

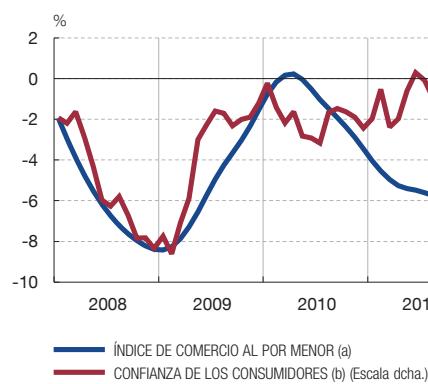
### Evolución del sector real de la economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la actividad económica registró una caída intertrimestral del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2011, tras el crecimiento nulo del tercero. Este descenso fue el resultado de un fuerte retroceso de la demanda nacional, compensado, en parte, por un aumento de la aportación positiva del sector exterior. En concreto, la demanda nacional se contrajo un 1,7 %, una caída que fue 1,2 puntos porcentuales (pp) más acusada que la observada en el período de julio-septiembre, mientras que la contribución de la demanda externa al crecimiento del PIB aumentó en 1 pp, hasta 1,5 pp. La evolución de la demanda interna privada fue el reflejo de un descenso generalizado de todos sus componentes. Así, el consumo privado disminuyó un 1 % en términos intertrimestrales, y el consumo público, un 1,1 %. Los distintos componentes de la inversión fueron los que experimentaron un mayor retroceso, que ascendió al 3,9 % en el caso de la inversión en equipo, el 2,3 % en el de la vivienda y el 7,1 % por lo que respecta a la inversión en otras construcciones. El notable incremento de la aportación positiva de la demanda externa se debió a la fuerte disminución de las importaciones de bienes y servicios —del 6,5 %—, pues, aunque las exportaciones también cayeron, lo hicieron a un ritmo sustancialmente menor (−1,6 %). En términos de las tasas interanuales, el PIB creció un 0,3 % en el cuarto trimestre, cinco décimas menos que en el tercero, en tanto que el ritmo interanual de destrucción de empleo se intensificó hasta el 3,3 %, con lo que la tasa de crecimiento de la productividad repuntó hasta el 3,7 %.

Pese a esta caída del PIB en los últimos meses del año, la actividad aumentó un 0,7 % en el conjunto de 2011. En este período, la demanda nacional disminuyó un 1,7 % y la aportación de la demanda externa al crecimiento del producto fue de 2,5 pp. Entre los componentes de la demanda interna, solo la inversión en equipo mostró una tasa positiva en 2011 (1,4 %); en cambio, el consumo privado cayó ligeramente (−0,1 %), el consumo público disminuyó un 2,2 % y la inversión en construcción volvió a ser la variable que mostró mayor debilidad, con un retroceso del 8,1 %. En cuanto al sector exterior, las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 9 %, mientras que las importaciones se estancaron (−0,1 %). El empleo cayó un 2 % en el conjunto del año, descenso menos acusado que el observado en 2010, pero con un perfil crecientemente desfavorable a medida que avanzaba el año. La productividad aumentó un 2,8 % y la remuneración por asalariado se incrementó un 0,8 %, lo que condujo a una nueva disminución de los costes laborales unitarios, cercana al 2 %. Finalmente, la necesidad de financiación de la nación se redujo en 0,6 pp respecto a 2010, hasta el 3,4 % del PIB.

Los indicadores coyunturales referidos al inicio de 2012 son todavía escasos, pero apuntan, en general, a la prolongación de la dinámica contractiva de la actividad. Por lo que se refiere al consumo privado, los indicadores de confianza de los consumidores y los comerciantes minoristas elaborados por la Comisión Europea experimentaron un notable empeoramiento en enero (véase gráfico 1). Las matriculaciones de vehículos particulares, por su parte, registraron una caída intermensual en ese mismo mes, en términos de la serie desestacionalizada, de en torno al 1,5 %. En el caso de la inversión en bienes de equipo, la información reciente sugiere que también se mantiene la atonía. La valoración de la cartera de pedidos se mantuvo inalterada en enero, de acuerdo con el indicador de confianza mensual de la industria, si bien se observó un pequeño aumento del nivel de utilización de la capacidad productiva, de 0,3 pp, hasta el 72,5 %, tras dos trimestres

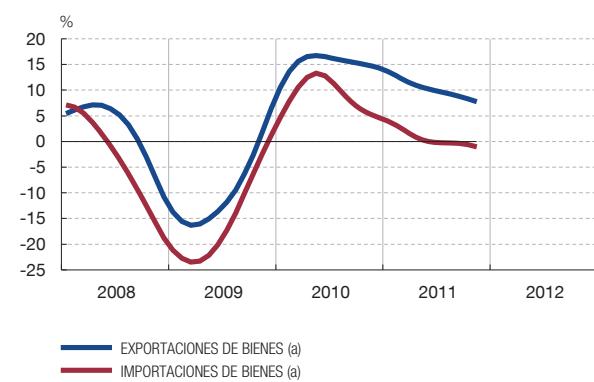
## INDICADORES DE CONSUMO



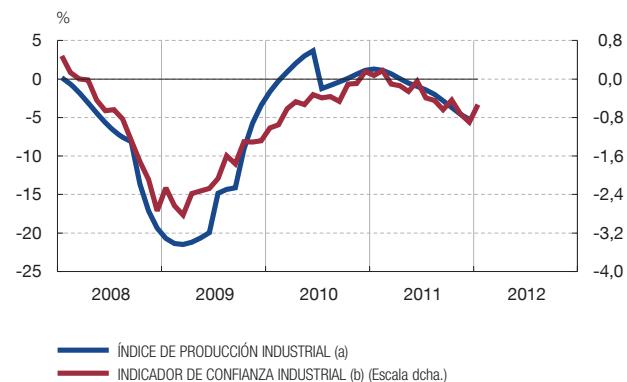
## INDICADORES DE INVERSIÓN



## INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



## INDICADORES DE INDUSTRIA



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

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

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

sucesivos de retrocesos, según la encuesta trimestral de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros. En cuanto a los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga experimentaron un fuerte descenso intermensual en enero, de casi el 7 %, en términos ajustados de estacionalidad.

El conjunto de los indicadores contemporáneos relativos al sector de la construcción ha seguido reflejando el proceso de ajuste de este componente de la demanda. Así, los afiliados a la Seguridad Social de esta rama disminuyeron un 15,5 % interanual en enero (-14,9 % en el cuarto trimestre de 2011), mientras que la producción industrial de minerales no metálicos y el consumo aparente de cemento continuaron mostrando fuertes descensos interanuales en diciembre (del 17 % y el 22 %, respectivamente). Entre los indicadores adelantados, los últimos datos disponibles de superficie visada de obra nueva en viviendas y de edificación no residencial, correspondientes a noviembre, fueron más negativos que en los meses anteriores, mientras que la contracción de la licitación oficial de la obra civil se moderó parcialmente, como consecuencia del mayor dinamismo observado en el caso de las Empresas Públicas del Grupo Fomento en ese mismo mes.

