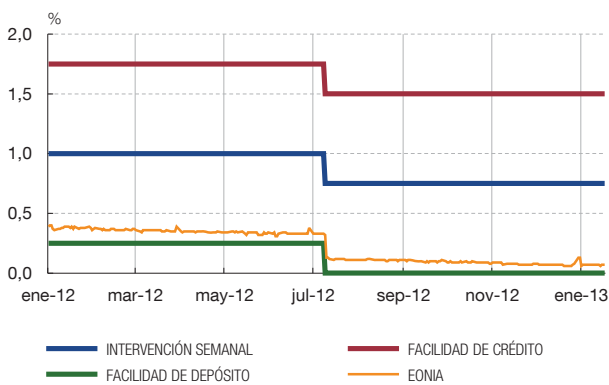
### 3.2 Evolución monetaria y financiera

La atenuación de algunas de las incertidumbres que amenazaban la estabilidad de la zona del euro dio lugar a una relajación significativa de las tensiones financieras durante el último trimestre de 2012, que, en un contexto de elevada volatilidad, se tradujo en una reducción de los diferenciales soberanos, una mejora en las condiciones de financiación en los mercados de capitales y una recuperación de los índices bursátiles. La relajación de las tensiones financieras comenzó a percibirse el pasado mes de agosto tras el anuncio del BCE del programa de compra de bonos soberanos en el mercado secundario —denominado Operaciones Monetarias de Compraventa—. Desde entonces, el acuerdo alcanzado por el Consejo Europeo del pasado 13 y 14 de diciembre para avanzar hacia un supervisor único europeo, que supone un refuerzo de la arquitectura institucional de la UEM, y los avances en la resolución de la situación financiera griega han sido los elementos más específicos que contribuyeron a prolongar la disminución de la inestabilidad financiera. Así, tras el éxito de la operación de recompra de bonos llevada a cabo por el Tesoro heleno a principios de diciembre y el acuerdo de medidas alcanzado por el Eurogrupo para facilitar que la deuda griega vuelva a una senda más sostenible, se aprobó el desembolso conjunto del primer y segundo tramo de ayuda financiera a Grecia previsto en el segundo programa de asistencia. Ambos elementos se percibieron como una señal del compromiso de los Gobiernos para mantener la integridad del euro y, por lo tanto, redujeron drásticamente el denominado «riesgo de convertibilidad».

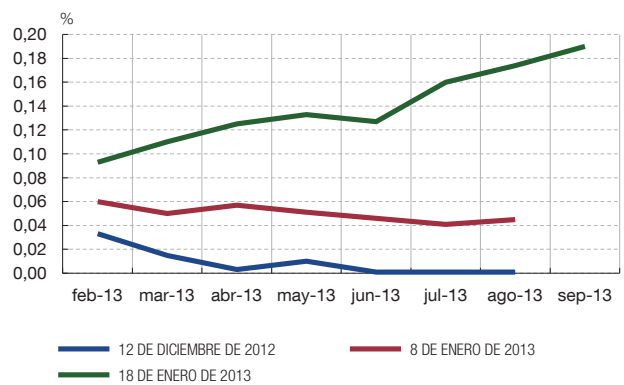
Por su parte, el Consejo de Gobierno del BCE extendió la orientación expansiva de la política monetaria, al considerar que las expectativas de inflación estaban ancladas y que la situación de debilidad económica en el área del euro hacía improbable que pudieran surgir presiones inflacionistas en el medio plazo. Así, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de las operaciones principales de financiación en el 0,75 %, y el de las facilidades de depósito y de crédito en el 0 % y el 1,50 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, en su reunión de diciembre, el BCE anunció la prórroga de las subastas trimestrales con adjudicación plena a tipo fijo en las operaciones de financiación durante el tiempo que sea necesario y, al menos, hasta el 9 de julio de 2013, fecha en la que finaliza el sexto período de mantenimiento. Por otra parte, el Consejo remarcó que está preparado para ejecutar las Operaciones Monetarias de Compraventa una vez que los países soliciten asistencia, ayudando de esta forma a evitar que se materialicen escenarios extremos.

El alivio de las tensiones financieras en el área se ha traducido en una disminución generalizada de los diferenciales soberanos, siendo de mayor magnitud entre los estados

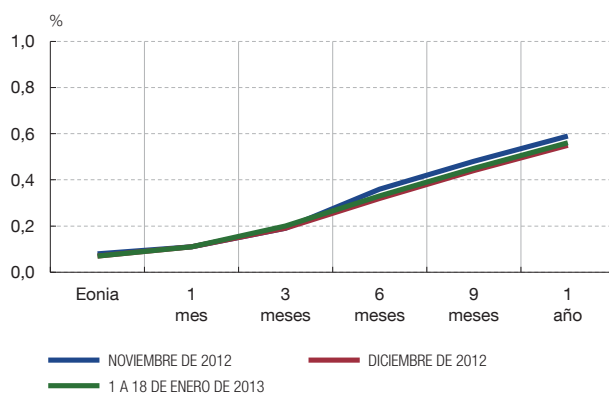
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



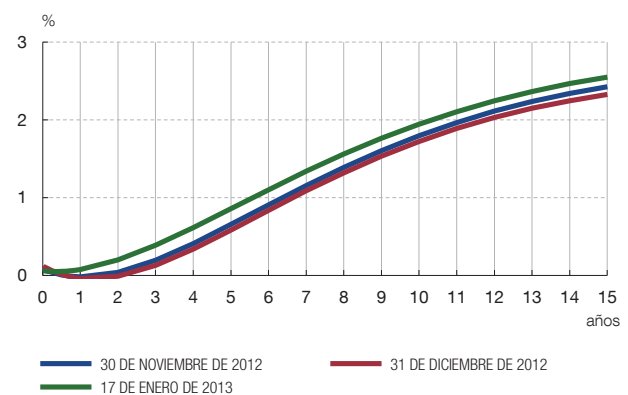
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



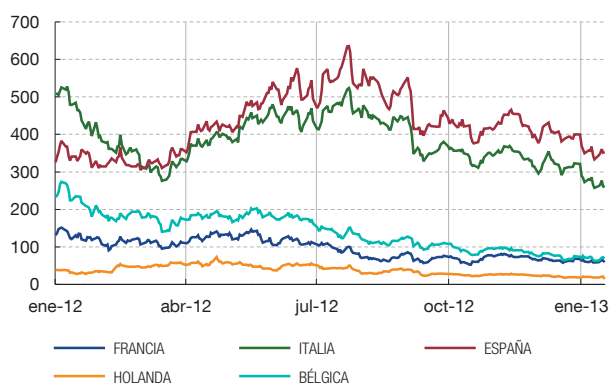
MERCADO INTERBANCARIO



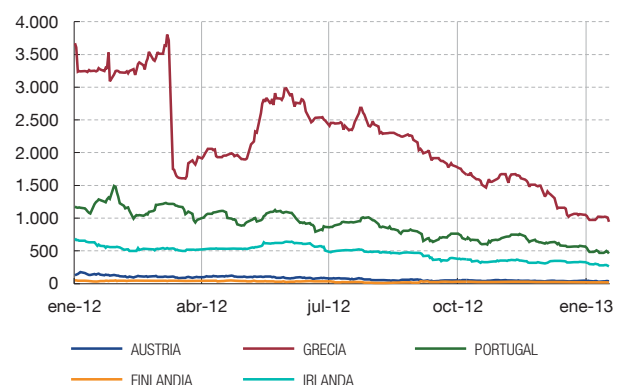
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

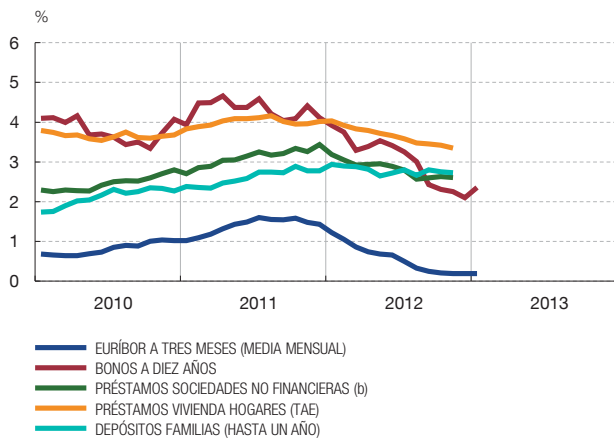


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

miembros más vulnerables de la UEM. De esta forma, en algunos países, como Irlanda, los costes de financiación se situaron por debajo de los observados en los momentos previos a la solicitud de asistencia financiera por parte de su Gobierno. Sin embargo, esta tendencia descendente no ha estado exenta de un elevado grado de volatilidad. Así, las tensiones políticas surgidas en Italia a comienzos del mes de diciembre provocaron incrementos de los diferenciales tanto en el propio país como en España e Irlanda. Por otra

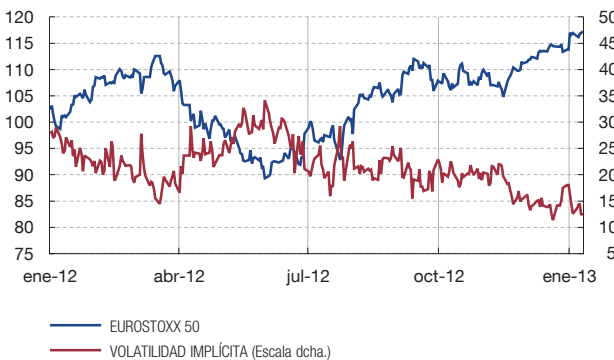
EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



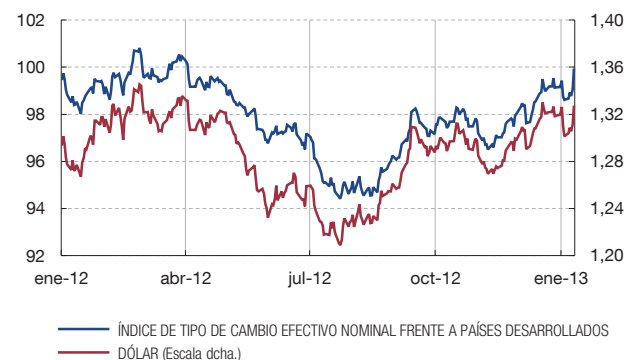
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



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.

parte, el acuerdo alcanzado para evitar el precipicio fiscal en Estados Unidos y las valoraciones positivas del grado de cumplimiento de las condiciones de los programas de asistencia financiera en vigor generaron una reacción positiva en los mercados, que contribuyó a acentuar la reducción de las primas de riesgo.

En el mercado bursátil, en línea con la evolución financiera del resto de mercados, las cotizaciones mejoraron en todos los países y sectores. Así, el EUROSTOXX 50 aumentó un 8,2% en el período comprendido entre finales de octubre y primeros días de enero, acumulando un avance del 14% en el conjunto de 2012. Por su parte, durante el trimestre y hasta la fecha de cierre de este boletín, el tipo de cambio del euro se apreció un 3% en términos efectivos nominales y un 2,5% frente al dólar (véase gráfico 13).

La mayor estabilidad financiera también se manifestó en el mercado interbancario, donde los tipos de interés de los depósitos se redujeron en todos los plazos, y especialmente en los más largos, hasta situarse el euríbor a tres meses y a un año en el entorno del 0,2% y el 0,6%, respectivamente, en la fecha de cierre del boletín. Al caer en menor medida los tipos de las operaciones con garantías —*eurepos*—, especialmente en los plazos más largos, los diferenciales entre ambos se redujeron, alcanzando los 45 pb en el euríbor a un año.

Los préstamos bancarios al sector privado prolongaron su caída en noviembre, hasta alcanzar un crecimiento interanual del  $-0,5\%$ , en términos ajustados de titulización. En el caso del crédito a hogares, se mantuvo una senda de desaceleración suave a lo largo del trimestre, mostrando un crecimiento interanual en noviembre del  $0,7\%$ , como consecuencia del mayor retroceso de los préstamos para consumo y el mantenimiento de la tasa de avance de los destinados a la adquisición de vivienda. En cambio, los préstamos bancarios a sociedades (véase recuadro 3) disminuyeron en noviembre, un  $1,4\%$  en términos interanuales, mientras que las emisiones de deuda de las sociedades no financieras continuaron aumentando hasta tasas cercanas al  $13\%$  en octubre, que se explicarían, según la información provisional disponible, por una reactivación de las emisiones de las empresas en los países sujetos a mayores tensiones financieras. Por el lado de la oferta de crédito y según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del tercer trimestre, las entidades colaboradoras preveían un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y a sociedades en los últimos meses de 2012.

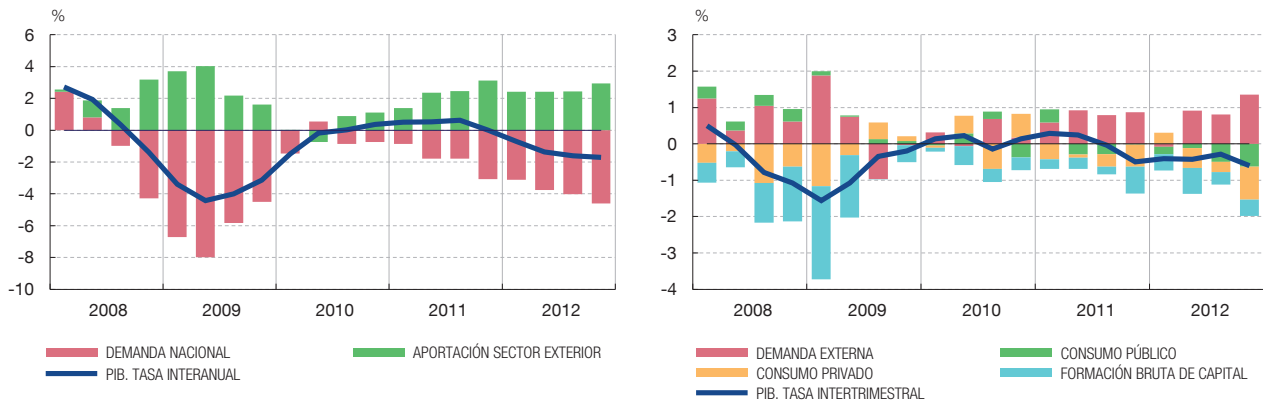
Por último, el coste de los préstamos bancarios otorgados al sector privado continuó retrocediendo en el caso de la financiación a hogares y se mantuvo para las sociedades no financieras. Detrás de esta evolución agregada, no obstante, se esconden unas condiciones de financiación desiguales, más estrictas en las economías con mayores tensiones financieras.

#### 4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con la información disponible, todavía parcial, el ritmo de contracción del PIB de la economía española se habría acelerado en el último trimestre de 2012. En concreto, la caída de la actividad habría sido del 0,6 % respecto al tercer trimestre, retroceso que superaría en tres décimas al observado entonces (véase gráfico 14). A pesar de los desarrollos positivos en los mercados financieros internacionales en los últimos meses del año, la conjunción de varios factores adversos, algunos de los cuales de naturaleza temporal, dio lugar a un debilitamiento notable de la demanda final en el cuarto trimestre. En particular, en ese período se intensificó el retroceso del consumo de los hogares, en un contexto en el que diversos factores de carácter transitorio, tales como los efectos de la reversión del adelantamiento de compras previo a la subida de tipos del IVA o la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos, se sumaron a otros elementos, como la debilidad del mercado de trabajo, que, de modo más persistente, vienen lastrando el gasto de las familias desde el comienzo de la crisis. Asimismo, la caída del consumo público contribuyó de modo significativo al retroceso del producto, mientras que, en el caso de los distintos componentes de la inversión, el deterioro fue menos marcado. En conjunto, se estima que la demanda nacional habría retrocedido un 1,9 %, 0,8 pp más que en el tercer trimestre. En cuanto a la demanda procedente del exterior, el debilitamiento de la economía del área del euro en los meses finales de 2012 provocó una pérdida de tono de las exportaciones tanto de bienes como de servicios. Por su parte, las importaciones habrían registrado un acusado retroceso, reflejo de la debilidad de la demanda final. Esta caída de las compras al exterior habría permitido atemperar la contracción del producto. En concreto, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB podría haber repuntado hasta 1,4 pp, seis décimas más que en el tercer trimestre.

En términos interanuales, el descenso del producto habría sido, como en el período de julio-septiembre, del 1,7 %, en tanto que la intensidad de la destrucción de empleo podría haberse atenuado en medio punto porcentual hasta el 4,1 %. Ello se habría traducido en una cierta pérdida de dinamismo del crecimiento de la productividad aparente del trabajo, que habría seguido siendo, no obstante, elevado. En el conjunto de la economía, la remuneración por asalariado registró una disminución interanual significativa como consecuencia del descenso de las retribuciones de los empleados públicos, lo que se tradujo en una intensificación de la caída de los costes laborales unitarios. En las ramas de mercado, la remuneración por asalariado habría permanecido prácticamente estable en tasa interanual, lo que, dada la moderación en el ritmo de avance de la productividad, habría atenuado la tasa de caída de los costes laborales unitarios, que, en todo caso, seguiría siendo elevada. Por lo que respecta al comportamiento de los precios, la tasa interanual de variación del IPC se redujo en medio punto porcentual entre septiembre y diciembre, hasta situarse en el 2,9 %. Esta moderación se debió, sobre todo, a la ralentización del componente energético, de modo que el crecimiento del IPSEBENE cerró el año en el mismo nivel que en septiembre, el 2,1 %. El diferencial de inflación frente al conjunto del área del euro, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), siguió siendo relativamente elevado, reduciéndose apenas en una décima entre septiembre y diciembre, hasta 0,8 pp. No obstante, una vez descontados los efectos sobre la tasa interanual de los aumentos de los tipos del IVA y de los precios administrados, los aumentos en los precios mantuvieron un rumbo descendiente en el último trimestre, en consonancia con la marcada debilidad del consumo interno. Por último, cabe





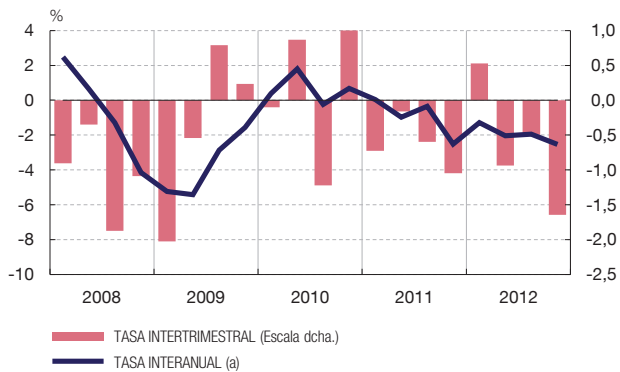
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

mencionar, como rasgo destacado del período, la continuación de los avances en el terreno de la reducción del desequilibrio exterior por cuenta corriente, después de que, en el tercer trimestre, se registrara una capacidad de financiación de la nación en términos de Contabilidad Nacional por primera vez desde el inicio de 1998.