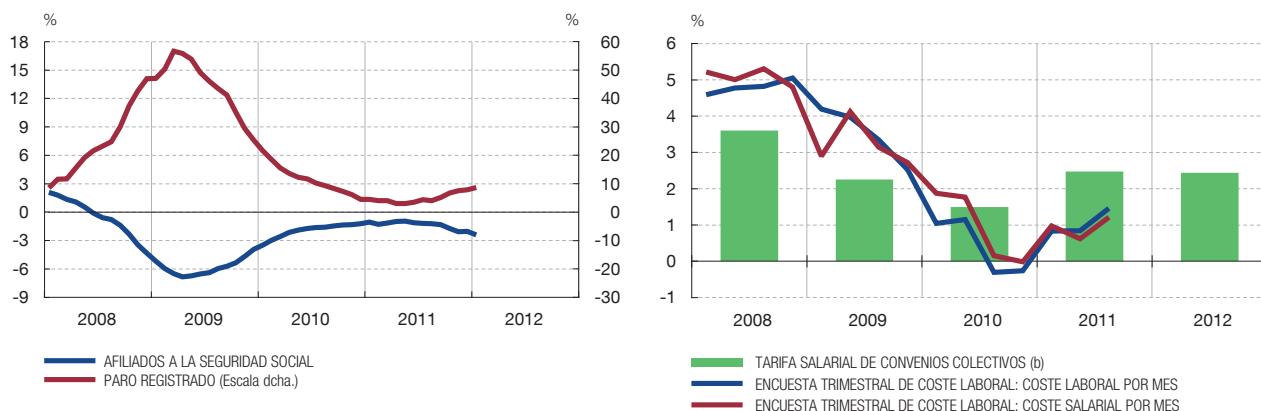
Según los últimos datos disponibles de Aduanas, las exportaciones reales de bienes experimentaron un menor dinamismo en diciembre, con un incremento interanual del 2,1 %. Por grupos de productos, el tono más expansivo correspondió a las ventas de

bienes intermedios no energéticos y de bienes de equipo, que aumentaron en torno al 10 % interanual, mientras que se observó un retroceso significativo de las exportaciones de bienes de consumo distintos de los alimentos. Por destino geográfico, la debilidad de la economía europea se reflejó en un descenso de las ventas a esa región, mientras que las exportaciones extracomunitarias aumentaron casi un 14 % interanual. Las importaciones reales disminuyeron a una tasa similar a la registrada en noviembre (-5 %) debido a las caídas de las compras de bienes de consumo y de equipo, que señalan la debilidad del gasto privado a finales de 2011. En términos nominales, tanto las exportaciones como las importaciones aumentaron, un 6,6 % y un 1,1 %, respectivamente, lo que permitió que el déficit comercial se recortara en diciembre un 15 % en términos interanuales. En el conjunto del año 2011, las exportaciones aumentaron un 10 % en términos reales, muy por encima del incremento que experimentaron las compras al exterior (1 %). En términos nominales, las tasas estuvieron algo más próximas (15,4 % y 9,6 %, respectivamente) debido al deterioro de la relación real de intercambio. Con todo, el déficit comercial se corrigió un 11 % en 2011, con un sustancial descenso de su componente no energético (-69 %) que compensó el incremento del 16 % de la factura energética.

Respecto al turismo, los datos de la CNTR del cuarto trimestre de 2011 reflejaron una cierta moderación del dinamismo que el sector venía mostrando desde mediados de 2010. En cualquier caso, en el conjunto del año el turismo mostró un gran empuje, con aumentos del 6,4 % de los ingresos por turismo de Contabilidad Nacional, del 7,6 % del número de turistas extranjeros y del 12,7 % del número de pernoctaciones hoteleras de esos turistas. La única información acerca del turismo receptor referida a los primeros meses de 2012 viene dada por el indicador de entradas de turistas de enero, que registró un aumento interanual del 4,6 %, lo que sugiere que se mantiene el tono de fortaleza de este componente de la demanda.

De acuerdo con los datos más recientes de la Balanza de Pagos, durante los primeros once meses de 2011, el déficit acumulado en la balanza por cuenta corriente disminuyó hasta 36 mm de euros, casi 10 mm menos que en el mismo período de 2010. Esta mejora se debió principalmente a la reducción del déficit comercial (que disminuyó en 6,5 mm) y al aumento del superávit de servicios (en 6,8 mm), aunque también contribuyó favorablemente la disminución del saldo negativo de transferencias corrientes. Por el contrario, el déficit de rentas de los once primeros meses de 2011 superó en casi 5 mm al observado en el mismo período de 2010. Por su parte, la cuenta de capital generó un superávit, en ese mismo período, algo inferior al de enero-noviembre de 2010. Como resultado de la evolución descrita, la necesidad de financiación de la economía se situó en 31 mm de euros, en torno a un 25 % menos que en los primeros once meses del pasado año.

Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles referidos a la actividad industrial siguieron proporcionando, en general, señales de debilidad. El índice de confianza de la industria manufacturera, elaborado por la Comisión Europea, avanzó cuatro puntos en enero, gracias al fuerte descenso de las existencias de productos terminados, en tanto que el nivel del PMI de manufacturas aumentó hasta 45,1, su cota más alta desde agosto de 2011. Por lo que se refiere a los indicadores cuantitativos, se intensificó la destrucción de empleo en esta rama, de acuerdo con los afiliados a la Seguridad Social, que descendieron un 3,6 % interanual en enero (-3,2 % en el cuarto trimestre de 2011). Finalmente, el índice de producción industrial, corregido de estacionalidad, moderó en diciembre su tasa de caída en 0,6 pp, hasta el 5,8 % interanual, aunque en términos intermensuales registró una ligera contracción.



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta enero de 2012.

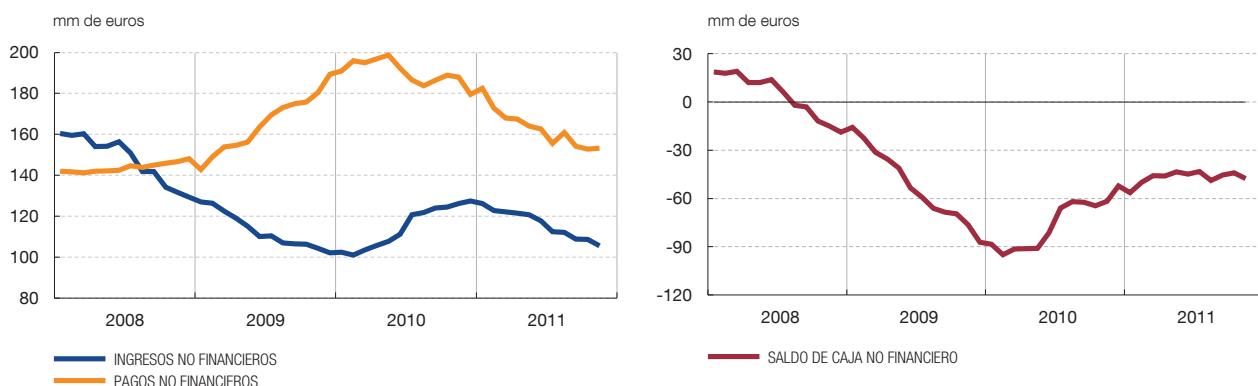
Los indicadores de opinión relativos a los servicios mostraron alguna recuperación en enero, dentro de un tono general de debilidad. Así, el indicador de confianza de la Comisión Europea y el PMI del sector mejoraron en ese mes en torno a 5 pp y 4 pp, respectivamente, aunque el nivel del segundo de estos indicadores (46,1) siguió siendo inferior al valor de 50, por encima del cual se considera que se está produciendo una expansión de la actividad del sector. En cambio, los indicadores de empleo del sector mostraron una aceleración de tres décimas en la caída de los afiliados a la Seguridad Social en enero, hasta el -0,8 %.

Según los datos de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2011 se estima que el empleo descendió un 3,3 % interanual, caída que supera en 1,3 pp a la del tercer trimestre. Este deterioro es de magnitud análoga al reflejado por la EPA, pero más intenso que el que habían mostrado las afiliaciones a la Seguridad Social (-1,9 %). Por otra parte, según la EPA, al término del año 2011 se habrían alcanzado los 5.274.000 desempleados, cifra que se corresponde con una tasa de paro del 22,8 %. En cuanto a los datos más recientes, las afiliaciones apuntan a una intensificación de la destrucción de empleo en el mes de enero, a un ritmo del 2,4 % interanual, retroceso que supera en 0,5 pp al correspondiente al cuarto trimestre de 2011. En cuanto al desempleo, el número de parados repuntó de nuevo en enero, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 8,7 %, frente al 7,4 % del cuarto trimestre (véase gráfico 2).

Respecto a la ejecución presupuestaria, el Gobierno anunció las cifras de cierre del año 2011 el pasado 27 de febrero, con posterioridad a la fecha de cierre de este Boletín. Según esta información, el déficit de las AAPP se situó en el 8,5 % del PIB, lo que representa una desviación de 2,5 pp respecto al objetivo oficial del 6 % del PIB. Por otra parte, en relación con las finanzas públicas, cabe mencionar que el Gobierno aprobó el 27 de enero el Anteproyecto de Ley orgánica de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera que desarrolla la reforma constitucional en relación con el establecimiento de un límite al déficit y endeudamiento públicos.

#### Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía moderó en una décima su crecimiento en el cuarto trimestre de 2011, hasta el 1,1 % interanual. Dado que la aceleración de la productividad fue de nueve décimas, la caída

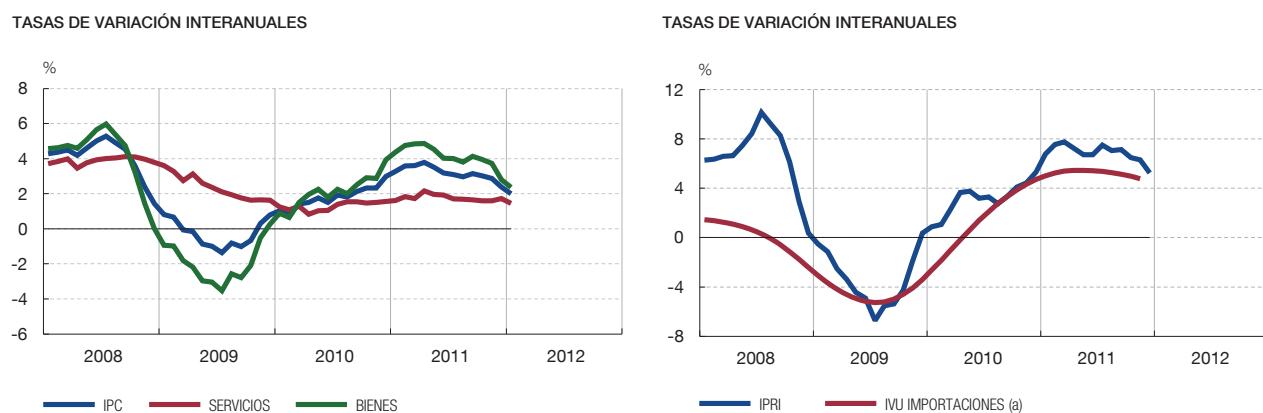


FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a Último dato: noviembre de 2011.

de los costes laborales unitarios se acrecentó en un punto porcentual, hasta el -2,5 %. La ralentización del ritmo de avance de la remuneración por asalariado en las ramas de la economía de mercado fue de siete décimas, hasta el 1,3 %. En cuanto a la información más reciente referida a la negociación colectiva, los convenios firmados en enero de 2012 incorporaron un incremento medio de las tarifas salariales del 2,4 % para el presente ejercicio, cifra similar al aumento medio del año anterior y a la tasa interanual del IPC en diciembre de 2011. En todo caso, debe subrayarse que estos convenios son poco representativos, pues afectan solamente a 1,24 millones de trabajadores y se trata casi en su totalidad de acuerdos revisados (esto es, correspondientes a convenios plurianuales de años anteriores). En este sentido, la estadística de convenios no recoge todavía el impacto del II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, firmado el 25 de enero entre sindicatos y patronal, que recomienda para este año una subida máxima de los salarios del 0,5 %, además de establecer orientaciones para los aumentos salariales de 2013 y 2014 y para la activación de las cláusulas de indicación. Por otra parte, el Gobierno aprobó el 10 de febrero el Real Decreto Ley 3/2012, de medidas urgentes para la reforma del mercado trabajo, cuyo contenido y valoración preliminar se tratan en el artículo sobre la evolución del empleo según la EPA que se incluye en este mismo número.

En el mes de enero, se prolongó la senda de desaceleración del IPC, iniciada el mes anterior. En concreto, los precios de consumo crecieron un 2 % interanual, cuatro décimas menos que en diciembre (véase gráfico 4). Esta evolución reflejó principalmente la moderación del crecimiento de los precios de la energía en más de 2 pp, hasta el 8 %, como consecuencia del agotamiento del efecto base de los encarecimientos del gas y la electricidad de hace un año. También contribuyó a la moderación del índice general la desaceleración de los precios de los servicios, los alimentos elaborados y los bienes industriales no energéticos, hasta tasas del 1,4 %, el 2,8 % y el 0,2 %, respectivamente. Tan solo los precios de los alimentos no elaborados aceleraron sus precios, con un repunte del 1 %. Como consecuencia de la evolución de los distintos componentes, las tasas interanuales del IPSEBENE y del IPC sin energía se situaron en el 1,3 %, dos y una décima menos, respectivamente, que en diciembre. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de España se desaceleró también cuatro décimas, hasta el 2 % interanual, y el de la zona euro, según su avance, permaneció en el 2,7 %, de forma que, de confirmarse esta última cifra, el diferencial de inflación entre ambas áreas se habría reducido en cuatro décimas, hasta situarse en -0,7 pp.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

El índice general de precios industriales volvió a desacelerarse en enero, hasta aumentar un 3,6% interanual, 1,6 pp menos que en el mes anterior. La moderación de los precios fue generalizada por componentes, excepto en el caso de los bienes de consumo duradero. Aunque los precios de la energía se moderaron con intensidad, también la tasa interanual del índice general sin energía disminuyó, hasta el 1,8%, seis décimas menos que en diciembre. En cuanto a los precios del comercio exterior de bienes, la última información disponible corresponde a diciembre. En ese mes, los precios de las exportaciones, aproximados a través de los IVU, aumentaron un 4,4% interanual, tasa ligeramente superior a la del mes anterior. En cambio, los IVU de importación se ralentizaron, pues mostraron una tasa interanual del 6,4%, más de 4 pp por debajo de la de noviembre. Por su parte, los índices de precios industriales de exportación e importación, elaborados por el INE, se desaceleraron en 0,9 pp y 1,9 pp, respectivamente, en diciembre, hasta el 3,5% y el 6,8%.

#### Evolución económica y financiera en la UEM

La mejoría relativa observada desde inicios de año en los mercados financieros internacionales se ha prolongado durante el último mes, aunque con altibajos asociados a la evolución de la crisis de deuda soberana europea. Los últimos datos macroeconómicos de algunas economías desarrolladas, en especial de Estados Unidos, han contribuido a una cierta corrección de las tendencias de meses anteriores. Las bolsas, tanto desarrolladas como emergentes, han registrado ganancias prácticamente generalizadas y una menor volatilidad. En los mercados cambiarios, el dólar se ha debilitado frente a las principales monedas —con la excepción del yen— como consecuencia de la menor aversión al riesgo y de las nuevas medidas de política monetaria. A pesar de esta mejora del sentimiento, el tipo de la deuda pública a diez años de Estados Unidos ha permanecido estable en torno al 2%, aunque registró un modesto repunte tras la publicación del dato de empleo de enero. Los mercados emergentes registraron una evolución positiva, plasmada en repuntes de los índices bursátiles y caídas de los diferenciales soberanos y las primas de riesgo, y favorecida por el contexto internacional de mayor apetito por el riesgo y el aumento de la liquidez global, que propiciaron fuertes entradas de capitales. En este contexto, los bancos centrales de las economías emergentes reanudaron las intervenciones cambiarias para moderar la apreciación de sus monedas. Por su parte, los precios de las materias primas han repuntado desde principios de año. En el caso del petróleo, el precio del barril Brent ha llegado a superar los 120 dólares, como consecuencia del aumento de la tensión en Irán, unido al aumento de la demanda en economías emergentes y a los efectos estacionales asociados a las bajas temperaturas en algunos países.