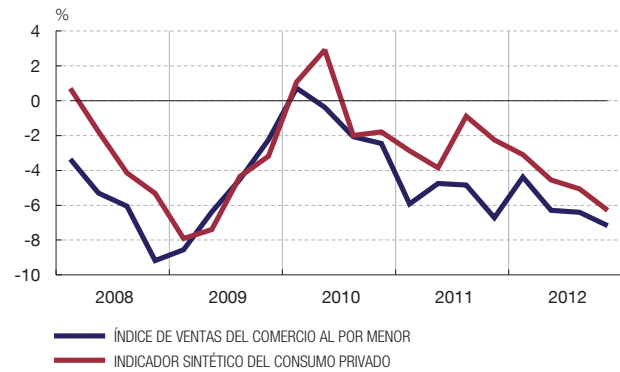
#### 4.1 Demanda

En el cuarto trimestre del año se acentuó la debilidad del consumo privado, de acuerdo con los indicadores disponibles (véase gráfico 15). En concreto, se estima que este componente de la demanda experimentó un descenso intertrimestral del 1,6 %, frente a la caída del 0,5 % del tercer trimestre. En el conjunto del año, la reducción media del consumo se habría situado en torno al -2%, 1 pp superior a la registrada en 2011. La mayor contracción del gasto en bienes y servicios de los hogares españoles en el cuarto trimestre puede atribuirse en una parte importante al impacto de las medidas de consolidación fiscal sobre la renta de las familias y sobre el precio de los bienes que estas consumen. A su vez, estos efectos tienen un componente importante de sustitución intertemporal de gasto. Este es el caso de la reversión de los efectos positivos que sobre el consumo tuvo el adelanto al tercer trimestre de algunas compras (en especial, de bienes de consumo duradero), ante el aumento de los tipos impositivos del IVA a partir del 1 de septiembre. Así, las matriculaciones de automóviles particulares experimentaron un retroceso en el cuarto trimestre del 14,5 % intertrimestral, calculado sobre la serie corregida de estacionalidad y de efectos calendario, que contrasta con el incremento del 9,2 % del tercer trimestre. Este descenso tuvo lugar a pesar de la puesta en marcha del PIVE (Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente), cuyo efecto sobre el ritmo de matriculaciones parece haberse visto aminorado por los retrasos en las entregas de los vehículos vendidos en el cuarto trimestre. De este modo, cabe esperar que parte de las operaciones acogidas al PIVE registradas en 2012 se trasladen a las cifras de matriculaciones de vehículos particulares en los próximos meses de 2013. Entre el resto de indicadores cuantitativos, el ritmo de descenso interanual de las ventas de bienes y servicios de las grandes empresas y de las ventas minoristas se aceleró en el promedio de octubre y noviembre hasta el -8,7 % y el -8,1 %, respectivamente. Por lo que respecta a los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores retrocedió en el conjunto del cuarto trimestre en tres puntos porcentuales en comparación con el tercero, lo que refleja las desfavorables expectativas de los hogares acerca de sus rentas futuras, en un contexto en el que persiste la destrucción de empleo. En este sentido, los componentes del indicador que experimentaron un deterioro más pronunciado fueron los que miden las expectativas de desempleo en los próximos doce meses y la capacidad de ahorro prevista a lo largo de ese horizonte temporal.

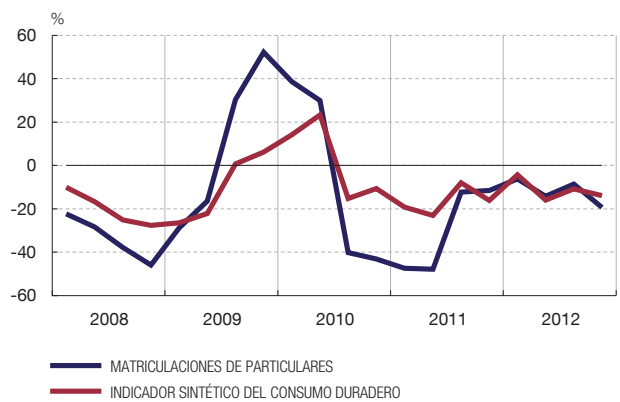
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



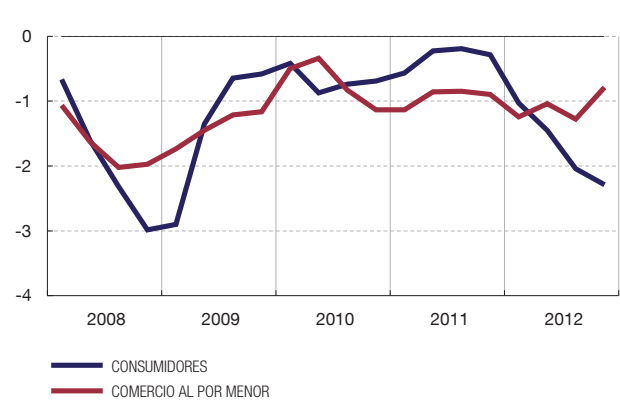
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)

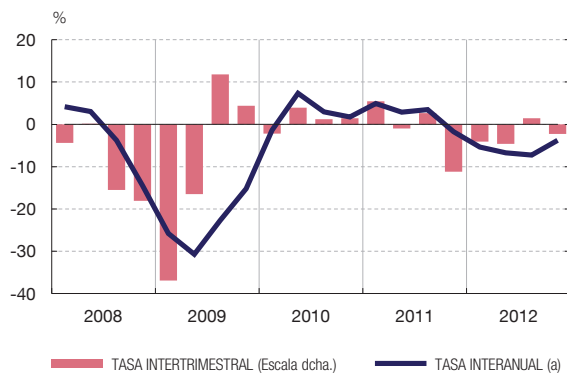


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

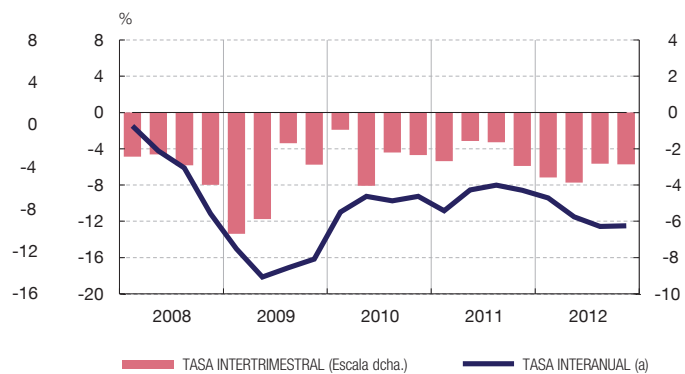
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

Con información más retrasada, las cuentas no financieras de los sectores institucionales del tercer trimestre de 2012 confirman estas tendencias en los ingresos y el ahorro de los hogares. Así, en ese período se produjo una intensificación del ritmo de descenso interanual de la renta nominal de las familias, hasta el  $-1,9\%$  en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta evolución desfavorable vino determinada, fundamentalmente, por una contribución más negativa de la remuneración de asalariados y de los dividendos recibidos, en tanto que las aportaciones del excedente bruto y de los intereses netos fueron similares a las del segundo trimestre, y la de las AAPP, algo mayor. La mayor caída de la renta de las familias en el tercer trimestre, unida a que el consumo continuó registrando tasas de crecimiento positivas, supuso un nuevo descenso de la tasa de ahorro, que se situó en el  $8,8\%$  de la renta disponible,  $0,7$  pp por debajo del nivel alcanzado en el trimestre anterior. La capacidad de financiación de los hogares también se redujo en el tercer trimestre, hasta el  $1,4\%$  del PIB, por el mayor ritmo de descenso del ahorro en comparación con el de la inversión. El reducido nivel alcanzado por la tasa de ahorro sugiere que la capacidad de esta variable para continuar suavizando el patrón de gasto de las familias podría estar próxima a agotarse, por lo que parece probable que, en el futuro, la evolución del consumo tenga que acompañarse en mayor grado a la de la renta.

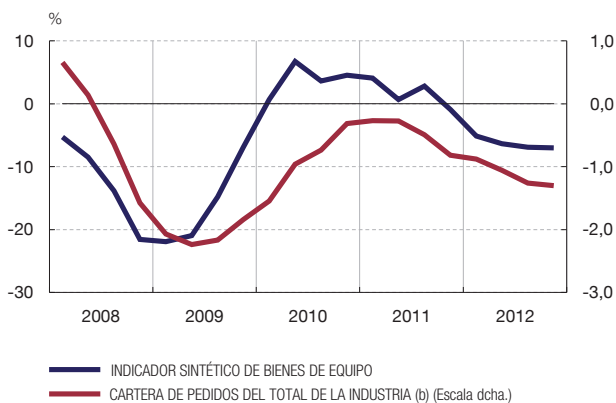
BIENES DE EQUIPO



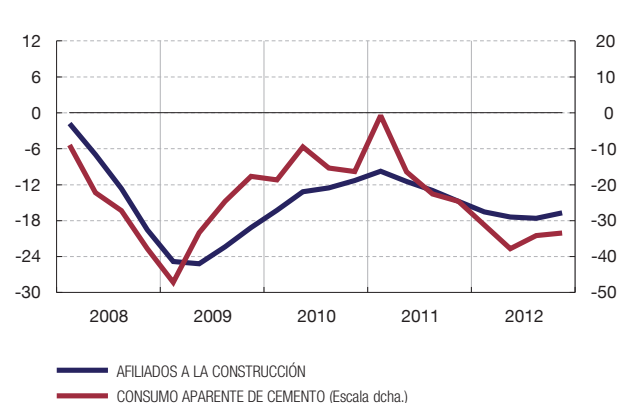
CONSTRUCCIÓN



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).

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles apuntan a una nueva reducción en el cuarto trimestre, tras el repunte del tercero (véase gráfico 16). Entre los indicadores de naturaleza cuantitativa, las matriculaciones de vehículos de carga intensificaron su ritmo de caída en la parte final del año. También la producción y las importaciones de este tipo de bienes, con información hasta noviembre, registraron nuevos retrocesos. Por el contrario, la confianza empresarial mejoró tanto en el conjunto de la industria como, específicamente, en el segmento productor de bienes de equipo, frenando la trayectoria de empeoramiento observada en los trimestres anteriores. No obstante, es aún prematuro valorar si esta mejora supone una inflexión en la confianza de estos agentes, dado el clima de elevada incertidumbre que continúa rodeando 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 aumentando en el tercer trimestre de 2012, hasta representar el 2,5 % del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres (0,3 pp más que en el segundo trimestre). Este avance se apoyó, sobre todo, en un aumento del ahorro empresarial, lo que podría estar reflejando los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación.

La inversión en construcción mantuvo la tónica contractiva de los últimos trimestres, condicionada por el proceso de ajuste en el segmento residencial y las restricciones que impone la consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). La información más reciente relativa a los consumos intermedios del sector muestra retrocesos intertrimestrales mayores en el cuarto trimestre que en el anterior, mientras que la cifra de afiliados en la construcción se redujo a un ritmo menor, como consecuencia del comportamiento más favorable observado en diciembre.

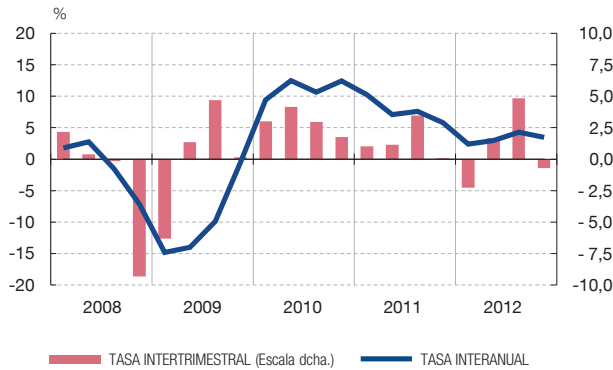
Por componentes, la inversión residencial siguió cayendo, en un contexto marcado por la disminución gradual del número de viviendas iniciadas. En octubre, se visaron unas 4.000 viviendas, un 44 % menos que un año antes. En relación con las transacciones, en el tercer trimestre de 2012 se vendieron aproximadamente 75.000 viviendas, cifra similar a la observada un año antes. Este freno en la caída de las compraventas podría estar reflejando un adelanto de compras como respuesta al nuevo paquete de medidas aprobado por el Gobierno el pasado mes de julio, que incluía la desaparición de la desgravación en el IRPF por compra de vivienda y la subida en el tipo del IVA del 4 % al 10 % a partir del 1 de enero de 2013. Por su parte, con datos hasta octubre, la superficie visada en edificación no residencial siguió registrando una fuerte contracción.

En relación con el consumo de las AAPP, la información parcial disponible apunta hacia una contracción sustancial de este componente de la demanda interna en el último trimestre del año. En el apartado de gastos reales de personal, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP registraron caídas más intensas en el cuarto trimestre que en el tercero, agudizando la tendencia observada en los últimos trimestres. Por su parte, los indicadores relativos al gasto en consumo final no salarial hasta octubre eran compatibles con el mantenimiento del proceso de corrección que se había observado hasta finales del tercer trimestre. Además, cabe esperar que esta corrección se haya agudizado en los dos últimos meses del año como consecuencia de la aplicación de los planes de ajuste de las CCAA en el ámbito de la educación y la sanidad.

La última información disponible acerca de la demanda exterior neta en el trimestre final de 2012 apunta a un aumento de su aportación al crecimiento del PIB, hasta 1,4 pp en términos intertrimestrales y hasta 2,9 pp en tasa interanual, seis y cinco décimas, respectivamente, más que en el trimestre anterior. En un contexto en que las exportaciones retrocedieron ligeramente, esta evolución estaría reflejando un descenso intenso de las importaciones, tras el repunte del tercer trimestre, motivado, a su vez, por el adelanto de compras propiciado por la subida del IVA en septiembre (véase gráfico 17).

El menor dinamismo de las ventas al exterior se produjo en un contexto de debilidad de la demanda de importaciones de la zona del euro, si bien las ventas al exterior continuaron beneficiándose de las ganancias de competitividad precio y coste acumuladas, tanto frente al conjunto de países desarrollados como frente a la propia UEM, y del elevado dinamismo de los mercados no europeos. Según los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes intensificaron su crecimiento en el período octubre-noviembre, hasta avanzar un 2,9 % en tasa interanual, frente al 2,5 % observado en el tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 17). Por grupos de productos, destacó el impulso de las ventas al exterior de bienes intermedios no energéticos, bienes de equipo y alimentos. Por el contrario, descendieron sensiblemente las ventas de bienes intermedios energéticos y, en menor medida, las de bienes de consumo duradero. Por destino geográfico, el incremento se concentró en las exportaciones extracomunitarias (19 %), que intensificaron su ritmo de avance de forma generalizada, compensando la reducción de las dirigidas a la zona del euro (-4 %).

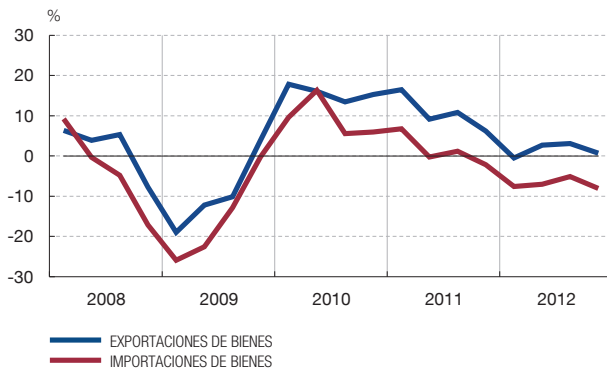
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



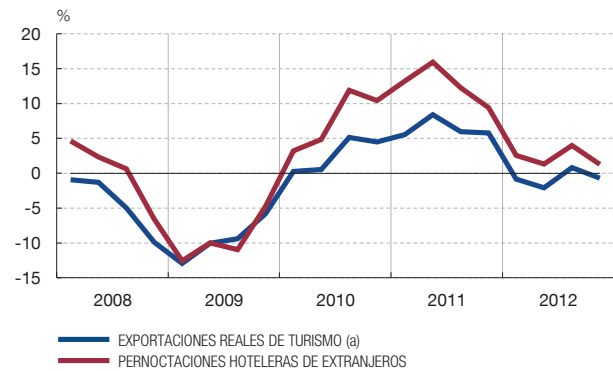
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



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.

El retroceso de las exportaciones comunitarias vino motivado por el debilitamiento de las ventas dirigidas a Francia y Portugal, ya que se recuperaron las destinadas a Alemania, Italia y el Reino Unido.

En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información disponible para el período de octubre-noviembre apunta a una caída interanual de un 2 % en el flujo de entrada de turistas y a una moderación en el crecimiento de las pernoctaciones hoteleras, que avanzaron apenas un 0,4 %. No obstante, la debilidad de estas tasas se explica, en parte, por la fortaleza de estas variables en las mismas fechas de 2011, como consecuencia de la inestabilidad geopolítica del Norte de África y Oriente Próximo. Por país de residencia, cabe destacar la ralentización de los flujos de turistas británicos, tras el buen comportamiento mostrado en los meses de verano. A ello cabría añadir el escaso dinamismo del turismo con origen en Alemania. Respecto al gasto nominal, los datos disponibles de octubre y noviembre de EGATUR muestran un descenso del 0,4 % interanual en esos dos meses. Por su parte, de acuerdo con los datos de balanza de pagos de octubre, se espera que las exportaciones de servicios no turísticos crezcan en el cuarto trimestre del año a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior.