En Estados Unidos, la estimación preliminar del PIB del cuarto trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 2,8 %, a pesar de las contribuciones negativas de la demanda externa y del gasto público, apoyado sobre todo en la variación de existencias. Los indicadores más recientes continúan sugiriendo una recuperación moderada. Por el lado de la oferta, la confianza empresarial avanzó en enero, aunque la producción industrial se estancó y la utilización de la capacidad productiva retrocedió. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor se han ralentizado en enero y la confianza del consumidor se mantiene en niveles reducidos. Por su parte, el mercado laboral registró la creación de 243.000 puestos de trabajo y una reducción de la tasa de paro (8,3 %) en enero, consolidándose la tendencia a la mejoría, aunque el crecimiento de los salarios continuó siendo débil y la tasa de participación se redujo nuevamente. En el mercado inmobiliario residencial prosigue el ajuste a la baja de los precios, si bien se han apreciado algunas señales positivas en el último mes. La inflación se moderó en una décima en enero, hasta el 2,9 % en tasa interanual, y la tasa subyacente aumentó hasta el 2,3 %. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0 % al 0,25 % y las políticas de recomposición de balance y de reinversión de bonos del tesoro y MBS en su cartera. Cabe destacar los cambios en su estrategia de comunicación: la publicación de la senda esperada de tipos oficiales y el anuncio de una cuantificación para su objetivo de precios —un crecimiento del 2 % interanual del deflactor de gasto en consumo personal—. En política fiscal, destaca el acuerdo alcanzado para la extensión de algunas ayudas fiscales hasta final de 2012 y la presentación del Anteproyecto de Ley de Presupuestos, que deberá ser discutido —y seguramente modificado— en el Congreso y el Senado.

En Japón, el PIB se contrajo un 0,6 % trimestral (-1 % interanual) en el cuarto trimestre como resultado de las aportaciones negativas de la demanda externa y de la variación de las existencias, que quedaron parcialmente compensadas por la contribución positiva de la demanda privada. Los indicadores de confianza señalan una cierta mejoría de la actividad en enero, tanto en manufacturas como en servicios. Por otro lado, el déficit comercial volvió a ampliarse en enero debido a la debilidad de las exportaciones. En diciembre, se apreció una moderación del ritmo de caída del IPC, hasta el -0,2 % interanual, si bien la tasa de inflación subyacente se mantuvo en el -1,1 %. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,1 %, amplió su programa de compra de activos en 10 billones de yenes, hasta alcanzar los 30 billones (6,4 % del PIB), y concretó el objetivo de estabilidad de precios en un crecimiento positivo del IPC igual o inferior al 2 % interanual, identificando un objetivo central del 1 %.

En el Reino Unido, de acuerdo con la estimación revisada, el PIB registró en el cuarto trimestre una contracción del 0,2 % trimestral (en tasa interanual, aumentó un 0,7 %), con un descenso generalizado por sectores, con la excepción de los servicios. No obstante, los indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial y las encuestas de confianza empresarial (PMI), apuntan a una cierta mejoría de la actividad. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas aumentaron en enero, si bien la confianza del consumidor se mantiene en niveles reducidos. La situación del mercado laboral continúa siendo frágil, manteniéndose la tasa de paro en el 8,4 % de la población activa en diciembre, tras el deterioro mostrado en la parte final de 2011. Por su parte, la inflación ha seguido descendiendo desde el pico alcanzado en septiembre (5,2 %), y en enero cayó seis décimas, hasta el 3,6 %, por el efecto base del aumento del tipo del IVA en enero de 2011. Mientras, la tasa subyacente se redujo hasta el 2,6 %. En este contexto, en su reunión de febrero, el Banco de Inglaterra amplió su programa de compra de

activos en 50 mm de libras a partir de febrero, hasta un total de 325 mm, al tiempo que mantuvo el tipo oficial en el 0,5 %.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, los datos disponibles para el cuarto trimestre sugieren una desaceleración de la actividad. La información preliminar muestra una contracción del producto en términos intertrimestrales en la República Checa y Lituania, un estancamiento en Hungría y una aceleración en Letonia. En diciembre, la tasa agregada de inflación se moderó del 3,9 % al 3,7 % interanual, con descensos generalizados, salvo en Polonia, donde aumentó en una décima, hasta el 4,5 %. En este contexto, los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios en estos países, con la excepción de Rumanía, donde se redujeron por tercera vez consecutiva en 25 pb, hasta el 5,50 %.

En China, en el cuarto trimestre continuó la desaceleración gradual de la actividad, situándose el crecimiento interanual del PIB en el 8,9 %, y parece que proseguirá esta tendencia a tenor de lo reflejado por los indicadores de enero. Así, mientras que las exportaciones se estabilizaron, las importaciones han registrado una notable moderación, fundamentalmente por la fuerte ralentización de las exportaciones a Europa. Por su parte, la inflación repuntó en enero, aunque se prevé que su proceso de ajuste continúe en los próximos meses. En este contexto de riesgos a la baja para el crecimiento, tanto por la atonía de la demanda externa como por la menor actividad en el mercado inmobiliario, el banco central redujo el coeficiente de reservas para los bancos comerciales en 50 pb. En los demás países de Asia emergente, en el cuarto trimestre continuó la moderación del crecimiento interanual del PIB en la mayor parte de las economías —salvo en Indonesia y en Filipinas—, destacando la contracción del PIB en Tailandia (del -9 % en términos interanuales) a consecuencia de las graves inundaciones. Por su parte, continuó la moderación de la inflación en enero. En este contexto, prosiguió la relajación gradual del tono de la política monetaria en algunos países de la región.

En América Latina, los indicadores de mayor frecuencia apuntan hacia una estabilización del crecimiento en el cuarto trimestre de 2011 tras la desaceleración registrada en el trimestre anterior, destacando la evolución favorable en Brasil y Chile. Por su parte, la tasa de inflación de la región descendió en dos décimas en enero, hasta el 6,9 % interanual, a pesar de lo cual la inflación se mantiene en la parte alta —y, en algún caso, por encima— del límite superior del rango objetivo en aquellas economías con objetivo de inflación definido. Ante esta evolución, los únicos cambios en los tipos de interés oficiales fueron la elevación del mismo en Colombia en las reuniones de enero y febrero en 25 pb. Por otra parte, la vuelta de los flujos de capital hacia América Latina indujo presiones apreciadoras para los países de la región. En este contexto, los bancos centrales de Perú y Brasil realizaron compras de dólares en los mercados de cambios, el de Colombia reanudó su programa de compra diaria de dólares por un período mínimo de tres meses y en Argentina siguieron aumentando las reservas internacionales, gracias a las medidas de control de capitales y de restricciones a las importaciones.