Las importaciones de bienes continuaron disminuyendo en los meses de octubre y noviembre en un 4,9 % interanual, frente a la caída del 5,8 % del tercer trimestre, según la información de Aduanas. Por grupos de productos, se intensificó el descenso de los bienes de consumo, particularmente los de carácter duradero, mientras que los intermedios no energéticos y los bienes de equipo atenuaron su retroceso en comparación con los trimestres anteriores. Por el contrario, las compras reales de bienes intermedios energéticos mantuvieron su dinamismo. Por último, de acuerdo con la información de balanza de pagos de octubre, las importaciones reales de servicios habrían agudizado su caída en el cuarto trimestre de 2012, debido al comportamiento tanto de las compras asociadas al turismo como de las de servicios no turísticos.

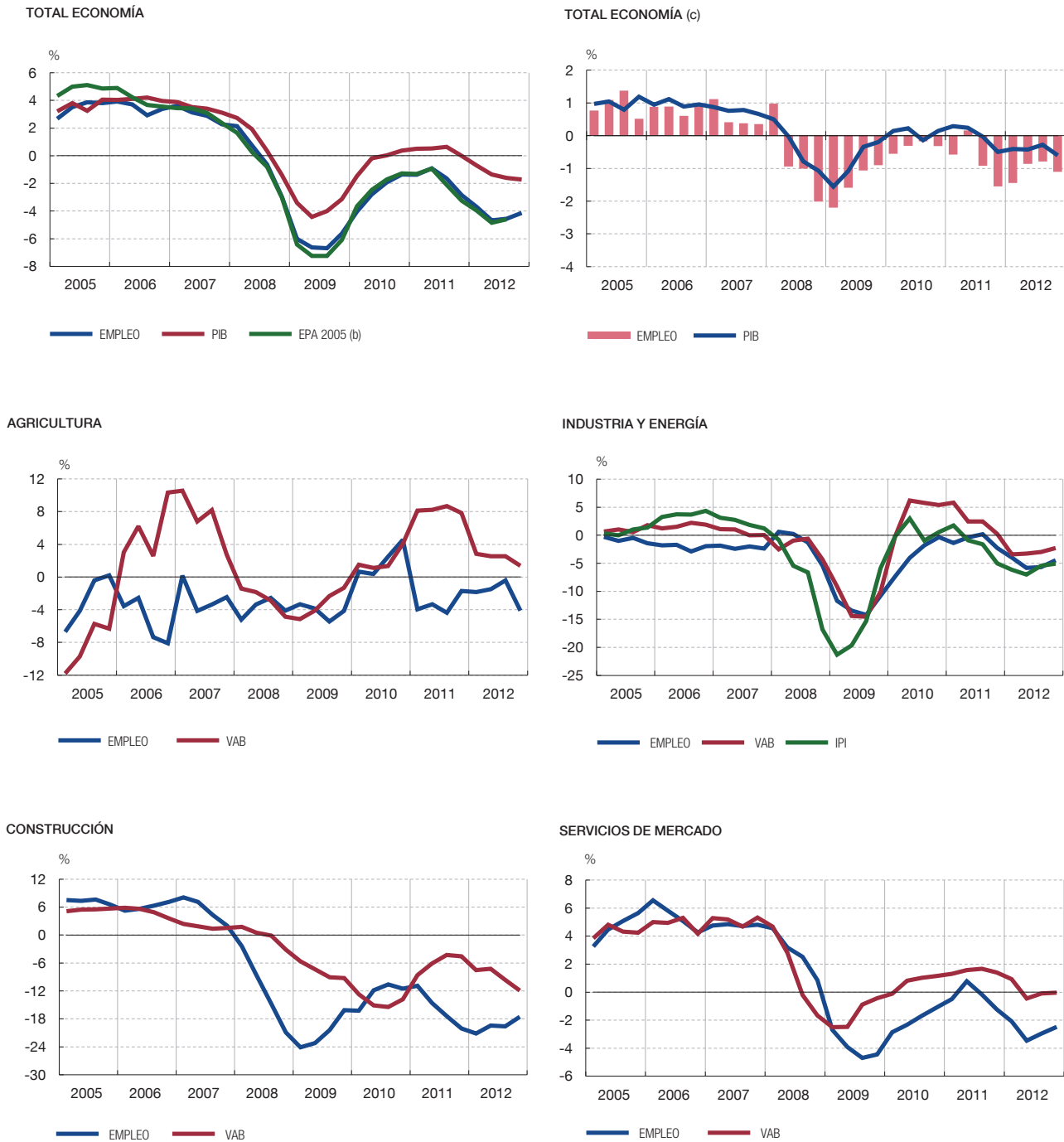
## 4.2 Producción y empleo

Los indicadores sectoriales disponibles sugieren una moderada intensificación del retroceso de la actividad en las ramas de la economía de mercado durante el cuarto trimestre. Al menos en parte, esta evolución se habría debido a la reversión del efecto positivo que, sobre la actividad del tercer trimestre de algunas ramas industriales y de servicios, tuvo la anticipación de compras previa a la subida de tipos del IVA en septiembre. En este sentido, se estima que en el último trimestre del año el valor añadido bruto de la economía de mercado retrocedió un 0,6 % intertrimestral.

En el caso de la industria, la evolución del IPI en el cuarto trimestre apunta a un deterioro adicional de la actividad, que, junto con el mencionado cambio en la imposición indirecta, podría estar reflejando la desaceleración de la demanda externa. No obstante, las perspectivas para los próximos meses serían algo más favorables. Por un lado, la mejora de la valoración de la evolución futura de los pedidos exteriores, de acuerdo con las encuestas a los directores de compras (PMI), sería consistente con la naturaleza transitoria de parte del retroceso en la demanda tanto interna como procedente del exterior observado durante el cuarto trimestre, por las razones expuestas antes. Por otro lado, a pesar de que el PIVE ya tuvo en noviembre un cierto efecto positivo en las ramas ligadas al sector del automóvil, todavía cabría esperar algún impacto adicional procedente de este programa en los próximos meses. Finalmente, los indicadores cualitativos del sector (esto es, el indicador de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea y el PMI de manufacturas) registraron una modesta mejoría durante el cuarto trimestre, aunque sus niveles siguen siendo muy reducidos.

Por su parte, los indicadores de producción del sector de la construcción siguieron presentando un tono contractivo durante el trimestre. En cuanto a los servicios de mercado, la evolución del indicador de actividad del sector se ha visto muy condicionada por los efectos del alza del IVA sobre el perfil temporal del gasto de los consumidores. En el cuarto trimestre cabría destacar la atonía en las ramas de comercio y hostelería, que son las que tienen un mayor peso en el total. Los indicadores cuantitativos mostraron una evolución más favorable, arrojando ligeras mejoras en el conjunto del trimestre, algo más intensas en el caso de la encuesta a los directores de compras que en el del indicador de opinión de los empresarios del sector elaborado por la Comisión Europea.

Por lo que respecta al mercado laboral, el ritmo de destrucción neta de puestos de trabajo se moderó levemente en el tercer trimestre. En concreto, tanto la Encuesta de Población Activa (EPA) como la CNTR arrojaron una tasa interanual de disminución del empleo del 4,6 %, frente al -4,7 % y -4,8 %, respectivamente, del segundo trimestre (véase gráfico 18). Por ramas de actividad, la caída de la ocupación se acentuó en los servicios de no mercado en 1,2 pp, hasta el -3,2 %, atenuándose, por el



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

contrario, en la economía de mercado, hasta una tasa del -4,3 %, frente al -5,3 % del trimestre precedente. Ante esta evolución del empleo, la tasa de paro volvió a elevarse, hasta alcanzar el 25 %, 3,5 pp por encima de la observada un año antes, si bien ese aumento se vio moderado, como en trimestres anteriores, por un descenso de la población activa.

Por lo que se refiere al cuarto trimestre de 2012, las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron una aceleración de una décima en su ritmo de descenso, hasta el  $-3,7\%$  interanual, una vez que se corrige la serie por el impacto de las bajas de los cuidadores no profesionales<sup>1</sup>. Si, además, se corrigen los efectos estacionales, el retroceso intertrimestral de la afiliación fue del  $1\%$ , caída que supera en dos décimas a la observada en el tercer trimestre. La intensificación del deterioro del empleo se concentró en la agricultura y las ramas de servicios. Por el contrario, tanto en la industria como, especialmente, en la construcción se produjo una moderación del ritmo de descenso del empleo en los meses finales de 2012. Dentro del conjunto de los servicios, el creciente deterioro de la ocupación en las ramas de no mercado<sup>2</sup> que se venía observando desde la segunda mitad de 2011 se vio frenado en el tramo final del pasado ejercicio, mientras que, por el contrario, algunas ramas de mercado, como la hostelería, la información y las comunicaciones o el comercio, mostraron una mayor debilidad en ese período. En conjunto, la evolución de los afiliados en el cuarto trimestre sería compatible con una moderación del descenso interanual del empleo en términos de la CNTR, que, no obstante, seguiría en niveles muy elevados, próximos al  $-4,1\%$ .

En lo que respecta al resto de la información coyuntural, los contratos registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) moderaron su descenso interanual en el último trimestre del año, hasta el  $-1,1\%$ . Esta evolución vino dada por el repunte del  $43,7\%$  de los contratos indefinidos, que se concentró sobre todo entre los de tiempo parcial. Los contratos temporales, por su parte, solo moderaron levemente su ritmo de descenso en el trimestre, hasta el  $-3\%$ . En conjunto, no obstante, el peso de la contratación indefinida sobre el total se mantuvo en un nivel reducido, del  $8,5\%$ , similar a los registros observados desde el inicio de la crisis. Por otro lado, no se dispone de información desagregada que permita una valoración detallada de la utilización del nuevo contrato de emprendedores introducido por la reforma laboral de febrero de 2012.

Finalmente, el paro registrado en el SPEE moderó su tasa de crecimiento en los meses finales de 2012, hasta el  $9,6\%$  en diciembre (frente al  $11,3\%$  de septiembre). Esta evolución sería, sin embargo, compatible con un nuevo aumento de la tasa de paro según la EPA para el cuarto trimestre de 2012, hasta acercarse al entorno del  $26\%$ .

### 4.3 Costes y precios

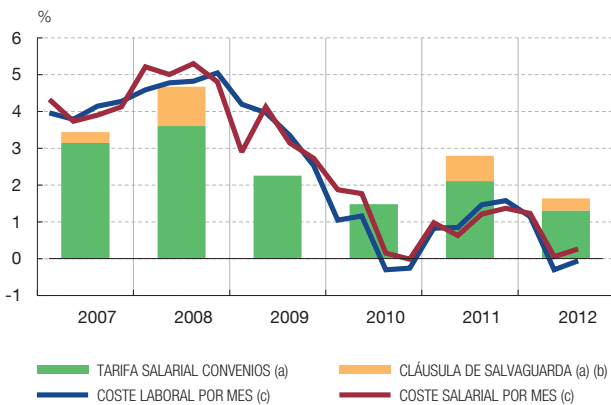
Los convenios colectivos registrados entre enero y diciembre mostraron un incremento de las tarifas salariales del  $1,3\%$  para 2012, en línea con el aumento acumulado hasta el mes de septiembre. Esta subida media fue el resultado de crecimientos muy dispares en los convenios revisados —esto es, los acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores— en comparación con los de nueva firma. Así, mientras que los primeros recogieron aumentos de tarifas más elevados, del  $1,5\%$ , las subidas salariales de los segundos fueron más moderadas, de en torno al  $0,7\%$ , aproximándose así a la recomendación del  $0,5\%$  contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron al comienzo del año (véase gráfico 19). Por otro lado, en los últimos tres meses se ha producido un avance notable de la negociación, aunque el número de trabajadores con

1 Al producirse la entrada en vigor del Real Decreto 20/2012, los cuidadores no profesionales de personas dependientes dados de alta en la Seguridad Social dejaron de tener derecho, a partir del 1 de noviembre, a la cotización gratuita al sistema, por lo que, desde esa fecha, han tenido que optar entre causar baja o abonar sus propias cuotas. Entre noviembre y diciembre, casi 150.000 afiliados (de los 173.000 que había en esta situación en octubre) han optado por la primera posibilidad. Sin la corrección de este efecto, el descenso de los afiliados a la Seguridad Social en el cuarto trimestre de 2012 fue del  $4,1\%$ .

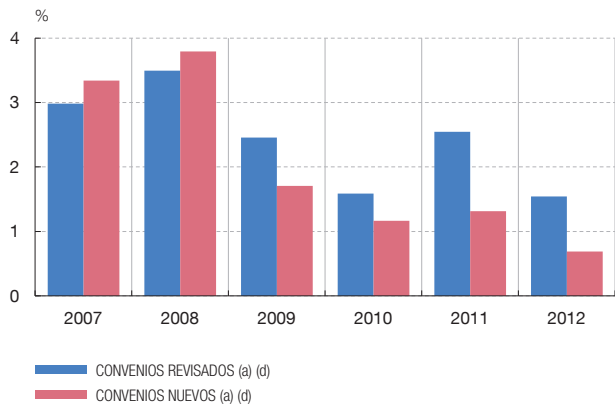
2 Estas ramas incluyen la agregación de las secciones de AA PP y Defensa, Educación y Sanidad de los regímenes general y autónomo.



INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



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

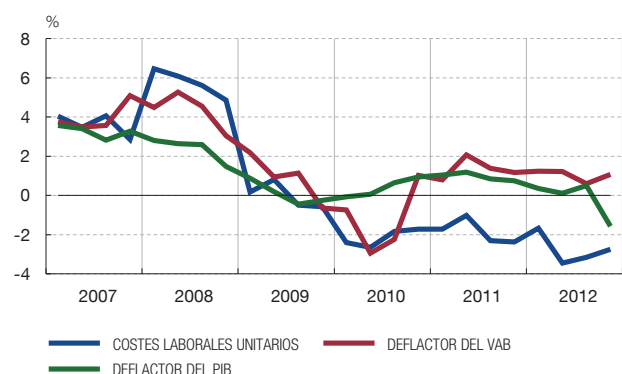
- a El último año, con información de convenios colectivos hasta diciembre de 2012.
- b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior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

PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

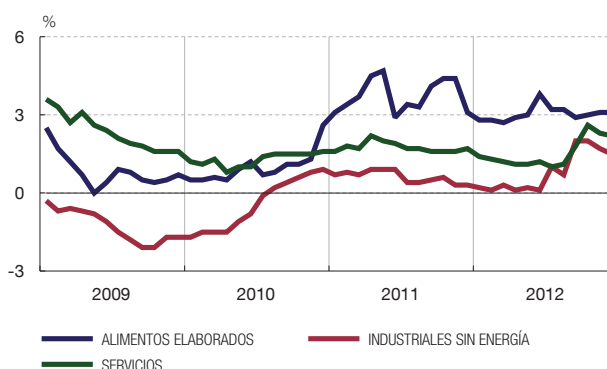
convenio cerrado para 2012 se situó en diciembre en 6,1 millones, cifra claramente inferior a la observada en los últimos años.

La remuneración por asalariado registró, de acuerdo con los datos de la CNTR, un crecimiento nulo en el tercer trimestre de 2012 en el conjunto de la economía y un aumento de apenas una décima en el conjunto de ramas de mercado. Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), estas cifras están en línea con la evolución del coste laboral por trabajador, que experimentó un descenso del 0,1 % en ese período. La contención salarial se habría prolongado, de acuerdo con los datos hasta noviembre proporcionados por la Agencia Tributaria sobre la retribución media en las grandes empresas, en el cuarto trimestre. Esta información sería coherente con un leve descenso interanual de la remuneración

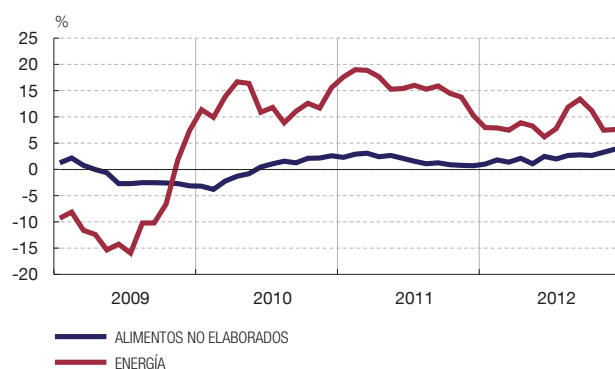
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



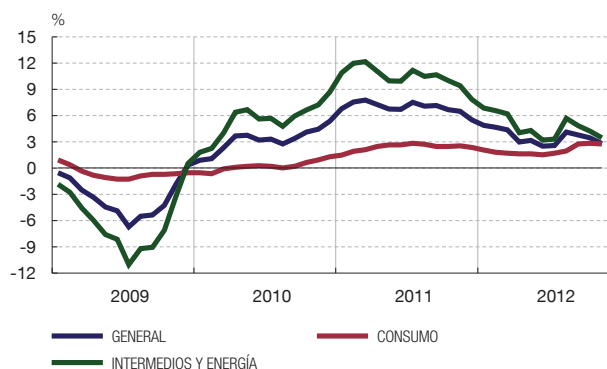
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

por asalariado en la economía de mercado estimada por la CNTR para el conjunto del período (véase gráfico 20).

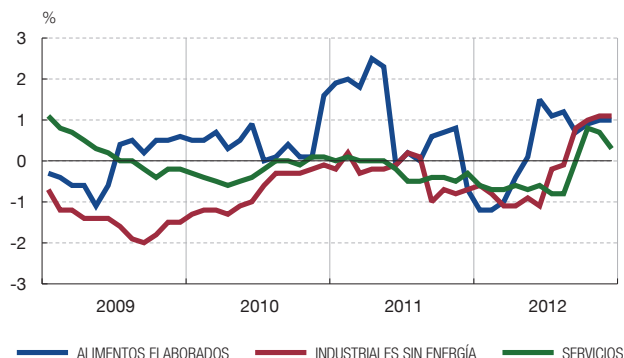
En el cuarto trimestre de 2012, el deflactor del PIB habría mostrado una caída significativa en términos interanuales, que se estima en el  $-1,6\%$ , frente al crecimiento positivo del  $0,5\%$  del trimestre anterior. Desde la óptica de los deflatores de demanda, esta evolución vendría explicada por el impacto de la eliminación de la paga extra de diciembre de los empleados públicos sobre el deflactor del consumo de las AAPP. El comportamiento de los restantes deflatores de demanda no experimentó cambios muy significativos con respecto al tercer trimestre, destacando la ralentización, en casi 1 pp, del deflactor de las importaciones debida a la moderación del precio del petróleo y a la aceleración, estimada en cuatro décimas, en la tasa de crecimiento del deflactor del consumo privado, como consecuencia de la subida de los tipos del IVA.