De acuerdo con la estimación preliminar de la contabilidad nacional de la UEM publicada por Eurostat, el PIB del área del euro se redujo un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2011, tras el incremento del 0,1 % registrado en el trimestre anterior. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB ajustado de estacionalidad se situó en 0,7 %, con lo que, para el conjunto del año 2011, la economía de la UEM se expandió un 1,5 %. La contracción de la actividad durante los últimos meses del pasado ejercicio fue generalizada por países, excepto en Francia, donde el PIB creció un 0,2 % impulsado por la fortaleza de la inversión y por

		2011				2012	
		Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	2,2	1,0	0,1	-2,0		
	Comercio al por menor	-1,2	-0,7	-1,4	-1,3		
	Matriculaciones de turismos nuevos	1,3	-0,6	-3,3	-1,1	-13,3	
	Indicador de confianza de los consumidores	-19,3	-20,1	-20,5	-21,3	-20,7	-20,2
	Indicador de confianza industrial CE	-6,0	-6,6	-7,3	-7,2	-7,2	
	PMI de manufacturas	48,5	47,1	46,4	46,9	48,8	49,0
	PMI de servicios	48,8	46,4	47,5	48,8	50,5	49,4
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	IAPC	3,0	3,0	3,0	2,7	2,7	
	M3	2,9	2,6	2,0	1,6		
	M1	2,0	1,7	2,1	1,6		
	Crédito a los sectores residentes	2,3	1,6	0,8	1,0		
	AAPP	5,6	-0,5	0,3	3,6		
	Otros sectores residentes	1,5	2,1	1,0	0,4		
	<i>De los cuales:</i>						
	Préstamos a hogares	2,9	2,2	2,1	1,5		
	Préstamos a sociedades no financieras	1,6	1,8	1,6	1,1		
	Eonia	1,01	0,96	0,79	0,63	0,38	0,37
	Euríbor a tres meses	1,54	1,58	1,48	1,43	1,22	1,01
	Euríbor a un año	2,07	2,11	2,04	2,00	1,84	1,64
	Rendimiento bonos a diez años	4,04	4,09	4,41	4,11	3,92	3,77
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-2,06	-1,95	-2,37	-2,11	-1,95	-1,83
	Tipo de cambio dólar/euro	1,377	1,371	1,356	1,318	1,290	1,318
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-22,0	-14,6	-16,6	-17,1	4,3	8,3

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

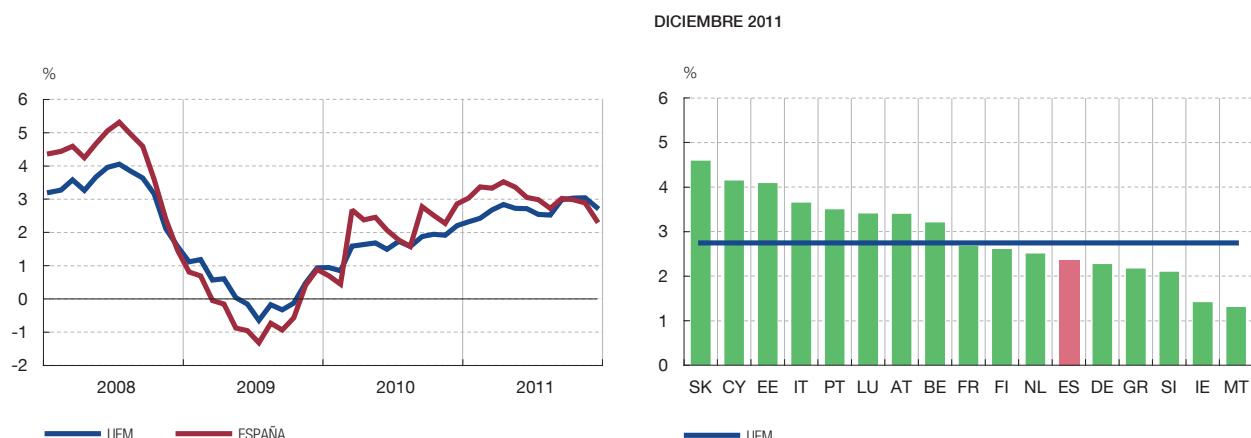
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 24 de febrero de 2012.

c. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

las exportaciones, mientras el consumo privado se ralentizaba. En Alemania, el PIB cayó un 0,2 % en dicho período, debido, según información provisional, al comportamiento negativo de la demanda exterior neta y del consumo final, ya que la inversión habría seguido registrando una evolución favorable. En Italia, el retroceso del PIB que se había iniciado durante el otoño se intensificó, alcanzando un -0,7 % respecto al tercer trimestre.

La información más reciente basada en la evolución de los índices cualitativos refleja el retroceso de la actividad en el cuarto trimestre de 2011 y apuntaría hacia una posible estabilidad en niveles bajos durante los primeros meses de 2012. Por el lado de la oferta, y todavía en lo que se refiere a los últimos meses del año pasado, los pedidos industriales, tras reducirse un 2,5 % en noviembre, se incrementaron un 1,9 % en diciembre, y la producción industrial registró caídas tanto en noviembre como en diciembre, cuando alcanzó un -1,1 % respecto al mes anterior (véase cuadro 1). Los índices cualitativos de manufacturas y de servicios adelantaron síntomas positivos durante los primeros meses del año. Así el índice de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea se estabilizó en enero y la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera, tras estancarse en diciembre, inició una mejoría en enero y febrero. En el sector servicios, los índices elaborados por la Comisión aumentaron en enero por primera vez desde el mes de julio, mientras que la encuesta de directores de compra recoge tímidos avances



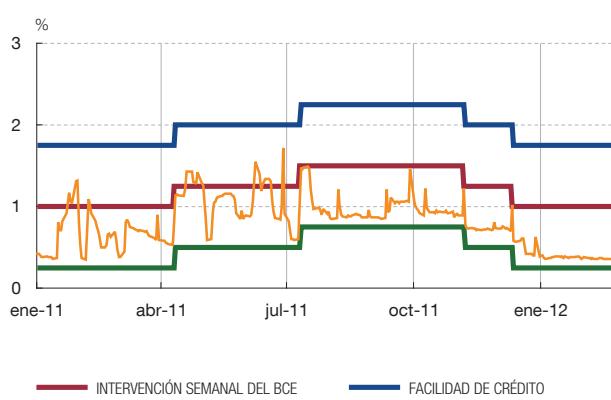
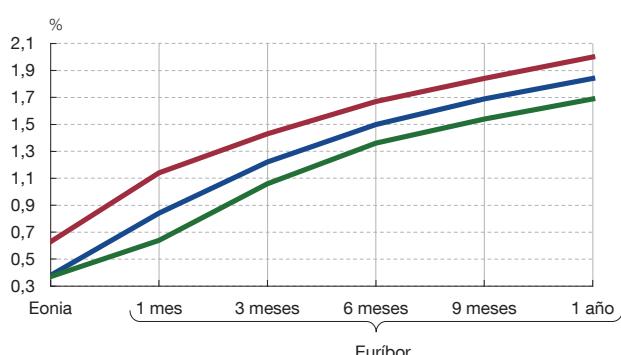
FUENTE: Eurostat.

desde noviembre, que, tras intensificarse en enero, sufrieron una ligera contracción en febrero. Por último, la confianza de la construcción siguió registrando niveles muy negativos durante este período. Por el lado de la demanda, la debilidad del consumo privado en el cuarto trimestre, confirmada por la caída de las ventas al por menor y de las matriculaciones de automóviles en diciembre, se mantuvo al inicio del año, según avanzan los indicadores de confianza de los consumidores y de ventas minoristas en enero. También los indicadores de inversión acentuaron su empeoramiento en el último trimestre de 2011 y la valoración de la cartera de pedidos siguió disminuyendo en enero, aunque el grado de utilización de la capacidad productiva, referida al primer trimestre del año, mostró una leve recuperación. Finalmente, en relación con la demanda externa, mejoraron las exportaciones nominales de la UEM en diciembre, la valoración de la cartera de pedidos en enero y las expectativas de exportación en el primer trimestre de 2012.