Al igual que en el caso del deflactor del consumo de los hogares, la tasa de crecimiento del IPC también repuntó en el cuarto trimestre en términos de la tasa media intertrimestral. Sin embargo, si se considera la evolución mensual, se observa una desaceleración notable del IPC en el último trimestre. En concreto, el ritmo de crecimiento de este indicador en diciembre fue del  $2,9\%$ , cinco décimas inferior al de septiembre (véase gráfico 21). Esta evolución fue el reflejo, principalmente, de la trayectoria del componente energético, cuyo crecimiento interanual se redujo entre septiembre y diciembre

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



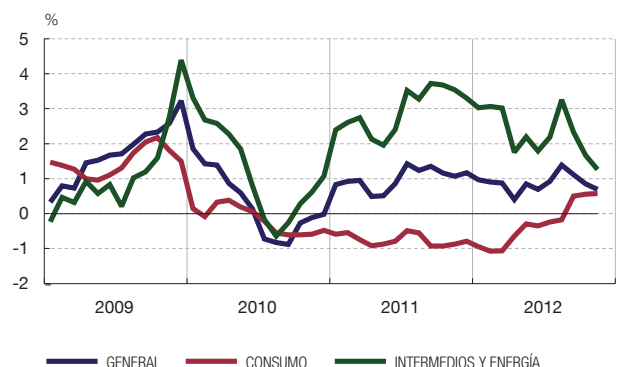
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

en 5,8 pp, hasta el 7,6 %, lo que se explica por el abaratamiento del crudo, pero también por las políticas de fijación de precios de los distribuidores de carburantes, que han conllevado una compresión de sus márgenes durante el trimestre. Los precios de los alimentos no elaborados, por el contrario, se aceleraron en la parte final de 2012, hasta crecer un 3,9 % en diciembre, 1,1 pp más que en septiembre.

La ralentización observada en el indicador general no se trasladó al IPSEBENE, dado que este índice excluye los precios del componente energético, responsables de la moderación del IPC. Así, el IPSEBENE creció en diciembre un 2,1 %, tasa coincidente con la observada en septiembre. Por componentes, la evolución fue dispar. Por un lado, el ritmo de variación de los precios de los servicios mostró una tendencia alcista, alcanzando en diciembre el 2,2 %, frente al 1,8 % de finales del tercer trimestre. En gran parte, este incremento estuvo asociado al incremento de las tasas universitarias. Asimismo, el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados repuntó en dos décimas entre septiembre y diciembre, hasta el 3,1 %, acusando el encarecimiento del aceite. Por el contrario, la variación interanual de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se redujo en medio punto porcentual, hasta el 1,5 %, destacando la moderación de los precios de los automóviles, aunque la ralentización, que se apoyó en el descenso del ritmo de crecimiento de los

Millones de euros y %

	Liquidación					2012: objetivos oficiales (a)
	2011	2011 ene-sept	2012 ene-sept	Variación porcentual 2012/2011 ene-jun	Variación porcentual 2012/2011 ene-sept	Variación porcentual 2012/2011
	1	2	3	4	5=3/2	6
<b>1 RECURSOS TOTALES</b>	379.671	271.161	266.582	-2,3	-1,7	2,3
Recursos corrientes	380.323	274.555	270.050	-1,7	-1,6	2,6
Impuestos sobre producción e importaciones	104.956	78.868	77.761	-3,3	-1,4	0,8
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.626	70.241	70.860	2,4	0,9	10,2
Cotizaciones sociales	140.035	103.676	101.152	-1,8	-2,4	-1,8
Otros recursos corrientes	33.706	21.770	20.277	-6,2	-6,9	3,1
Recursos de capital	-652	-3.394	-3.468	-51,9	-2,2	-99,5
<b>2 EMPLEOS TOTALES</b>	480.111	332.344	331.918	-0,9	-0,1	-3,9
Empleos corrientes	435.514	303.336	302.797	-0,1	-0,2	-0,8
Remuneración de asalariados	123.550	89.054	86.601	-2,4	-2,8	-7,2
Otros gastos en consumo final (b)	92.448	61.075	56.334	-8,1	-7,8	-10,7
Prestaciones sociales (no en especie)	163.809	115.836	120.099	3,6	3,7	4,3
Intereses efectivos pagados	26.120	18.866	22.626	20,6	19,9	33,0
Subvenciones	11.820	7.175	6.224	-14,9	-13,3	-9,3
Otros empleos y transferencias corrientes	17.767	11.330	10.913	0,7	-3,7	-6,5
Empleos de capital	44.597	29.008	29.121	-8,7	0,4	-32,6
Formación bruta de capital	30.696	24.632	15.643	-36,0	-36,5	-35,9
Otros gastos de capital (c)	13.901	4.376	13.478	119,8	—	-33,5
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras (d)	5.136	0	9.963	—	—	—
<b>3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINAN. (3 = 1 - 2)</b>	-100.440	-61.183	-65.336	—	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-9,4	-5,8	-6,2	—	—	—
Administración Central	-3,4	—	-5,2	—	—	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras (d)	-0,5	—	-1,0	—	—	—
Seguridad Social	-0,1	—	-0,2	—	—	—
CCAA	-5,1	—	-0,9	—	—	—
CCLL	-0,8	—	0,2	—	—	—
<b>PRO MEMORIA</b>						
Saldo primario	-74.320	-42.317	-42.710	—	—	—
Empleos totales excl. ayudas a instituc. financieras	474.975	332.344	321.955	—	-3,1	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e IGAE.

- a Plan Presupuestario Bidual (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 recupera 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 hace el supuesto de que afecta únicamente al segundo semestre de dicho año. Para 2012, la cifra se extrae de la Contabilidad Nacional Trimestral.

precios industriales de producción nacional y de importación de estos bienes, tuvo un carácter generalizado.

La moderación de la inflación, medida por el IAPC, fue ligeramente más intensa en España que en el conjunto del área del euro a lo largo del cuarto trimestre, de forma que el diferencial se redujo en una décima entre septiembre y diciembre hasta 0,8 pp (véase gráfico 22). Esta evolución refleja el estrechamiento de los diferenciales de los precios de la energía (1,8 pp) y de los alimentos no elaborados (0,4 pp), que se vio compensado casi en su totalidad por la evolución opuesta del diferencial en términos

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Avance liquidación 2012 (b)	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-nov	2012 ene-nov	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	104.145	-18,2	120.921	16,1	97.396	108.318	11,2
Impuestos directos	53.382	-9,9	53.915	1,0	49.592	44.666	-9,9
IRPF	33.545	-14,7	28.478	-15,1	32.055	24.522	-23,5
Sociedades	16.611	2,5	19.581	17,9	14.611	17.190	17,7
Otros directos (c)	3.227	-13,7	5.856	81,5	2.926	2.954	1,0
Impuestos indirectos	34.644	-33,2	21.805	-37,1	34.815	21.237	-39,0
IVA	25.355	-34,1	14.235	-43,9	26.190	14.901	-43,1
Especiales	6.325	-38,8	4.605	-27,2	5.884	3.623	-38,4
Otros indirectos (d)	2.965	-1,2	2.965	0,0	2.740	2.712	-1,0
Otros ingresos (e)	16.118	-0,8	45.201	180,4	12.990	42.415	—
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	151.095	-15,9	149.209	-1,2	135.863	136.056	0,1
Personal	27.420	1,7	27.138	-1,0	23.767	23.834	0,3
Compras	4.319	-6,8	3.404	-21,2	3.308	2.586	-21,8
Intereses	22.204	13,1	26.572	19,7	21.955	25.537	16,3
Transferencias corrientes	79.892	-23,7	80.084	0,2	72.905	75.217	3,2
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	0	—	—	—	—
Inversiones reales	6.895	-21,5	7.238	5,0	5.472	4.851	-11,3
Transferencias de capital	10.365	-30,4	4.773	-53,9	8.455	4.030	-52,3
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 – 2)</b>	-46.950	—	-28.288	—	-38.467	-27.738	—
PRO MEMORIA: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
<b>TOTAL</b>	<b>154.690</b>	<b>1,7</b>	<b>158.990</b>	<b>2,8</b>	<b>145.443</b>	<b>147.060</b>	<b>1,1</b>
IRPF	69.803	4,2	72.588	4,0	65.226	65.910	1,0
Sociedades	16.611	2,5	19.581	17,9	14.611	17.190	17,7
IVA	49.302	0,5	48.293	-2,0	48.126	47.216	-1,9
Impuestos especiales	18.974	-4,2	18.528	-2,3	17.480	16.745	-4,2

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de caja.

b Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2013.

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

d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

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

del IPSEBENE, que se amplió en 0,3 pp en ese período. Los diferenciales de los precios de los servicios, bienes industriales no energéticos y alimentos elaborados se situaron, respectivamente, en 0,3 pp, 1,1 pp y 1,0 pp en el mes de diciembre.

El índice de precios industriales moderó su ritmo de avance en el tramo final de 2012, registrando una tasa del 2,8 % en noviembre, 1 pp por debajo del incremento de agosto. Los precios de importación y exportación de productos industriales mostraron un comportamiento análogo, con desaceleraciones respectivas de 1,4 pp y 0,5 pp entre esos meses, evolución que se explica, asimismo, por la trayectoria descendente del componente energético.

Las Comunidades Autónomas (CCAA), por la importancia de sus responsabilidades de ingresos y gastos públicos, desempeñan un papel primordial en el proceso de consolidación presupuestaria. Así, las CCAA reciben la mitad de los ingresos por el IRPF y el IVA y cerca del 60 % de los impuestos especiales, mientras que, por el lado del gasto, y según la última información oficial publicada correspondiente al tercer trimestre de 2012, son responsables de algo más del 60 % del gasto público en remuneración de asalariados y en compras de bienes y servicios y de en torno a un tercio de la inversión del conjunto de las AAPP.

Según los objetivos establecidos, el déficit de las CCAA en términos de Contabilidad Nacional (CN) debería situarse en el -1,5 % y el -0,7 % del PIB en 2012 y 2013, respectivamente. En los últimos meses de 2012, las CCAA han presentado sus proyectos de presupuestos para el año 2013. En el cuadro adjunto se agrega esta información, con la excepción de la relativa a las comunidades autónomas de Cataluña, Galicia y el País Vasco (al haberse retrasado el calendario de presentación de sus presupuestos por la celebración de procesos electorales) y de Navarra (cuyo presupuesto fue recha-

zado por su Parlamento)<sup>1</sup>. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que las cifras del cuadro citado se refieren a los presupuestos iniciales y que no se dispone de la liquidación del año 2012. Cuando se producen desviaciones significativas en relación con los presupuestos iniciales, las tasas de variación sobre presupuestos iniciales dejan de ser, lógicamente, relevantes. Esta salvedad puede ser importante este año, dado que los presupuestos iniciales de las CCAA de 2012, presentados a finales de 2011, fueron objeto de modificaciones importantes con posterioridad, como consecuencia, sobre todo, de la aprobación de los planes de ajuste de numerosas CCAA en la primera mitad del año<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Estas cuatro CCAA han visto prorrogados los presupuestos del año anterior.

<sup>2</sup> De hecho, en el cuadro 8 del texto principal de este informe se presenta lo que se denomina «presupuesto definitivo» de las CCAA del año 2012, que, en relación con los presupuestos iniciales, incorpora las novedades mencionadas en el texto, así como un conjunto de homogeneizaciones contables de los presupuestos de las CCAA realizadas por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas para facilitar la comparación de la información. No se dispone, sin embargo, de momento, de un cuadro similar para el ejercicio 2013, por lo que se ha optado por efectuar la comparación en términos de presupuestos iniciales.

m€ y %

	2009	2010	2011	2012	2013	Tasas de variación			
						2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	114.116	105.707	103.262	100.701	95.196	-7,4	-2,3	-2,5	-5,5
Ingresos corrientes	106.496	98.778	95.948	95.170	89.264	-7,2	-2,9	-0,8	-6,2
Impuestos directos	25.651	20.315	28.241	27.313	26.542	-20,8	39,0	-3,3	-2,8
Impuestos indirectos	32.460	26.312	37.864	37.148	36.788	-18,9	43,9	-1,9	-1,0
Tasas, precios y otros ingresos	3.386	3.382	3.550	3.155	3.467	-0,1	5,0	-11,1	9,9
Transferencias corrientes	44.634	48.441	26.042	26.961	22.034	8,5	-46,2	3,5	-18,3
Ingresos patrimoniales	365	328	252	593	434	-10,1	-23,3	135,6	-26,8
Ingresos de capital	7.619	6.929	7.314	5.531	5.932	-9,1	5,6	-24,4	7,2
Enajenación de inversiones reales	504	462	1.714	477	1.638	-8,2	—	-72,2	—
Transferencias de capital	7.116	6.466	5.599	5.054	4.293	-9,1	-13,4	-9,7	-15,0
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	121.014	120.258	111.716	109.149	101.638	-0,6	-7,1	-2,3	-6,9
Pagos corrientes	97.377	97.981	94.043	95.189	91.093	0,6	-4,0	1,2	-4,3
Gastos de personal	41.059	41.626	39.373	39.462	37.047	1,4	-5,4	0,2	-6,1
Gastos corrientes en bienes y servicios	16.490	16.407	15.674	15.888	15.852	-0,5	-4,5	1,4	-0,2
Gastos financieros	1.655	2.249	2.653	3.902	5.613	35,9	18,0	47,0	43,9
Transferencias corrientes	38.173	37.700	36.343	35.894	32.511	-1,2	-3,6	-1,2	-9,4
Fondo de contingencia y otros imprevistos	0	0	0	43	70	—	—	—	62,3
Pagos de capital	23.637	22.277	17.673	13.960	10.545	-5,8	-20,7	-21,0	-24,5
Inversiones reales	11.798	9.694	7.334	5.407	4.120	-17,8	-24,4	-26,3	-23,8
Transferencias de capital	11.839	12.582	10.339	8.553	6.425	6,3	-17,8	-17,3	-24,9
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (1 - 2)</b>	-6.899	-14.551	-8.454	-8.448	-6.442	—	—	—	—
% del PIB	-0,7	-1,4	-0,8	-0,8	-0,6	—	—	—	—

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

a No incluye las comunidades de Cataluña, Galicia, Navarra y País Vasco.

De acuerdo con esta información, se prevé un déficit presupuestario del conjunto de CCAA del -0,6% del PIB en 2013, debido a una disminución de los gastos del 6,9%, que contrapesaría una caída de los ingresos del 5,5%. En este último caso, se reducen todas las partidas, con la excepción de las tasas y los ingresos derivados de la enajenación de bienes reales, que aumentan de forma significativa. En cuanto a los gastos, se presupuestan caídas en todos los capítulos, tanto corrientes como de capital, con la excepción de los pagos por intereses, que aumentarían un 43,9%. En concreto, destaca la reducción de los gastos de personal —del 6,1%—, que —dado que, como se señaló con anterioridad, la comparación se efectúa con los presupuestos iniciales de 2012— estaría recogiendo

el impacto ya observado de algunos de los recortes aprobados por las CCAA durante 2012<sup>3</sup>, así como una disminución del 24% de los pagos de capital. De esta forma, las inversiones reales se situarían a finales de 2013 en un nivel de prácticamente un tercio de lo presupuestado en 2008.

3 En efecto, como se observa en el cuadro adjunto, los presupuestos iniciales de las CCAA para 2012 preveían un incremento de los gastos de personal del 0,2% (respecto a los presupuestos iniciales para 2011), mientras que, con la información hasta octubre de 2012 (véase cuadro 8 del texto principal de este informe), esta partida se reduce un 4,5%, por lo que la previsión presupuestaria de 2013 estaría incorporando, al menos parcialmente, esta reducción observada de los gastos de personal en 2012.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

Los últimos datos relativos a la actuación de las AAPP en términos de CN corresponden al tercer trimestre de 2012 (véase cuadro 5). No obstante, se dispone de información parcial, principalmente en términos de contabilidad presupuestaria, correspondiente al cuarto trimestre, en particular la relativa a la ejecución presupuestaria del Estado, los tributos compartidos por el Estado y las Administraciones Territoriales (AATT) y la Seguridad Social, hasta noviembre (véanse cuadros 6 y 7). Por su parte, los datos más recientes disponibles para las CCAA se refieren al período de enero-octubre (véase cuadro 8). De acuerdo con esta información, el conjunto de las AAPP habría registrado en el período de enero-septiembre de 2012 un déficit de CN de 65 mm (6,2% del PIB anual), cerca de medio punto porcentual de PIB más elevado que durante el mismo período del año anterior, aunque debe tenerse en cuenta que en 2012 se incluye el impacto derivado de determinadas ayudas a instituciones financieras que aumentaron el gasto público (a través de la partida de transferencias de capital) en una cuantía de un 1% del PIB.

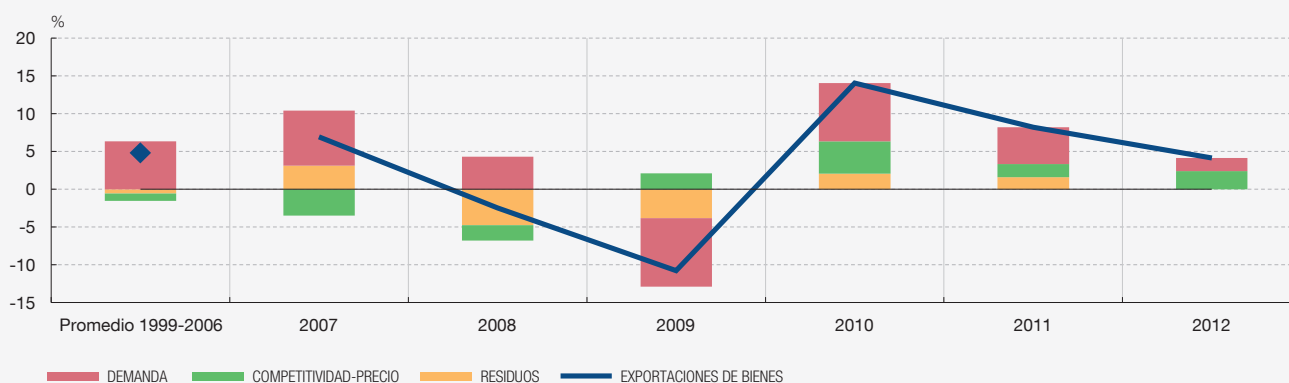
Los datos disponibles para octubre y noviembre apuntan hacia un ajuste sustancial en el déficit en el tramo final del año, lo que resulta coherente con que una buena parte de las medidas presupuestarias aprobadas durante el ejercicio y destinadas a reducir el déficit público hayan concentrado su impacto en los últimos meses de 2012. Así, en el ámbito de los ingresos públicos, según la Agencia Tributaria, se habrían recaudado solo en octubre y noviembre en torno a 7 mm adicionales por medidas impositivas, frente a los 1,5 mm ingresados hasta septiembre. Dichas medidas incluyen el aumento de los tipos del IVA que entró en vigor el 1 de septiembre, así como distintos cambios normativos con impacto en la recaudación del IRPF, el impuesto sobre sociedades y otros impuestos (entre los que se encuentra el gravamen especial de regularización de activos ocultos). Por el lado del gasto, la eliminación de la paga extra de Navidad de los empleados públicos, con efectos principalmente en diciembre, habría supuesto un ahorro superior a los 5 mm, mientras que la decisión del Gobierno de suspender el ajuste de las pensiones a la desviación de la inflación de noviembre con respecto a la revalorización inicial habría conllevado un menor gasto de unos 2 mm. También cabría esperar un cierto impacto adicional en el cuarto trimestre derivado de la aplicación de los planes de consolidación fiscal de las distintas AATT, aunque no se dispone de una cuantificación oficial del mismo.

Las exportaciones españolas de bienes han presentado un comportamiento relativamente positivo en los últimos años, a pesar de la creciente competencia de los países emergentes y de la ralentización de algunos de nuestros principales socios comerciales. Las ganancias de competitividad precio-coste acumuladas frente a los principales competidores —reflejo de la devaluación interna que está experimentando la economía española— y la evolución de nuestros mercados de exportación explicarían

este buen comportamiento (véase gráfico 1)<sup>1</sup>. Con todo, recientemente, el dinamismo de las ventas de España al resto del mundo parece haber sido sistemáticamente superior al que sería compatible con el efecto promedio histórico de estas dos últimas variables,

1 C. García *et al.* (2008): «Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

1 EXPORTACIONES DE BIENES REALES Y SUS PRINCIPALES DETERMINANTES: CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

1 EXPORTACIONES DE BIENES DE ESPAÑA

En términos nominales

	Estructura de las exportaciones. Porcentaje sobre el total (%)				Tasas de variación interanual (%)		Contribuciones a la tasa de variación (%)	
	2000	2007	2011	2012 ene-oct	2011	2012 ene-oct	2011	2012 ene-oct
Europa	78,2	77,1	73,6	70,6	14,0	-0,4	10,4	-0,3
UE	73,4	70,7	66,0	62,7	12,6	-1,2	8,6	-0,8
Zona del euro (UEM 17)	60,4	57,1	52,8	49,6	9,6	-2,1	5,3	-1,1
Resto UE	12,9	13,7	13,3	13,1	26,6	2,4	3,2	0,3
Resto de Europa	4,8	6,4	7,6	7,9	27,3	7,2	1,9	0,6
América del Norte (a)	6,6	6,1	5,6	6,1	17,3	-5,4	1,0	-0,3
América Latina (a)	4,4	3,1	4,2	4,8	26,2	20,0	1,0	0,8
Resto de América	0,4	0,4	0,1	0,1	-2,0	-9,7	0,0	0,0
Asia	5,8	6,1	7,9	8,4	20,9	15,3	1,6	1,2
China	0,4	1,1	1,6	1,7	28,0	11,3	0,4	0,2
África	3,3	4,4	5,4	6,7	11,6	31,0	0,7	1,7
Norte de África	2,3	3,1	3,9	5,0	10,8	35,9	0,4	1,4
Magreb	2,0	2,8	3,5	4,5	13,8	35,5	0,5	1,2
Oceanía	0,4	0,7	0,8	1,1	38,3	41,2	0,3	0,3
Sin determinar	0,8	2,1	2,3	2,1	26,7	-6,9	0,6	-0,2
<b>TOTAL MUNDIAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>15,4</b>	<b>4,2</b>	<b>15,4</b>	<b>4,2</b>

FUENTE: Ministerio de Economía y Competitividad.

a México se incluye en América del Norte.



competitividad precio-coste y mercados de exportación. Esto último sugiere la existencia de otros factores, de muy diferente naturaleza y difíciles de recoger en las ecuaciones de demanda de exportación, que estarían contribuyendo positivamente al avance de las exportaciones españolas de bienes. Entre ellos, cabría mencionar las mejoras en la competitividad no-precio, los aumentos en la variedad de productos exportados, los cambios en la orientación geográfica de las exportaciones o la ampliación de la base exportadora, esto es, del número de empresas españolas que exportan.

Los cambios en la estructura productiva de un país, propiciados por la reasignación de factores productivos entre sectores, se producen de forma gradual, por lo que parece poco probable que la composición por productos de las exportaciones españolas haya cambiado considerablemente desde el inicio de la crisis. En cambio, sí se observa una reorientación de las exportaciones españolas hacia mercados de fuera de la zona del euro. Según los datos agregados de Aduanas, las exportaciones, en términos nominales, crecieron en los diez primeros meses de 2012 un 4,2 % en tasa interanual (un 15,4 % en 2011). Este aumento se explica por el buen comportamiento de las ventas dirigidas fuera de la zona del euro, ya que las ventas a la UEM descendieron en dicho período (-2,1 %) (véase cuadro 1). Concretamente, las exportaciones a América Latina, Asia y África explican la mayor parte del crecimiento registrado por las ventas al exterior de bienes en el período de enero-octubre de 2012, con tasas de variación del 20 %, 15,3 % y 31 %, respectivamente. La reorientación de las exportaciones españolas se ha producido, en particular, hacia áreas más cercanas culturalmente — América Latina— y geográficamente —Norte de África—, que son zonas con una demanda más dinámica que la media mundial<sup>2</sup>.

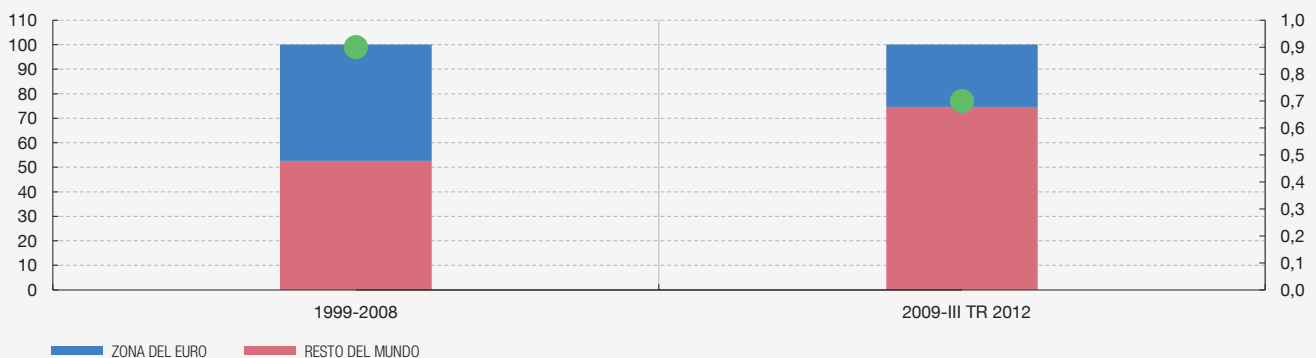
2 Este patrón de diversificación sería consistente con lo que sugieren los modelos de gravedad. Véase C. Martín (2011), «Un análisis del destino geográfico de las exportaciones españolas de bienes a través de una ecuación de gravedad». *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España .

Desde el año 2007, antes del colapso del comercio mundial que tuvo lugar en la parte final de 2008, el peso de las ventas a América Latina y África en el total de las exportaciones españolas de bienes ha aumentado en 1,7 pp y 2,3 pp, respectivamente, hasta alcanzar el 4,8 % (6,3 % si se incluye México) y el 6,7 % del total en los diez primeros meses de 2012<sup>3</sup>. Gracias en parte a esta mayor diversificación geográfica, la aportación del sector exterior al PIB ha sido más positiva en los últimos años. Concretamente, en torno al 75 % de la aportación del total de las exportaciones al crecimiento del PIB entre 2009 y el tercer trimestre de 2012 —equivalente a unos 2 pp del PIB (según la CNTR)— se ha explicado por el aumento de las exportaciones fuera del área del euro, frente a poco más del 55 % en el período de 1999-2008 (véase gráfico 2).

Este proceso de diversificación de las exportaciones se ha producido en paralelo al aumento del número de empresas exportadoras españolas hacia mercados emergentes y áreas en desarrollo, que, dada la debilidad de la demanda interna y de algunos de sus mercados tradicionales más importantes, como Italia y Portugal, se están viendo obligadas a buscar nuevos mercados<sup>4</sup>. Según los datos publicados por el ICEX, elaborados a partir de información de Aduanas, el número de compañías exportadoras españolas ha crecido significativamente en los últimos años, a un promedio anual del 6,1 % entre 2008 y 2011, alcanzando casi las 123.000 empresas al final de ese

- 3 En el mismo período, las exportaciones a la zona del euro han reducido su peso en las exportaciones españolas en 7,5 pp, mientras que las dirigidas a Asia han aumentado en 2,3 pp, hasta el 8,4 %. En este último caso, a pesar del aumento, las exportaciones siguen siendo inferiores a lo que justificarían las características de ambos mercados.
- 4 Algunos trabajos encuentran que en España la demanda nacional influye negativamente en el volumen exportado. Véase C. Martínez-Mongay y L. Á. Maza (2009), *Competitiveness and growth in the EMU: The role of the external sector in the adjustment of the Spanish economy*, Economic Papers, n.º 355, *European Economy*.

2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB. EXPORTACIONES DE BIENES. PORCENTAJE ZONA DEL EURO-RESTO DEL MUNDO (a)



FUENTE: Estimación propia a partir de los datos de Aduanas.

a. Los puntos representan la aportación anual media de las exportaciones de bienes al crecimiento del PIB en pp (eje derecho).

período<sup>5</sup>. Además de esta ampliación de la base exportadora, se observa una diversificación de la misma. Así, mientras que en el año 2007 solo el 17 % de las empresas exportadoras españolas vendían sus productos en América Latina, en 2011 lo hacía un 22 % (véase gráfico 3)<sup>6</sup>. Este porcentaje es aún mayor en el caso de las empresas que exportan hacia África y a Asia, de un 32 % y un 25 % del total en 2011, respectivamente, frente a un 30 % y un 22 % en 2007<sup>7</sup>. Algunos países de estas áreas (concretamente, Brasil, China, India, Argelia y Marruecos) se incluyen en los Planes Integrales de Desarrollo de Mercados puestos en marcha por el Gobierno español para fomentar las relaciones comerciales y económicas con determinados países.

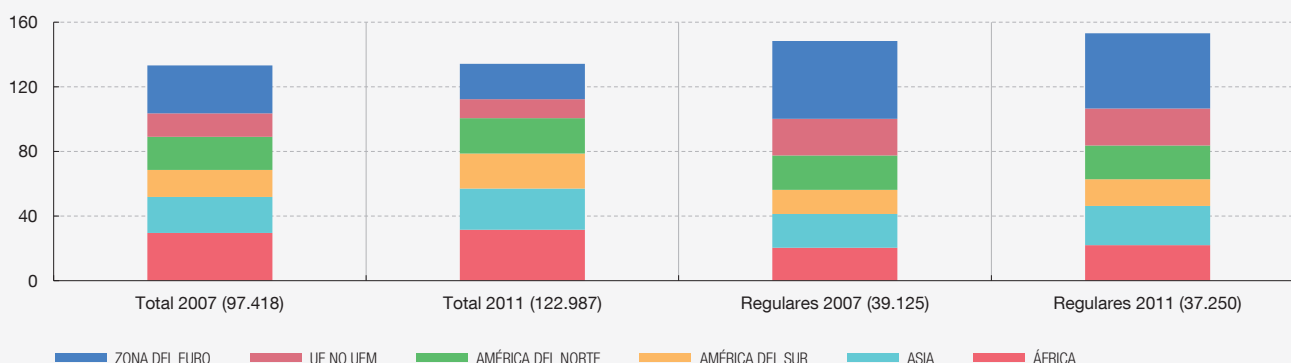
A pesar de la mayor diversificación geográfica de la base exportadora alcanzada en los últimos años, la zona del euro sigue el destino principal de nuestras exportaciones, a donde se dirigie-

ron el 53 % del total de nuestras ventas al exterior en 2011, si bien solo un 22 % de nuestras empresas exportadoras vendieron sus productos en dicha área. Por el contrario, y a pesar del elevado número de empresas que exportan a América del Sur, África y Asia, las ventas de bienes a estas áreas continúan teniendo un peso muy reducido en el total de nuestras exportaciones (un 4,2 %, un 5,4 % y un 7,9 %, respectivamente, en 2011). Este resultado podría estar reflejando que las empresas españolas tienen dificultades para consolidar su presencia en estos mercados una vez que comienzan a exportar a los mismos. La evidencia empírica internacional encuentra una relación positiva entre la duración de una relación comercial —estabilidad— y el volumen de exportación que la empresa destina a esos mercados<sup>8</sup>. Según la información del ICEX, las empresas que exportan de forma regular (el 30,3 % del total en 2011)<sup>9</sup>, y que concentran el grueso del volumen exportado (un 91,5 % del total en dicho año), muestran una diversificación geográfica inferior a la del total de la base exportadora. Concretamente, de las empresas que exportaron a la zona del euro en 2011, en torno al 65 % lo hicieron de forma regular, frente al 23 % en el caso de América Latina, el 21 % de África y el 29 % de Asia. Estos bajos porcentajes indican un elevado potencial para el aprovechamiento adicional de las mejores perspectivas de crecimiento de estas áreas.

5 Los datos provisionales referidos al período de enero-octubre de 2012 indicarían que el número de empresas exportadoras habría continuado aumentando en dicho período, a una tasa del 12 % interanual, similar a la registrada durante el conjunto de 2011.  
 6 Una misma empresa puede exportar a más de una zona, de ahí que la suma de las empresas por áreas sea superior al total.  
 7 Por países de destino, en el continente africano destacan Marruecos (casi un 50 % de las empresas españolas que exportan a África lo hacen a este país) y Argelia (un 10%). Además, existen otros países hacia los que las exportaciones de bienes de España han crecido mucho. Concretamente, las ventas de bienes a Túnez, Libia, Egipto, Nigeria y Sudán registraron tasas superiores a dos dígitos en los diez primeros meses de 2012. Respecto al número de empresas, la información del ICEX no incluye estos países.

8 T. Besedes and T. J. Prusa (2010), *The role of Extensive and Intensive Margins and Export Growth*, NBER WP series, n.º 13.628.  
 9 Una empresa regular es aquella que ha exportado durante los cuatro últimos años consecutivos.

3 NÚMERO DE EMPRESAS EXPORTADORAS (a) (%/total)



FUENTES: ICEX con base en datos de Aduanas.

a Una empresa puede exportar a más de una zona o país, por lo que la suma del porcentaje de empresas que exportan a las distintas áreas es superior a 100.

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-oct	2012 ene-oct	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	118.019	-1,3	119.883	1,6	97.458	97.189	-0,3
Cotizaciones sociales	106.258	-1,4	107.725	1,4	87.551	85.722	-2,1
Transferencias corrientes	8.338	-3,8	8.930	7,1	7.283	8.564	17,6
Otros ingresos	3.424	8,3	3.228	-5,7	2.623	2.902	10,6
2 PAGOS NO FINANCIEROS	118.436	2,3	119.863	1,2	92.448	94.662	2,4
Personal	2.360	-1,4	2.358	-0,1	1.886	1.861	-1,3
Compras	1.561	-6,5	1.541	-1,3	1.190	1.088	-8,5
Transferencias corrientes	114.244	2,6	115.664	1,2	89.215	91.648	2,7
Pensiones contributivas	99.534	4,0	101.954	2,4	77.799	81.269	4,5
Incapacidad temporal	6.241	-7,3	5.799	-7,1	4.357	3.848	-11,7
Resto	8.469	-5,2	7.911	-6,6	7.059	6.531	-24,7
Otros gastos	272	-23,6	300	10,5	158	65	-59,0
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	-417	—	20	—	5.009	2.527	—
PRO MEMORIA							
Servicio Público de Empleo Estatal							
Cotizaciones sociales	20.486	1,4	20.330	-0,8	16.497	16.206	-1,8
Prestaciones desempleo	30.000	-7,0	28.503	-5,0	24.902	26.261	5,5
Sistema Seguridad Social y SPEE							
Cotizaciones sociales	126.743	-1,0	128.055	1,0	104.048	101.928	-2,0

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

Como resultado de estas medidas, si bien los ingresos de las AAPP mostraban una caída acumulada del 1,7 % hasta septiembre de 2012 en términos de CN (véase cuadro 5), los datos más recientes relativos al total de impuestos (Estado y participación de las AATT) hasta noviembre, en términos de contabilidad presupuestaria, anticiparían una mejoría sustancial en el cuarto trimestre, dado que el agregado de dichas cifras de ingresos, incluyendo la recaudación por impuesto sobre sociedades del Estado, pasó de registrar una caída cercana al 2 % hasta septiembre a un aumento ligeramente superior al 1 % hasta noviembre (véase cuadro 6). Estos datos se encuentran todavía por debajo de la previsión proporcionada por el Gobierno en el Avance de Liquidación para 2012, que, en el caso particular de estos impuestos, asumía un aumento del 2,8 % en el conjunto del año, si bien las medidas tributarias deberían seguir desplegando sus efectos en diciembre. En particular, hay que tener en cuenta que en este mes se ingresará el tercer pago fraccionado del impuesto sobre sociedades. Por su parte, hay que destacar que los ingresos agregados por cotizaciones sociales del Sistema de la Seguridad Social y del SEPE (véase cuadro 7) continuaron en octubre la tendencia a la baja de los primeros tres trimestres de 2012, con tasas de variación negativas (-2 % hasta octubre, en términos de derechos reconocidos), frente al aumento del 1 % proyectado para el año completo. Finalmente, los ingresos propios de las CCAA (véase cuadro 8) también se habrían acelerado en el período disponible del cuarto trimestre, con un aumento de la tasa acumulada desde el -1,8 % en septiembre al -0,5 % en octubre, cifra todavía alejada del incremento esperado en sus presupuestos (12,6 %).