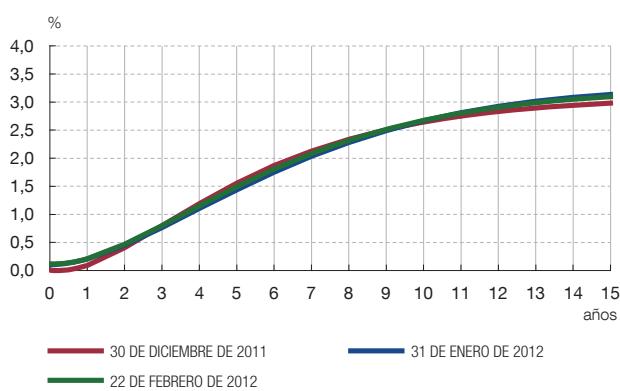
La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC se moderó en diciembre, hasta situarse en el 2,7 % (véase gráfico 5). La fuerte ralentización en el crecimiento del precio de la energía, así como en el ritmo de avance de los precios de los alimentos y los bienes industriales no energéticos, explica en gran medida el comportamiento de la inflación. Siguiendo la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de variación interanual del IAPC se mantendría en enero al nivel del mes de diciembre. Por su parte, los precios industriales redujeron su ritmo de crecimiento interanual en diciembre en 1,1 puntos porcentuales, hasta el 4,3 %. El principal motor del aumento del IPRI fue el componente energético, mientras que el resto mostraron tasas interanuales positivas pero inferiores a las del índice agregado.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de febrero, mantener los tipos de interés oficiales en el 1 % para las operaciones principales de financiación, y en el 0,25 % y el 1,75 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 6). Además, enfatizó que seguirá apoyando el funcionamiento del sector financiero a través de las medidas de política monetaria no convencionales que, junto a los avances realizados en el ámbito de la gobernanza y en el fiscal, permitieron reducir la tensión en los mercados financieros respecto a las altas cotas alcanzadas en la última parte del año pasado. Así, el 9 de febrero se aprobaron, para los siete bancos centrales nacionales que formularon las propuestas pertinentes, los criterios específicos nacionales para admitir temporalmente otros préstamos como activos de garantía, y el 29 de febrero tendrá lugar

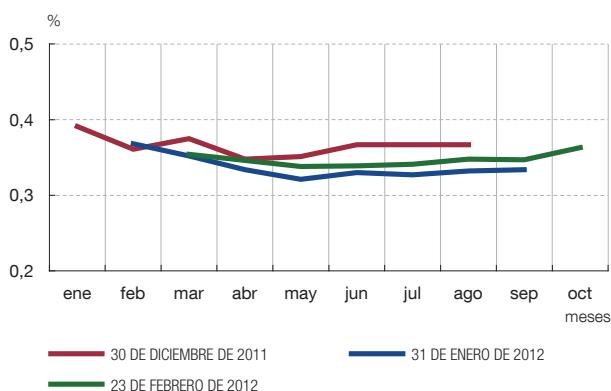
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE

MERCADO INTERBANCARIO  
(media mensual)

CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO

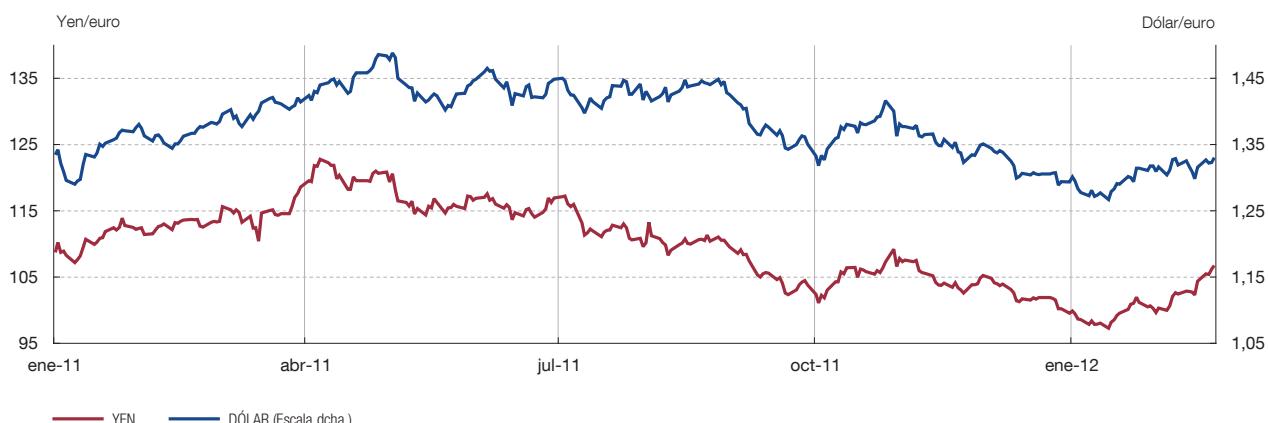


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

la segunda operación de financiación a 36 meses con adjudicación plena (LTRO), lo que debe permitir seguir mejorando el acceso del sector bancario a la liquidez. El Consejo consideró que los actuales tipos de interés oficiales se encuentran en niveles adecuados, ya que se espera un crecimiento contenido de los precios en el horizonte relevante de la política monetaria, en un contexto de recuperación moderada de la actividad económica durante todo 2012, que, no obstante, está sujeto a una elevada incertidumbre y a considerables riesgos a la baja. El BCE ralentizó las compras de deuda en los mercados secundarios con el Programa de Mercado de Valores, situándose en 219,27 mm de euros.

Las tensiones en el mercado de deuda soberana en el área del euro, aunque experimentaron cierta relajación, siguieron siendo elevadas. Los diferenciales de deuda, que se habían reducido, registraron un cierto repunte debido a las incertidumbres surgidas en el contexto de la discusión del segundo programa de ayuda a Grecia, que finalmente se aprobó en la reunión del Eurogrupo del 20 de febrero. El acuerdo alcanzado por el Eurogrupo tiene por objetivo que la deuda griega se sitúe en el 120,5 % del PIB en 2020 y está sujeto a la ejecución con éxito de la Participación del Sector Privado a primeros de marzo. Por su parte, la agencia Moody's redujo la calificación crediticia a siete países el pasado 14 de febrero y, posteriormente, a un centenar de entidades financieras europeas. En el mercado interbancario, el diferencial del euríbor con respecto a las rentabilidades de las



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

operaciones *repo* dejó de crecer a principios de enero y se contrajo en febrero, alcanzando los 130,8 pb en el caso de las operaciones a doce meses. Por su parte, los euríbor a tres meses y a un año siguieron descendiendo hasta alcanzar el 1,01 % y el 1,64 %, respectivamente, en febrero. En diciembre, los préstamos tanto a hogares como a empresas volvieron a reducirse, situándose en el 1,5 % y 1,1 %, respectivamente, caída que estuvo liderada por el retroceso en los préstamos a la adquisición de vivienda. De acuerdo con los resultados mostrados por la Encuesta de Préstamos Bancarios, no se esperan grandes modificaciones adicionales en los próximos meses. En los mercados de renta variable, los aumentos en las cotizaciones del índice Dow Jones EUROSTOXX que venían registrándose desde el inicio del año se detuvieron a mediados de febrero ante las dificultades para poner en marcha el segundo plan de ayuda a Grecia, mientras que en el mercado de divisas el euro permaneció relativamente estable en torno a 1,34 \$/€ (véase gráfico 7). Por último, en diciembre, el agregado monetario amplio M3 registró un crecimiento interanual del 1,6 %, cuatro décimas menos que el mes anterior.