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Objetivos oficiales 2012 (b)	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-oct	2012 ene-oct	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	126.110	-6,1	138.868	10,1	102.320	103.015	0,7
Ingresos corrientes	120.457	-5,3	130.212	8,1	99.144	100.215	1,1
Impuestos directos	39.873	35,3	49.802	24,9	33.890	42.502	25,4
Impuestos indirectos	46.882	39,0	65.689	40,1	39.109	50.678	29,6
Tasas, precios y otros ingresos	4.769	-14,1	4.539	-4,8	3.689	3.576	-3,1
Transferencias corrientes	28.228	-51,3	9.372	-66,8	22.112	3.084	-86,1
Ingresos patrimoniales	705	70,7	810	14,8	344	375	9,1
Ingresos de capital	5.653	-21,3	8.656	53,1	3.176	2.801	-11,8
Enajenación de inversiones reales	178	-38,1	1.456	—	138	125	-9,2
Transferencias de capital	5.475	-20,6	7.200	31,5	3.038	2.675	-12,0
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	150.211	-4,4	156.645	4,3	116.319	113.793	-2,2
Pagos corrientes	132.490	-1,7	137.301	3,6	104.528	104.567	0,0
Gastos de personal	57.377	-2,4	55.225	-3,8	46.143	44.066	-4,5
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.344	-2,4	31.969	16,9	20.926	24.050	14,9
Gastos financieros	4.555	51,9	6.775	48,7	3.236	4.791	48,1
Transferencias corrientes	43.213	-4,0	42.901	-0,7	34.223	31.660	-7,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	430	—	—	—	—
Pagos de capital	17.721	-20,8	19.344	9,2	11.791	9.226	-21,8
Inversiones reales	7.661	-20,9	8.499	10,9	5.555	4.146	-25,4
Transferencias de capital	10.060	-20,7	10.845	7,8	6.236	5.080	-18,5
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	-24.101	—	-17.777	—	-13.998	-10.778	—
<b>PROMEMORIA</b>							
Ingresos propios	18.972	-10,1	21.356	12,6	15.328	15.254	-0,5
Impuesto sucesiones y donaciones	2.440	-8,3	1.980	-18,9	2.137	2.271	6,3
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	6.412	-19,3	7.388	15,2	5.396	4.632	-14,2
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.769	-14,1	4.539	-4,8	3.689	3.576	-3,1
Otros (c)	5.351	8,2	7.449	39,2	4.107	4.774	16,2

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Los datos relativos a los Objetivos oficiales proceden de la información sobre ejecución presupuestaria mensual de las CCAA publicada el 20 de diciembre de 2012 por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Dichas cifras son el resultado de diversas modificaciones presupuestarias realizadas por las CCAA sobre los presupuestos iniciales. En el caso de los ingresos, las cifras se corresponden con lo que el Ministerio de Hacienda denomina «Previsiones definitivas». En el caso de los gastos, además de las modificaciones sobre los créditos iniciales, las CCAA han alterado los créditos totales declarando algunos como no disponibles. Las cifras de gastos contenidas en esta columna se han calculado como la diferencia entre los Créditos totales (Créditos iniciales + Modificaciones de crédito) y los Créditos declarados no disponibles.

c Incluye: (1) Resto de impuestos directos, incluido Patrimonio; (2) IGIC y AIEM; (3) Resto de impuestos indirectos; (4) Ingresos patrimoniales; (5) Enajenación de inversiones reales, y (6) Impuestos correspondientes a la Comunidad Foral de Navarra: IRPF, IVA, impuesto sobre sociedades e impuestos especiales.

Por el lado del gasto, en los tres primeros trimestres de 2012 se produjo una reducción del gasto de las AAPP en términos de CN superior al 3 %, excluyendo el efecto derivado de las ayudas al sector financiero, o tan solo del -0,1 %, si se incluyen. Los indicadores parciales disponibles correspondientes al cuarto trimestre muestran un mantenimiento de la senda de ajuste en los gastos en consumo final y en la inversión pública, que, en el primer caso, se vería acentuada por la supresión de la paga extra de diciembre de los empleados públicos. En dirección contraria, las prestaciones sociales, tanto las relacionadas con el desempleo como las pensiones contributivas, se habrían acelerado en el período de octubre-noviembre. En cuanto al pago de intereses de la deuda, los datos

Millones de euros

		Enero-Octubre		Tasa de variación
		2011	2012	2012/2011(b)
Ingresos	Cuenta corriente	318.221	324.846	2,1
	Mercancías	184.684	191.722	3,8
	Servicios	86.573	91.936	6,2
	Turismo	38.264	38.595	0,9
	Otros servicios	48.310	53.340	10,4
	Rentas	33.752	28.830	-14,6
	Transferencias corrientes	13.211	12.358	-6,5
	Cuenta de capital	5.611	5.997	6,9
	Cuentas corriente + capital	323.832	330.843	2,2
Pagos	Cuenta corriente	349.880	339.756	-2,9
	Mercancías	218.705	214.931	-1,7
	Servicios	56.081	57.344	2,3
	Turismo	10.345	9.972	-3,6
	Otros servicios	45.736	47.372	3,6
	Rentas	54.523	46.353	-15,0
	Transferencias corrientes	20.572	21.128	2,7
	Cuenta de capital	1.157	1.070	-7,5
	Cuentas corriente + capital	351.037	340.826	-2,9
Saldos	Cuenta corriente	-31.659	-14.910	16.749
	Mercancías	-34.021	-23.209	10.812
	Servicios	30.493	34.591	4.099
	Turismo	27.919	28.623	705
	Otros servicios	2.574	5.968	3.394
	Rentas	-20.770	-17.523	3.247
	Transferencias corrientes	-7.361	-8.770	-1.409
	Cuenta de capital	4.454	4.927	473
	Cuentas corriente + capital	-27.205	-9.983	17.222

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

disponibles de CN para el conjunto de las AAPP hasta septiembre (y para el Estado hasta noviembre) muestran un crecimiento elevado, aunque más moderado que el implícito en las previsiones oficiales para 2012.

En resumen, la información disponible para octubre y noviembre de 2012 evidencia una sustancial mejora de los ingresos de las AAPP con respecto a los datos disponibles hasta finales del tercer trimestre de 2012, aunque todavía por debajo de las previsiones oficiales, así como una continuación de las dinámicas de ajuste del gasto observadas hasta septiembre. El cumplimiento de este objetivo dependerá de que las medidas de consolidación fiscal hayan generado los efectos esperados en el tramo final del año. En relación con 2013, en los últimos meses se han dado a conocer los presupuestos iniciales de las CCAA para ese año. El recuadro 4 resume la información agregada de estos presupuestos.

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

Durante los diez primeros meses de 2012, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital descendió un 63 % con respecto al mismo período del año anterior,

hasta 10 mm de euros (un 1,1 % del PIB; véase cuadro 9). Esta disminución del desequilibrio exterior se explica, fundamentalmente, por la reducción del déficit de la balanza comercial y, en menor medida, por la ampliación del superávit de servicios y la disminución de los pagos netos de rentas al resto del mundo, mientras que, por el contrario, se incrementó el déficit de transferencias corrientes. En concreto, el déficit de la balanza comercial disminuyó un 32 %, hasta los 23,2 mm de euros, debido a la notable mejora del saldo no energético, que alcanzó un superávit, frente al déficit registrado en el mismo período del año anterior. En la dirección opuesta, en el período considerado aumentó la factura energética. Según datos de Aduanas, el déficit energético se amplió hasta 39,7 mm de euros en los diez primeros meses de 2012 (casi 6 mm de euros más que en el mismo período de 2011), mientras que el no energético mejoró hasta registrar un superávit de 11,7 mm de euros (frente al déficit de 5,1 mm de euros de un año antes). El superávit de la balanza de servicios aumentó un 13 %, hasta 34,6 mm de euros, gracias, principalmente, al apreciable incremento del saldo positivo de los servicios no turísticos. Por su parte, el déficit de la balanza de rentas disminuyó un 16 %, hasta 17,5 mm de euros, debido sobre todo a los menores pagos asociados a la inversión de cartera en renta fija, mientras que el saldo negativo de transferencias corrientes se amplió un 19 %, hasta 8,8 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital aumentó un 11 %, hasta 4,9 mm de euros.

## 5.1 Rasgos más destacados

La relajación de las tensiones financieras que se comenzó a observar en agosto y, sobre todo, en septiembre, tras el anuncio y la aprobación de las Operaciones Monetarias de Compraventa, se prolongó durante el último trimestre de 2012. En este contexto, retrocedieron las rentabilidades de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes y las primas de riesgo y se produjeron aumentos de los índices bursátiles nacionales, que vinieron acompañados de una caída de su volatilidad (véase gráfico 23). Concretamente, el tipo de interés del bono español a diez años y su diferencial con respecto al alemán al mismo plazo cerraron el año en el 5,3% y en los 400 pb, respectivamente —frente al 6,1% y los 464 pb de finales de septiembre—. Las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos por las sociedades financieras y no financieras descendieron alrededor de 90 pb. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 se revalorizó un 6%, una evolución algo menos favorable que la del EUROSTOXX 50, que aumentó un 7,4%, pero mejor que la del S&P 500, que se contrajo un 1%. Las pérdidas acumuladas en 2012 por el índice español se redujeron hasta el 4,7%, mientras que el europeo y el estadounidense registraron unas ganancias superiores al 13% en el conjunto del año. En el mercado interbancario, los tipos de interés continuaron decreciendo en todos los plazos, de forma que, a finales del ejercicio, el euríbor a un año se situaba en el 0,54%, 14 pb por debajo del nivel de tres meses antes.

A esta mejoría de la situación financiera en España contribuyeron, además de los factores externos comentados en el epígrafe del área del euro de este Informe, otros elementos idiosincrásicos, entre los que se encuentran, en el ámbito financiero, los avances en el proceso de reestructuración del sistema bancario. Así, durante el cuarto trimestre se aprobaron los planes de reestructuración de las entidades que precisan de ayudas públicas, que supondrán unos importantes ajustes en su actividad y en el tamaño de sus balances. Asimismo, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) transfirió 36.968 millones de euros para recapitalizar las entidades que integran el denominado Grupo 1 (formado por las instituciones nacionalizadas) tras la evaluación positiva del grado de cumplimiento de los compromisos del Memorando de Entendimiento del programa de asistencia financiera llevada a cabo por las autoridades internacionales pertinentes. Al cierre del ejercicio, estas entidades ya habían sido recapitalizadas. Finalmente, se puso en marcha la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria —SAREB, la sociedad gestora de los activos transferidos por los bancos que reciben ayudas públicas, de acuerdo con lo establecido en el citado Memorando—.

En la parte transcurrida de 2013 se ha prolongado la tendencia de mejora en los mercados financieros. En particular, el coste de la deuda pública a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo plazo se han reducido, hasta situarse, en la fecha de cierre de este Informe, en el 5,1% y los 350 pb, respectivamente, los niveles más bajos registrados desde abril de 2012. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 ha experimentado una ganancia del 5,3%, superior a las del EUROSTOXX 50 (2,8%) y del S&P 500 (4,2%).

En el mercado inmobiliario, los últimos datos del precio de la vivienda libre publicados por el Ministerio de Fomento, correspondientes al tercer trimestre de 2012, evidencian una caída interanual del 9,5% (véase gráfico 23). La información más reciente procedente de otras fuentes apunta a que durante los últimos meses del pasado ejercicio se prolongó esta pauta descendente.

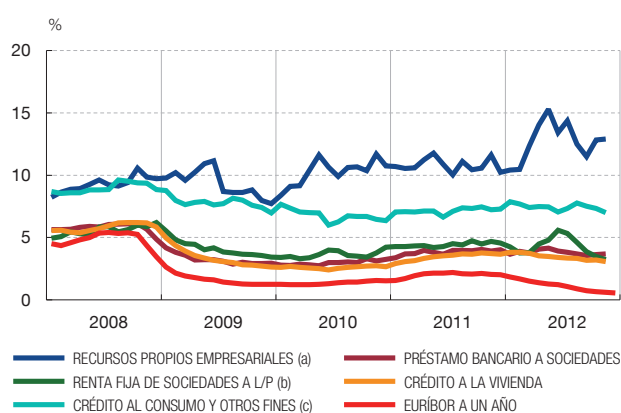
## ÍNDICES BURSÁTILES



## DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



## COSTE DE FINANCIACIÓN



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



FUENTE: 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.

A pesar de la mejoría de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas de financiación bancaria, la información más reciente de los tipos de interés de los préstamos bancarios, referida a noviembre, no evidencia signos de descenso en los diferenciales entre el coste de las nuevas operaciones y las rentabilidades de referencia del mercado interbancario, que se mantienen en niveles históricamente elevados.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a noviembre, muestran unos ritmos de caída similares a los de finales del tercer trimestre en el caso de las familias, y superiores en el de las sociedades no financieras. En particular, la contracción del crédito a hogares se mantuvo, en términos interanuales, en el 3,6 %, ya que el mayor retroceso de los fondos para adquisición de vivienda se vio compensado por el menor descenso de los destinados a consumo y otros fines. La contracción de la deuda de las sociedades, sin embargo, se intensificó en los meses finales del año, hasta alcanzar el 4,6 % en noviembre. En términos intertrimestrales, se observa una pauta similar a la que se deduce de las tasas interanuales. La información más reciente del crédito por finalidades, referida a septiembre, refleja que las disminuciones interanuales del saldo



vivo de la financiación bancaria fueron más intensas que las de tres meses antes en todas las ramas de actividad.

Durante el tercer trimestre apenas variaron los ratios de endeudamiento y de carga financiera de las familias, ya que el descenso de los pasivos se vio compensado por las menores rentas. Además, se prolongó la disminución del patrimonio de los hogares, como consecuencia del retroceso de su componente inmobiliario. En el caso de las sociedades no financieras, de acuerdo con los datos de las Cuentas Nacionales, se habría producido un recorte en los ratios de deuda y de pagos por intereses sobre los excedentes empresariales, ya que la contracción de los pasivos habría venido acompañada de un incremento de los beneficios empresariales. En cambio, la información de la Central de Balances Trimestral (CBT) evidencia una caída sustancial en el resultado ordinario neto de la muestra de compañías colaboradoras (del 24,1 % cuando se compara el acumulado enero-septiembre con el mismo período del año anterior).

La evolución adversa de las rentas de los hogares y de las empresas sigue ejerciendo una elevada presión financiera sobre estos agentes, especialmente sobre los más endeudados. En este sentido, los datos más recientes evidencian nuevos aumentos en los ratios de créditos dudosos, que para el conjunto de los otros sectores residentes se situaron en el 11,4 % en noviembre, 67 pb por encima del registro de septiembre.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos y la contracción de la actividad económica han continuado traduciéndose en nuevos incrementos de los ratios de endeudamiento y carga financiera, hasta situarse en el tercer trimestre en el 77,4 % y el 2,9 % del PIB, respectivamente. La relajación de las tensiones en los mercados financieros de los últimos meses ha mejorado las condiciones de financiación de estos pasivos, lo que se ha reflejado en elevadas peticiones de fondos en las subastas de valores de renta fija y descensos en los costes de emisión.

Los datos procedentes de las cuentas financieras muestran que en el tercer trimestre de 2012 la economía española presentó capacidad de financiación por primera vez desde la entrada de España en la UEM. En términos acumulados de doce meses, continuó registrándose una necesidad de financiación, pero por un importe más reducido que tres meses antes (1,8 % del PIB, frente al 2,7 % registrado entonces) (véase cuadro 10). Este comportamiento obedeció al incremento del ahorro de las instituciones financieras y, sobre todo, de las sociedades no financieras, que compensó la caída del saldo acreedor de los hogares y el ligero avance del saldo deudor de las Administraciones Públicas. Además, la relajación de las tensiones financieras a partir de agosto propició que se volvieran a registrar entradas netas de capital, excluyendo las operaciones del Banco de España (BE), lo que, junto con la capacidad de financiación de la economía, llevó a una reducción de la posición deudora del BE frente al resto del mundo. Los datos más recientes de la Balanza de Pagos, correspondientes a octubre, muestran que en dicho mes los sectores residentes distintos del BE volvieron a captar financiación externa (tanto en términos brutos como netos) (véase recuadro 6).

En resumen, la relajación de las tensiones financieras que se comenzó a observar en los meses de agosto y septiembre se ha prolongado durante el último trimestre de 2012 y en la parte transcurrida de 2013. Ello se ha reflejado en caídas en el coste de la financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas y en un retorno de la inversión de los no residentes en la economía española. Por otra parte, la traslación progresiva del descenso reciente de las rentabilidades interbancarias al coste de la deuda viva referenciada a estos tipos contribuirá a reducir la carga financiera de los hogares y sociedades

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

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

que tienen este tipo de préstamos. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada y persisten ciertos elementos de fragilidad. En particular, las primas de riesgo de los valores de renta fija permanecen en niveles altos y las condiciones de financiación del sector privado no financiero continúan siendo estrictas. Además, la evolución adversa de las rentas sigue dificultando el proceso de desapalancamiento de empresas y familias y elevando la presión financiera soportada por estos agentes.

## 5.2 El sector hogares

El coste de los fondos concedidos a las familias descendió entre septiembre y noviembre, tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda (12 pb, hasta el 3,1 %) como en los destinados a consumo y otros fines, que presenta una mayor variabilidad (51 pb, hasta el 7 %). El diferencial entre estos tipos y las rentabilidades interbancarias de referencia en estas operaciones volvió a elevarse ligeramente (11 pb) en el primer caso, y descendió 45 pb en el segundo.

La financiación de los hogares continuó disminuyendo en noviembre a ritmos similares a los de septiembre (3,6 % en términos interanuales). Esta evolución respondió a una cierta intensificación del retroceso del crédito para adquisición de vivienda (3,5 %, frente al 3,3 % de dos meses antes), que fue compensada por la moderación del descenso del destinado a consumo y otros fines (4,1 %, 0,6 pp menos que en septiembre).

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera sobre la renta bruta disponible (RBD) apenas variaron en el tercer trimestre de 2012, ya que la caída del crédito se vio contrarrestada por la disminución de los ingresos (véase gráfico 24). Asimismo, durante este período se prolongó el perfil descendente de la tasa de ahorro bruto, de la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las amortizaciones y de la riqueza neta, esta última afectada por la pérdida de valor de los activos inmobiliarios.

De acuerdo con las cuentas financieras, en el tercer trimestre de 2012 se intensificó la desinversión en activos financieros que venían efectuando los hogares desde comienzos del pasado año, lo que, en términos acumulados de doce meses, supuso un flujo negativo del 0,9 % del PIB (véase cuadro 11). Las desinversiones fueron generalizadas por instrumentos, aunque adquirieron una mayor intensidad en las rúbricas de valores de renta fija y depósitos. No obstante, la evolución más reciente de estos últimos evidencia un mayor dinamismo, de modo que la tasa

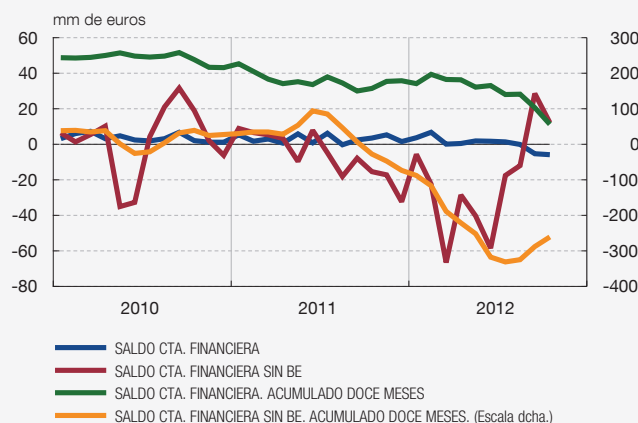
Desde mediados de 2011, la economía española se ha visto seriamente afectada por los distintos episodios de intensificación de la crisis de la deuda soberana del área del euro. El deterioro de la percepción de los inversores internacionales sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas y la solidez del sistema financiero español se ha reflejado en la evolución de la financiación neta del resto del mundo captada por los sectores residentes distintos al Banco de España (BE), que presentó un signo negativo y por un importe muy elevado entre julio de 2011 y el mismo mes de 2012. Los datos más recientes reflejan un cambio en esta tendencia, en el contexto de atenuación de las tensiones financieras comentado en el texto principal de este Informe.

Como se aprecia en el gráfico 1, en términos acumulados de doce meses, las salidas netas de fondos de la economía española, excluyendo el BE, alcanzaron su importe más elevado en julio de 2012 (331 mm de euros, un 31 % del PIB español). Los recursos necesarios para compensar estos movimientos y cubrir las necesidades de financiación de la economía se consiguieron mediante un importante ascenso (359 mm de euros) de los pasivos del BE frente al exterior.

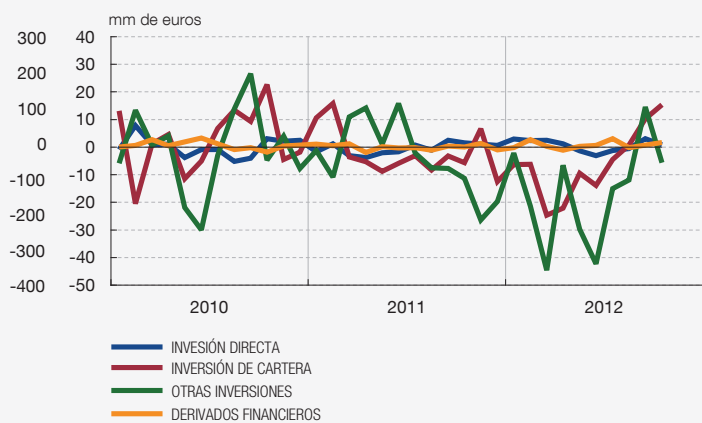
La desagregación por instrumentos (véase gráfico 2) revela que las salidas netas de capitales que se observaron entre julio de 2011 y el mismo mes de 2012 se concentraron en las inversiones en cartera y en la partida «otras inversiones», en la que se incluyen, fundamentalmente, los depósitos interbancarios. Asimismo, estas salidas netas resultaron, fundamentalmente, de la desinversión del resto del mundo en la economía española (292 mm de euros) y solo marginalmente de la inversión de los sectores residentes en activos exteriores (44 mm de euros) (véase gráfico 3).

Las desinversiones en cartera y otras inversiones de los no residentes en España fueron de una magnitud similar (152 mm y 166 mm de euros, respectivamente). En el primer caso, disminuyeron las tenencias de valores emitidos tanto por las denominadas

1 CUENTA FINANCIERA



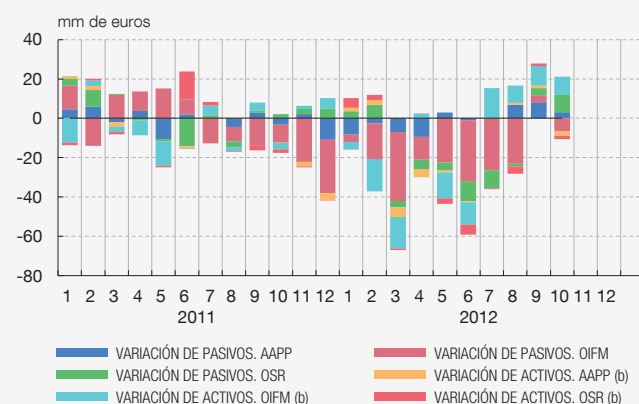
2 CUENTA FINANCIERA (SIN BE) POR SUBCUENTAS



3 CUENTA FINANCIERA SIN BE (a)



4 FLUJOS FINANCIEROS PROCEDENTES DEL EXTERIOR. DESGLOSE SECTORIAL



FUENTE: Banco de España.

a Los derivados financieros se contabilizan como un neto de netos y están asignados a la variación neta de activos.

b La variación de activos mantenidos en el resto del mundo por los agentes residentes se representa con el signo contrario. No incluye la variación de derivados financieros.

«otras instituciones monetarias y financieras»<sup>1</sup> (OIFM) como por las AAPP y los Otros sectores residentes (OSR). En la otra inversión, la caída de las posiciones activas del resto del mundo se concentró en las OIFM, y en concreto en depósitos interbancarios (incluyendo las operaciones que se liquidan a través de entidades de contrapartida central), cuya disminución estaría en parte ligada a la oportunidad que supusieron las subastas extraordinarias del Eurosistema, con unos plazos y costes más favorables que los existentes en el mercado. Así, como muestra el gráfico 2, los retrocesos fueron particularmente elevados en los meses en que se liquidaron dichas subastas (diciembre de 2011 y marzo de 2012), aunque también continuaron en los meses posteriores, en el contexto de la intensificación de las tensiones financieras.

En relación con la evolución de los activos en el exterior, aunque los agentes residentes continuaron reduciendo sus tenencias de valores extranjeros en cartera, como ya venían haciendo de forma más o menos continuada desde mediados de 2007, el flujo de fondos canalizado por esta vía (39 mm de euros) fue inferior a la salida de recursos asociada a la adquisición de activos englobados en la rúbrica «otra inversión» (70,5 mm de euros). El grueso de esta última salida lo protagonizó el sector de las OIFM, en parte como consecuencia de la actividad de la banca extranjera radicada en España, que habría aprovechado también las subastas extraordinarias del Eurosistema para obtener fondos en nuestro país, canalizándolos posteriormente hacia el extranjero (previsiblemente, a sus matrices). La inversión en depósitos del resto de sectores en el resto del mundo, incluidos los hogares y las sociedades no financieras, fue, en cambio, bastante moderada.

Las salidas netas de capitales (excluyendo nuevamente los flujos canalizados a través del BE) se moderaron en agosto, y en los dos meses posteriores (últimos datos disponibles) la economía pasó a captar recursos del exterior por un importe neto acumulado de 41 mm de euros. Ello resultó, a partes prácticamente iguales, tanto de la recuperación de la inversión del exterior en la economía española, que fue positiva por primera vez desde junio de 2011,

como de una liquidación de activos exteriores en manos de los sectores residentes. Además, como se aprecia en el gráfico 4, en septiembre todos los sectores captaron fondos del exterior, lo que no ocurría desde abril de 2011, y en octubre lo volvieron a hacer todos, excepto las OIFM. Por instrumentos, la recuperación se concentró en la inversión en cartera (25,6 mm), mientras que los flujos canalizados a través de la otra inversión y la inversión directa también fueron positivos, pero por importes mucho más moderados (8,9 mm y 3,9 mm). Por lo que respecta a la primera, la adquisición de títulos emitidos por las AAPP y los OSR por parte de los no residentes pasó a ser positiva, mientras que los agentes residentes volvieron a deshacer posiciones en el resto del mundo. La inversión directa (que incluye, fundamentalmente, la materializada en acciones y otros títulos representativos del capital distintos a estas, la financiación de empresas relacionadas y de inmuebles) del resto del mundo en España también fue positiva, y se concentró en el sector OSR, mientras que la de los residentes en el exterior fue negativa, como resultado de una desinversión de las IFM superior al flujo positivo que esta partida mostró para los OSR. Por su parte, en septiembre la captación neta de fondos a través de la otra inversión (14,5 mm) fue resultado tanto del retroceso de los depósitos interbancarios mantenidos por las OIFM residentes en el resto del mundo como de un incremento de los depósitos de los agentes foráneos en entidades de crédito españolas. En octubre, en cambio, el importe neto de recursos captados a través de esta vía pasó a ser negativo (-5,6 mm).

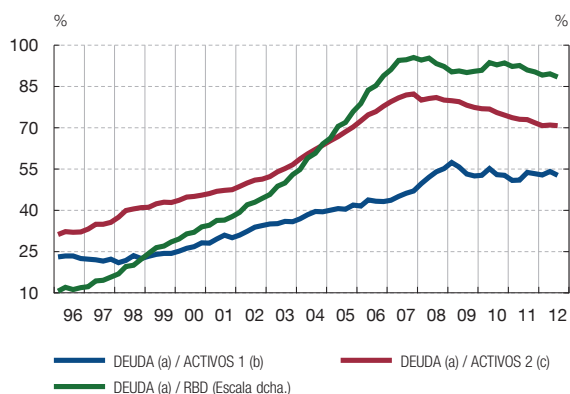
En resumen, los abultados flujos netos de salida de capitales que se registraron entre mediados de 2011 y julio de 2012 en España respondieron, fundamentalmente, a la desinversión del resto del mundo en instrumentos emitidos por los agentes nacionales. Este fenómeno reflejó los problemas de confianza de los inversores extranjeros en nuestra economía, en un contexto de tensiones financieras elevadas, que dificultaban la renovación de los fondos prestados. La relajación posterior de las tensiones ha favorecido el retorno de la inversión exterior a nuestro país, lo que evidencia una cierta recuperación de la confianza del resto del mundo en nuestra economía. Ese retorno, unido a la generación de una capacidad de financiación por parte de la economía en los últimos meses, está permitiendo un descenso de los pasivos exteriores del BE.

<sup>1</sup> Estas incluyen las instituciones financieras y monetarias distintas del banco central.

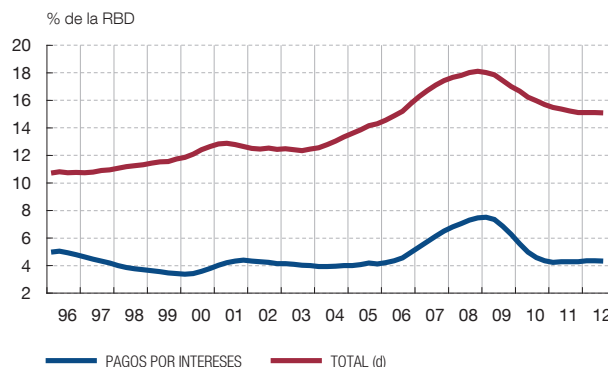
de variación interanual pasó del -3,2 % en septiembre al 0,1 % en noviembre (último dato disponible). Esta evolución está ligada no solo al desplazamiento de fondos desde valores de renta fija (revertiendo el proceso inverso que se observó durante los doce meses previos), sino también a un incremento genuino de la inversión de las familias en pasivos bancarios.

Finalmente, la última información disponible sobre el porcentaje de créditos dudosos de este sector, referida al tercer trimestre, evidencia un aumento tanto en el caso de los concedidos para adquisición de vivienda —de 40 pb, hasta el 3,6 %— como en el de los destinados a consumo y otros fines —de 88 pb, hasta el 8,5 %—.

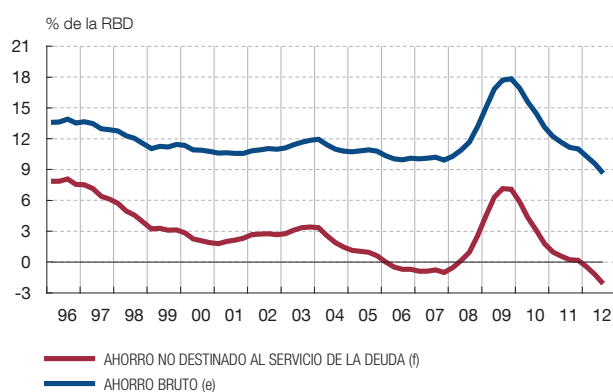
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



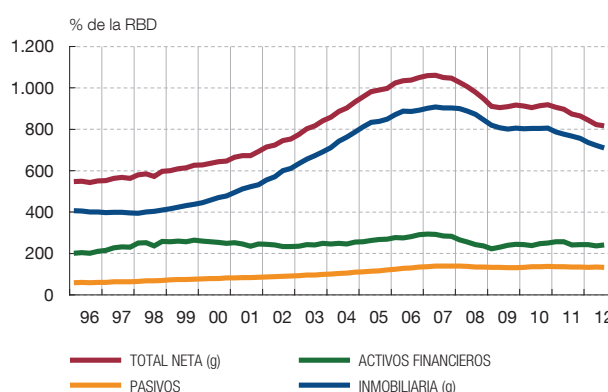
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



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

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

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

La obtención de fondos por parte de las sociedades no financieras a través del crédito bancario se encareció entre septiembre y noviembre, tanto en el caso de las operaciones por un importe inferior a un millón de euros (8 pb, hasta el 5,6%) como en el de las de mayor cuantía (17 pb, hasta el 2,7%). También aumentó el coste de los pagarés y los recursos propios (105 pb y 141 pb, respectivamente), mientras que el de los valores de renta fija a largo plazo se redujo, en línea con el descenso de las primas de riesgo.

De acuerdo con la última información disponible de la encuesta semestral sobre el acceso a la financiación de las pymes que elabora el BCE, entre abril y septiembre de 2012 se incrementó ligeramente el porcentaje de empresas españolas de este tipo que percibió un descenso en la disponibilidad de crédito. Estas sociedades preveían un deterioro adicional en su acceso a financiación en los seis meses siguientes, aunque más moderado que el registrado en esta edición de la encuesta. En este contexto, la proporción de pequeñas y medianas compañías cuyas solicitudes de préstamos bancarios fueron rechazadas volvió a aumentar, hasta el 19%, desde el 16% del semestre anterior, si bien esta ratio se mantiene por debajo del máximo alcanzado en la segunda mitad de 2009 (25%). Por último, las pymes percibieron un nuevo endurecimiento de las condiciones de los préstamos

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

CUADRO 11

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

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

bancarios. En particular, el 71 % de las encuestadas señaló una elevación de los tipos de interés exigidos y un 58 % tuvo que aportar mayores garantías.

La caída de la deuda de las sociedades se intensificó en los meses finales del año, hasta alcanzar el 4,6 % en noviembre, frente al 3,7 % de finales del tercer trimestre, en términos interanuales. El desglose por instrumentos muestra un descenso de los préstamos bancarios (7,2 %) superior al de septiembre (5,9 %), y un mayor dinamismo de los valores de renta

fija, cuyo ritmo de avance aumentó 3,8 pp, hasta el 13,3 %. En términos intertrimestrales anualizados, la tasa de contracción del crédito concedido por las entidades residentes aumentó 0,8 pp, hasta el 8,4 %. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al tercer trimestre, refleja que las disminuciones del saldo vivo de la financiación bancaria fueron más acusadas que tres meses antes en todas las ramas de actividad. Así, las tasas de retroceso aumentaron algo más de 1 pp en la construcción, en la industria y en los servicios no financieros ni inmobiliarios, hasta alcanzar el 14,2 %, 7,1 % y 4,4 %, respectivamente, mientras que en el sector de los servicios inmobiliarios el incremento fue menor, de 0,7 pp, hasta el 7,7 %.

Los datos más recientes de las cuentas financieras, referidos al tercer trimestre de 2012, muestran que la posición acreedora del sector de sociedades no financieras se incrementó notablemente, hasta alcanzar el 2,7 % del PIB (frente al 0,9 % del trimestre anterior), en términos acumulados de doce meses. El aumento del saldo acreedor, junto con el descenso de sus adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en un incremento 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 alcanzó el 2,1 % del PIB en el tercer trimestre, frente al 0,2 % de junio.

De acuerdo con los datos de las Cuentas Nacionales, los ratios de endeudamiento y de carga financiera sobre los excedentes empresariales de las sociedades no financieras continuaron reduciéndose en el tercer trimestre de 2012 gracias tanto a la caída de los pasivos exigibles como al incremento de las rentas que recoge esta fuente (véase gráfico 25). En cambio, la información de la CBT recoge una contracción del resultado ordinario neto para la muestra de sociedades colaboradoras del 24,1 % en el acumulado entre enero y septiembre de 2012 con respecto al mismo período de 2011. De esta forma, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios cayeron hasta el 4,4 % y el 5,3 %, respectivamente, frente al 5,1 % y el 6,5 % registrados un año antes. A su vez, la caída del excedente empresarial, unida al ligero incremento de la deuda de estas compañías, resultó en un ascenso de los ratios de endeudamiento y carga financiera sobre resultados de estas empresas. A pesar de esta evolución, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, en cuya construcción tienen un peso más elevado las empresas con mayor capital fijo y empleo, disminuyeron con respecto al trimestre previo, aunque se mantienen en niveles elevados. De cara a los próximos meses, los analistas siguen anticipando nuevas caídas de los beneficios de las empresas cotizadas, aunque a un ritmo menor del que preveían tres meses antes (véase gráfico 26).