En la reunión informal del Consejo Europeo del 30 de enero, los jefes de Estado y de Gobierno acordaron el nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, que fortalece la disciplina fiscal a través de mecanismos automáticos de sanción y supervisión dentro del área del euro, adquiriendo particular relevancia la obligación de introducir en los sistemas legales nacionales a nivel constitucional el límite del déficit público del 0,5 % del PIB nominal, debiéndose encontrar los presupuestos nacionales equilibrados o en superávit. Asimismo, los líderes europeos acordaron centrarse en un conjunto limitado de prioridades que comparten el objetivo común de potenciar el crecimiento y la generación de empleo. Además, el 14 de febrero, la Comisión adoptó su primer informe sobre el Mecanismo de Alerta en el marco del nuevo Procedimiento de los Desequilibrios Macroeconómicos, y sobre esa base se decidió que, dejados al margen los países bajo un programa de asistencia financiera, otros doce deberán ser objeto de una revisión en mayor profundidad de sus indicadores para determinar si presentan o no desequilibrios que requieran acciones adicionales. Finalmente, en la reunión del ECOFIN del 21 de febrero, se llegó a un acuerdo sobre el segundo paquete de gobernanza económica, que busca una mayor coordinación temporal en la preparación de los presupuestos nacionales, fortalecer la supervisión de los países en procedimiento de déficit excesivo y aumentar la vigilancia de los países con dificultades en términos de estabilidad financiera.

	2008	2009	2010	2011			2012	
	Dic	Dic	Dic	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb (a)
<b>TIPOS BANCARIOS (b)</b>								
HOGARES E ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	5,83	2,62	2,66	3,75	3,72	3,66	...	...
Crédito para consumo y otros fines	8,83	6,96	6,35	7,47	7,22	7,29	...	...
Depósitos	2,79	1,39	1,70	1,72	1,73	1,72	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
Crédito (c)	4,87	2,95	3,24	4,05	3,91	4,02	...	...
<b>MERCADOS FINANCIEROS (d)</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,18	0,80	3,05	3,27	4,58	3,40	2,15	1,35
Deuda pública a cinco años	3,46	2,73	4,64	4,46	5,49	4,63	4,12	3,83
Deuda pública a diez años	3,86	3,80	5,37	5,25	6,19	5,50	5,40	5,13
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,81	0,62	2,47	3,24	4,22	3,43	3,44	3,26
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	2,87	0,72	1,70	2,41	2,69	2,69	2,58	2,18
IBEX 35 (f)	-39,43	29,84	-17,43	-9,17	-14,30	-13,11	-0,67	-0,45

FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Media de datos diarios hasta el 24 de febrero de 2012.  
 b En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede 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.  
 c 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.  
 d Medias mensuales.  
 e Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2010.  
 f Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

#### Evolución financiera en España

En la parte transcurrida de febrero, la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo y su diferencial con la referencia alemana se situaron, en promedio, por debajo de los correspondientes valores de enero, al tiempo que el índice IBEX 35 mostró una ligera revalorización. Por su parte, la información más reciente de los balances financieros de los distintos sectores residentes, correspondiente a diciembre, muestra una aceleración de los pasivos de las AAPP y un moderado incremento del ritmo de contracción de la deuda de las empresas y familias y de los activos más líquidos de sus carteras. Los datos provisionales de enero evidencian una continuidad de la pauta de descenso de los pasivos y de los activos más líquidos de los hogares y las sociedades.

En los días transcurridos de febrero, las rentabilidades de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 1,35 % y el 5,13 %, respectivamente, lo que supuso descensos de 80 pb y 27 pb respecto a los registros de enero (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad entre la deuda española a diez años y la referencia alemana al mismo plazo disminuyó, en promedio, hasta los 326 pb, 18 pb por debajo de la cifra del mes anterior. Por su parte, la prima media de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras se redujo en 40 pb durante el mismo período.

En el mercado de renta variable, el IBEX 35 se revalorizó un 0,2 % en la parte transcurrida de febrero, una plusvalía inferior a la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (4,4 %) y a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (4,1 %). De esta manera, en la fecha de cierre

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH  
Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2011	2009	2010	2011		
	Dic (b)	Dic	Dic	Oct	Nov	Dic
FINANCIACIÓN TOTAL	2.868,6	4,1	3,2	1,0	1,1	1,5
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.132,3	-0,8	0,5	-2,1	-2,1	-2,4
Hogares e ISFLSH	871,5	-0,3	0,2	-2,0	-2,1	-2,4
<i>De la cual:</i>						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	665,4	0,2	0,7	-1,0	-1,2	-1,9
Crédito para consumo y otros fines (c)	203,0	-1,9	-1,3	-5,0	-5,0	-4,0
Sociedades no financieras	1.260,8	-1,2	0,7	-2,1	-2,2	-2,4
<i>De la cual:</i>						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	841,2	-3,5	-1,0	-4,4	-4,5	-5,0
Valores de renta fija (d)	65,4	36,3	11,0	6,0	5,3	7,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	736,2	29,4	13,8	11,8	12,6	14,7
Valores a corto plazo	96,2	62,7	2,5	-0,6	3,6	9,1
Valores a largo plazo	513,8	27,5	15,4	14,6	14,4	15,4
Créditos y resto	126,3	14,6	17,9	11,3	12,7	16,4

FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
b Saldo en miles de millones de euros.  
c Incluye los créditos titulizados.  
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.  
e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

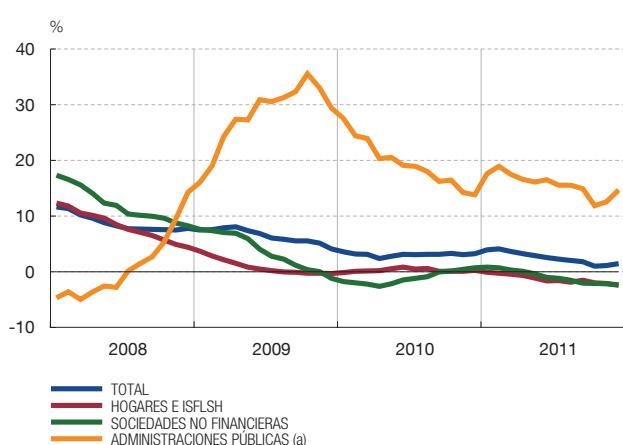
de este artículo, el índice español acumulaba desde principios de año una pérdida del 0,5 %, un resultado que contrasta con las ganancias registradas por la referencia europea y la norteamericana, que fueron del 8,9 % y el 8,6 %, respectivamente.

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, correspondientes a diciembre de 2011, muestran variaciones relativamente reducidas respecto al mes precedente. Así, los préstamos concedidos a las empresas y a las familias para consumo y otros fines se encarecieron en 11 pb y 7 pb, respectivamente, hasta alcanzar el 4,02 % y el 7,29 %. Por su parte, el coste de los fondos otorgados a los hogares para adquisición de vivienda y la rentabilidad obtenida por sus depósitos disminuyeron en 6 pb y 2 pb, respectivamente, lo que los situó en el 3,66 % y 1,72 %.

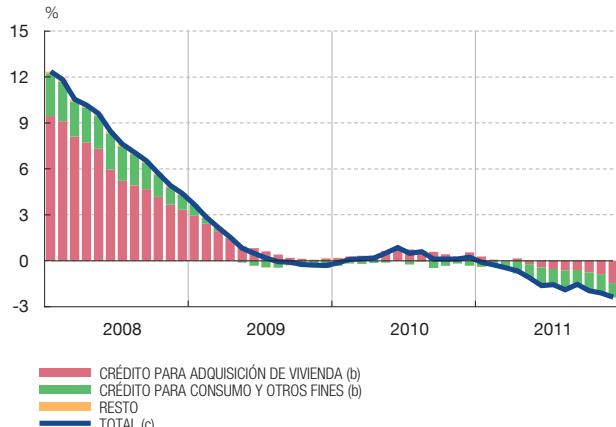
En diciembre de 2011, la tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por los sectores residentes no financieros aumentó hasta el 1,5 %, frente al 1,1 % del mes anterior (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue resultado del mayor dinamismo de los fondos captados por las Administraciones Públicas, que se vio parcialmente compensado por un ligero aumento en la tasa de contracción de los recursos obtenidos por los hogares y las sociedades.