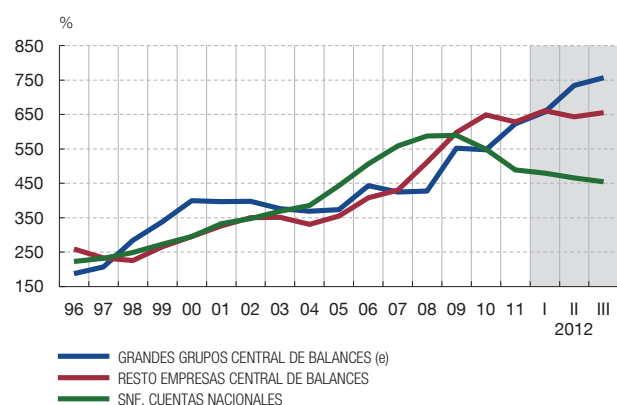
Por último, en el tercer trimestre de 2012 se prolongó la senda ascendente de los ratios de préstamos dudosos a sociedades no financieras. El incremento fue generalizado por ramas de actividad, aunque fue especialmente marcado en las actividades ligadas al mercado de la vivienda. Así, el ratio aumentó 2,84 pp en la construcción y servicios inmobiliarios y 0,81 pp en el resto de sectores (hasta el 29,4 % y el 7,5 %, respectivamente).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

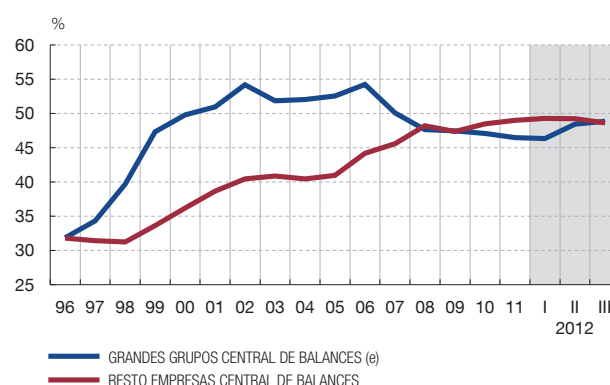
Los datos procedentes de las cuentas financieras muestran que las necesidades de financiación del sector público se situaron en el tercer trimestre de 2012, en términos acumulados de doce meses, en el 9,9 % del PIB, ligeramente por encima de lo registrado en el período abril-junio (9,7 % del PIB) (véase cuadro 10).

La principal vía usada por las AAPP para la captación de fondos en el tercer trimestre fue la emisión de títulos de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, por un volumen

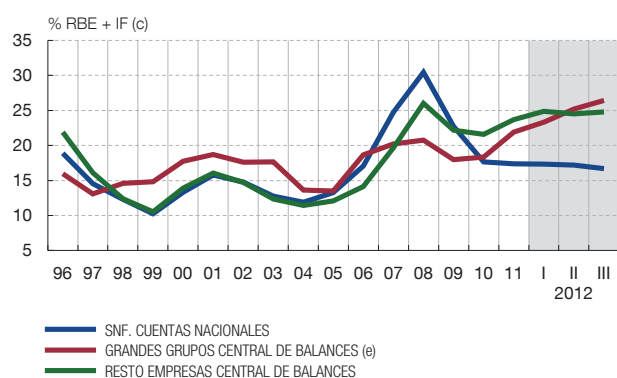
DEUDA (b) / REB + IF (c)



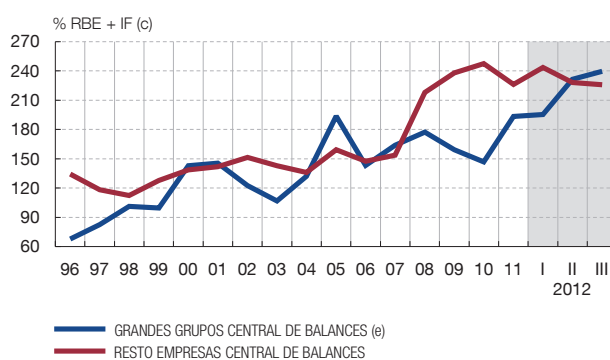
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



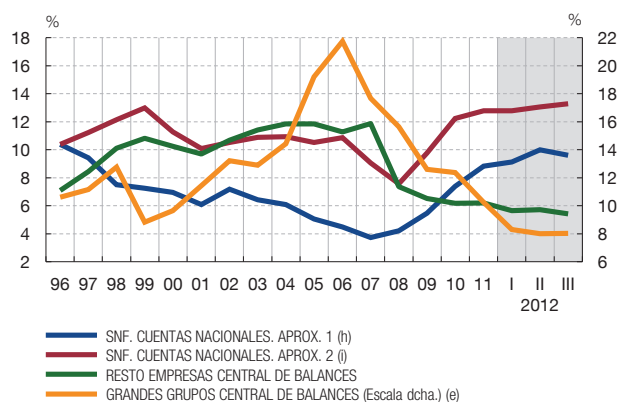
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



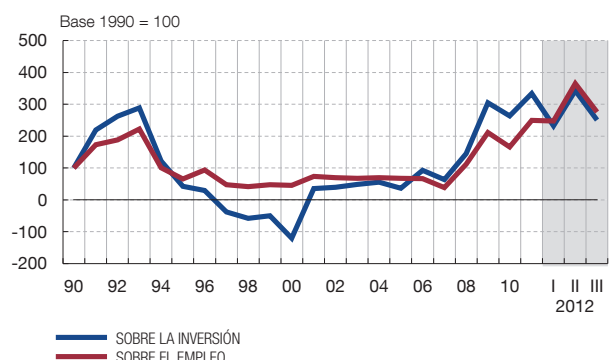
CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)

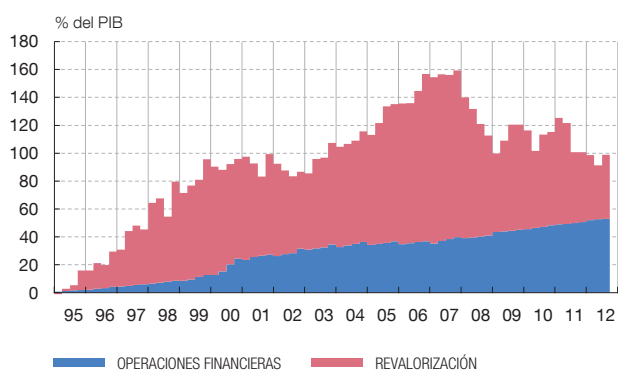


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

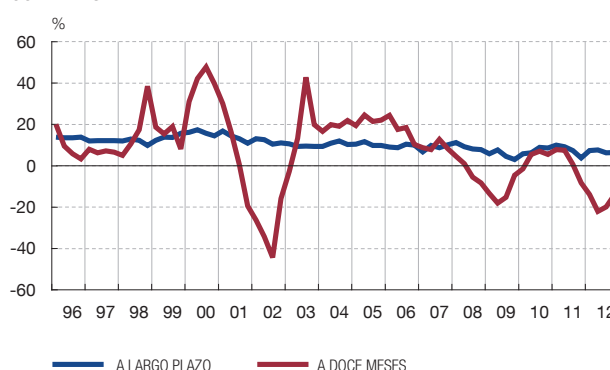
- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- h Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j Indicadores estimados a partir de la CBA y 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



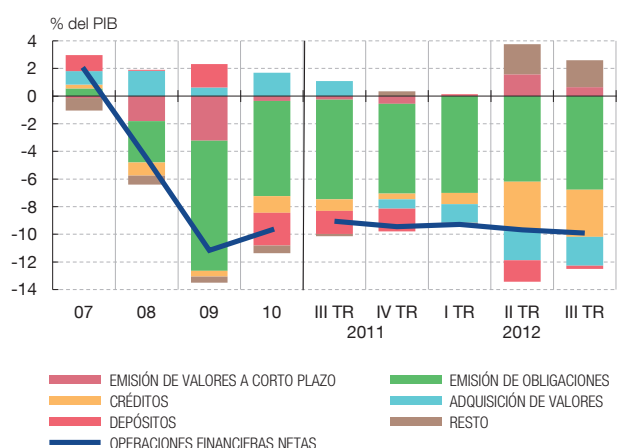
FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

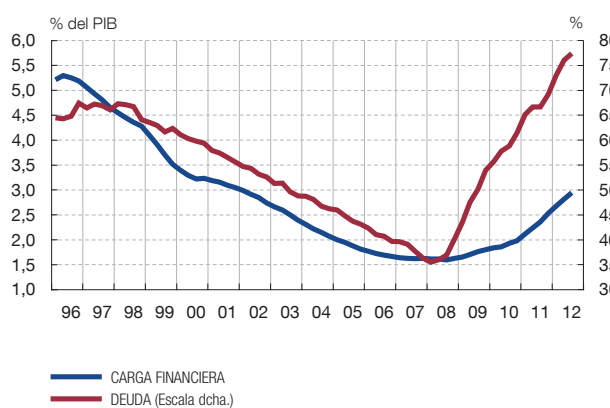
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Datos acumulados de cuatro trimestres

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



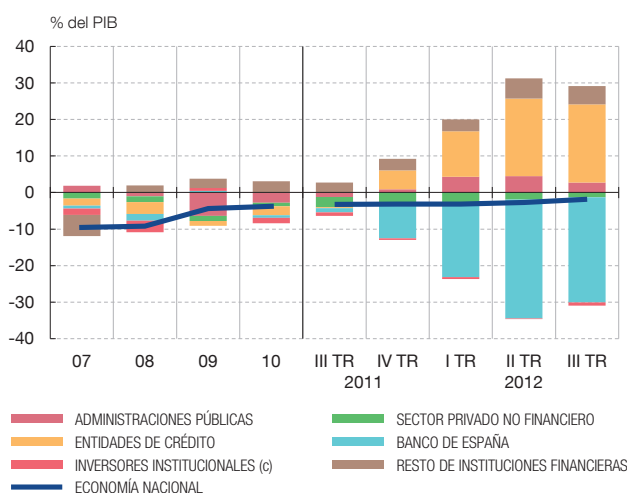
FUENTE: Banco de España.

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

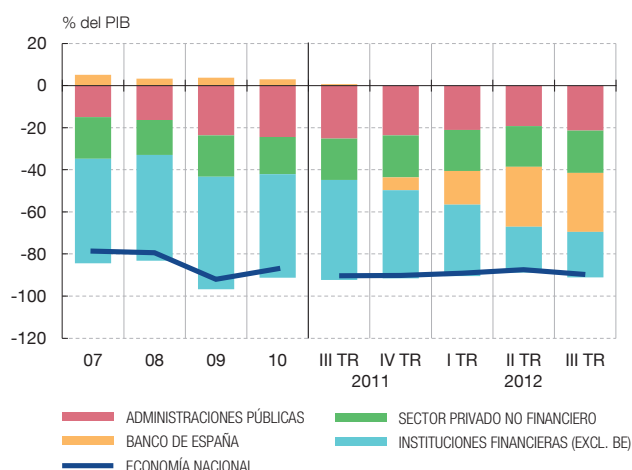
neto equivalente al 6,1 % del PIB trimestral. La financiación neta mediante préstamos bancarios fue negativa, por un importe que supuso el 1 % del PIB trimestral. Por otro lado, el sector público disminuyó las tenencias de activos financieros, especialmente en efectivo y depósitos, aunque en menor medida que tres meses antes. En términos acumulados de doce meses, el flujo asociado a la deuda con valores a largo plazo y al crédito supuso un volumen del 6,8 % y del 3,4 % del PIB, respectivamente, mientras que el nuevo recurso a los valores de corto plazo fue ligeramente negativo (del -0,6 % del PIB) (véase gráfico 27). Por su parte, las tenencias de valores se redujeron por una cuantía del 2,1 % del PIB.

La expansión de los pasivos de las AAPP, unida a la contracción de la actividad económica registrada en el tercer trimestre, se tradujo en un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector como porcentaje del PIB, que alcanzó el 77,4 % (2,4 pp más que en junio). Asimismo, el incremento de la deuda pública, junto con el leve ascenso de su coste

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.

medio, resultó en un ligero ascenso de la carga financiera, hasta el 2,9 % del PIB (desde el 2,8 % del segundo trimestre).

De acuerdo con los últimos datos sobre la financiación del sector público, la tasa de variación interanual de la deuda de las AAPP se situó en noviembre en el 15,6 %, 0,3 pp por encima del crecimiento de septiembre. Por instrumentos, esta evolución respondió a la aceleración del crédito (cuyo ritmo de avance aumentó 0,7 pp, hasta el 38,2 %), a una menor caída de los valores de corto plazo, que pasaron de descender un 12,7 % en septiembre a un 6,3 % en noviembre, y a la pérdida de dinamismo de los títulos con vencimiento a largo plazo, cuya tasa de avance se moderó 0,8 pp, hasta situarse en el 14,2 %. Las emisiones de valores realizadas durante los últimos meses tuvieron una favorable acogida de los inversores, en el contexto de la relajación de las tensiones financieras, lo que se reflejó en descensos en el coste de obtención de fondos por esta vía.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

La información de las cuentas financieras relativas al tercer trimestre de 2012 muestra que en dicho período la economía presentó capacidad de financiación, lo que llevó a una nueva reducción de las necesidades de financiación de la economía española, en términos acumulados de doce meses, hasta situarse en el 1,8 % del PIB, 0,9 pp menos que en junio (véase cuadro 10).

La capacidad de financiación registrada en el tercer trimestre del año, junto con la entrada neta de capitales (excluyendo las operaciones del Banco de España), llevó a un descenso del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo, aunque en términos acumulados de doce meses se siguió observando un incremento, que fue, en todo caso, inferior al de tres meses antes (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a octubre, evidencia una continuidad en esta tendencia, que, de acuerdo con el balance del Banco de España, se habría prolongado hasta el cierre del ejercicio.

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

CUADRO 12

Porcentaje del PIB

	2009	2010	2011	2012		
				I TR	II TR	III TR
Operaciones financieras netas	-4,3	-3,8	-3,2	-3,1	-2,7	-1,8
Operaciones financieras (activos)	-0,7	-2,6	2,5	2,7	4,7	0,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-3,3	-1,4	0,3	0,9	1,7	1,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-1,7	-1,3	0,0	0,9	1,2	0,5
Valores distintos de acciones	0,0	-7,1	-1,2	-0,6	-1,0	-2,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,2	-3,1	0,1	0,3	-0,2	-0,3
<i>Inversores institucionales</i>	-1,0	-2,6	-1,0	-0,8	-0,6	-1,9
Acciones y otras participaciones	1,6	3,2	1,2	0,2	0,5	0,7
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	0,2	3,0	0,0	-0,5	0,4	0,4
Inversores institucionales	0,6	1,0	0,5	0,3	0,3	0,8
Préstamos	0,3	1,0	1,3	1,5	2,7	1,4
Operaciones financieras (pasivos)	3,7	1,2	5,7	5,9	7,4	2,5
Depósitos	-0,5	-0,5	8,8	14,5	19,3	12,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	0,7	-7,5	-3,6	-4,6	-6,6	-5,4
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,1	5,8	2,7	-1,0	-5,2	-8,6
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	-0,8	0,2	10,6	21,2	33,7	29,1
Valores distintos de acciones	3,5	-2,5	-6,6	-11,4	-15,6	-13,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	5,2	2,0	-0,8	-4,4	-4,6	-3,0
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	-1,6	-2,6	-3,7	-5,6	-5,5
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-2,7	-2,9	-3,3	-3,3	-5,5	-4,9
Acciones y otras participaciones	1,0	2,3	2,5	1,3	2,4	2,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	0,4	2,4	2,6	1,5	2,7	2,7
Préstamos	0,2	1,4	0,8	1,4	1,3	0,7
Otros neto (c)	-1,1	-1,4	-0,7	-0,6	-0,9	-0,2
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	0,9	2,8	2,7	1,4	1,6	1,3
Inversión directa del exterior en España	0,7	2,9	2,9	1,9	2,6	2,1

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.

En el tercer trimestre, la financiación externa captada por las entidades de crédito en el mercado interbancario y con cámaras de contrapartida central experimentó un retroceso equivalente al 14 % del PIB. Sin embargo, la economía española obtuvo fondos en el resto del mundo a través de valores de renta fija, por primera vez desde el primer trimestre de 2011 (aunque la captación de recursos por esta vía volvió a ser negativa en el caso de los emitidos por las instituciones financieras). También fue positiva la inversión de los no residentes en acciones y otras participaciones emitidas por los agentes nacionales, mientras que la inversión directa del exterior en España fue prácticamente nula. En términos acumulados de doce trimestres, la variación de los pasivos del conjunto de la economía

frente al resto del mundo continúa reflejando un aumento, aunque por un volumen sustancialmente inferior al de tres meses antes (2,5 % del PIB, frente al 7,4 % de entonces) (véase cuadro 12).

Por el lado de los activos extranjeros en manos de los residentes, tuvo lugar una desinversión en el tercer trimestre del año por un importe equivalente al 15 % del PIB y generalizada por instrumentos, aunque con mayor intensidad en el caso de los depósitos mantenidos por las entidades de crédito en el mercado interbancario y en valores distintos de acciones. Por su parte, la inversión directa de España en el exterior fue negativa por un importe equivalente al 0,6 % del PIB. En términos acumulados de doce meses, los agentes nacionales aumentaron sus tenencias de activos exteriores en un 0,7 %, frente al 4,7 % del PIB registrado en el segundo trimestre (véase cuadro 12).

El curso de los flujos financieros con el exterior, junto con las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, hizo que la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo apenas variara en el tercer trimestre, situándose en el 90,5 % del PIB, de acuerdo con los datos procedentes de la balanza de pagos. Por sectores, esta evolución resultó del aumento del saldo deudor de las Administraciones Públicas y, en menor medida, de los otros sectores residentes, que fue compensado por el descenso de la posición deudora del Banco de España y del resto de instituciones financieras monetarias españolas.

21.1.2013.