Los pasivos de las familias disminuyeron, en diciembre de 2011, un 2,4 % respecto al mismo período del año anterior. El desglose por finalidades muestra una nueva desaceleración de los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de variación interanual fue del -1,9 %, y una moderación del ritmo de contracción del crédito al consumo y otros fines, que se situó en el 4 %, frente al 5 % registrado el mes precedente.

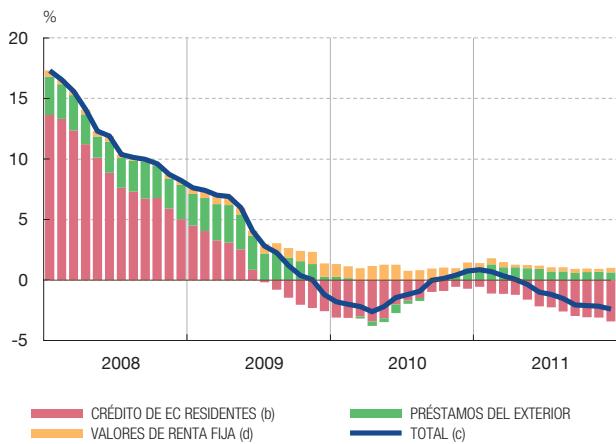
## CRECIMIENTO INTERANUAL



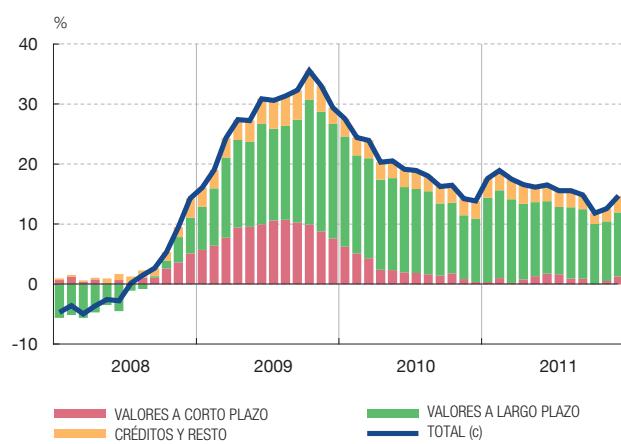
## FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



## FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



## FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES

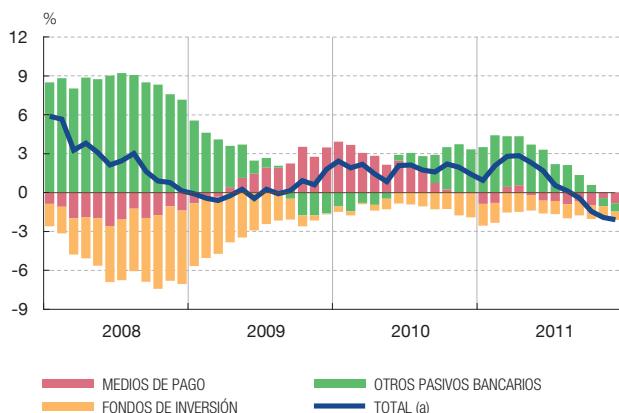
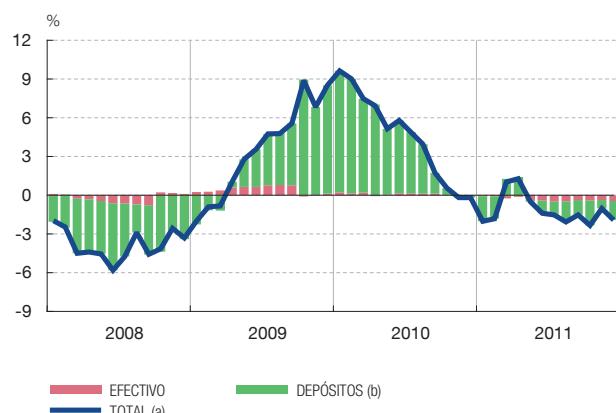
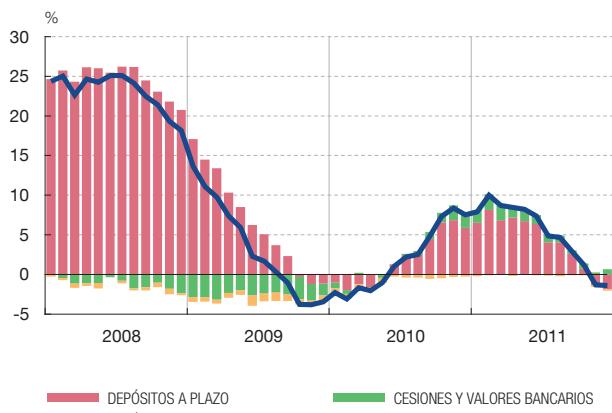
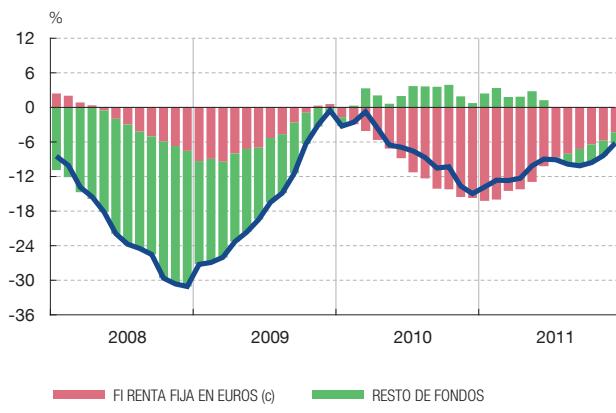


FUENTE: Banco de España.

- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b Incluye los créditos titulizados.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras

Por su parte, los recursos recibidos por las sociedades no financieras descendieron un 2,4 % en relación con el mismo mes de 2010. El detalle por instrumentos refleja un menor dinamismo de la financiación bancaria, con una reducción interanual del 5 %, y una aceleración de la financiación obtenida mediante la emisión de valores de renta fija, que creció un 7,8 % en relación con los niveles de hace un año. De acuerdo con la información provisional más reciente de que se dispone, en enero el crédito concedido a las empresas y los hogares se habría reducido a un ritmo similar al registrado en el mes anterior.

El ritmo de expansión interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas aumentó hasta el 14,7 % en diciembre, 2,1 puntos porcentuales por encima del dato de noviembre. Todos los instrumentos se aceleraron, siendo los créditos concedidos a este sector los que presentaron un mayor dinamismo.

TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS.  
CONTRIBUCIONESMEDIOS DE PAGO.  
CONTRIBUCIONESOTROS PASIVOS BANCARIOS.  
CONTRIBUCIONESFONDOS DE INVERSIÓN.  
CONTRIBUCIONES

FUENTE: Banco de España.

- a Crecimiento interanual.  
 b Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.  
 c La serie incluye las categorías Fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

En diciembre de 2011, los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares continuaron desacelerándose (véase gráfico 9). Todos los instrumentos se contrajeron respecto al mismo período del año anterior, pero, mientras que el ritmo de caída interanual de los medios de pago y los depósitos a plazo aumentó de nuevo, el de los fondos de inversión siguió reduciéndose. La información provisional referida a enero apunta a una prolongación de estas mismas tendencias.

24.2.2012.