

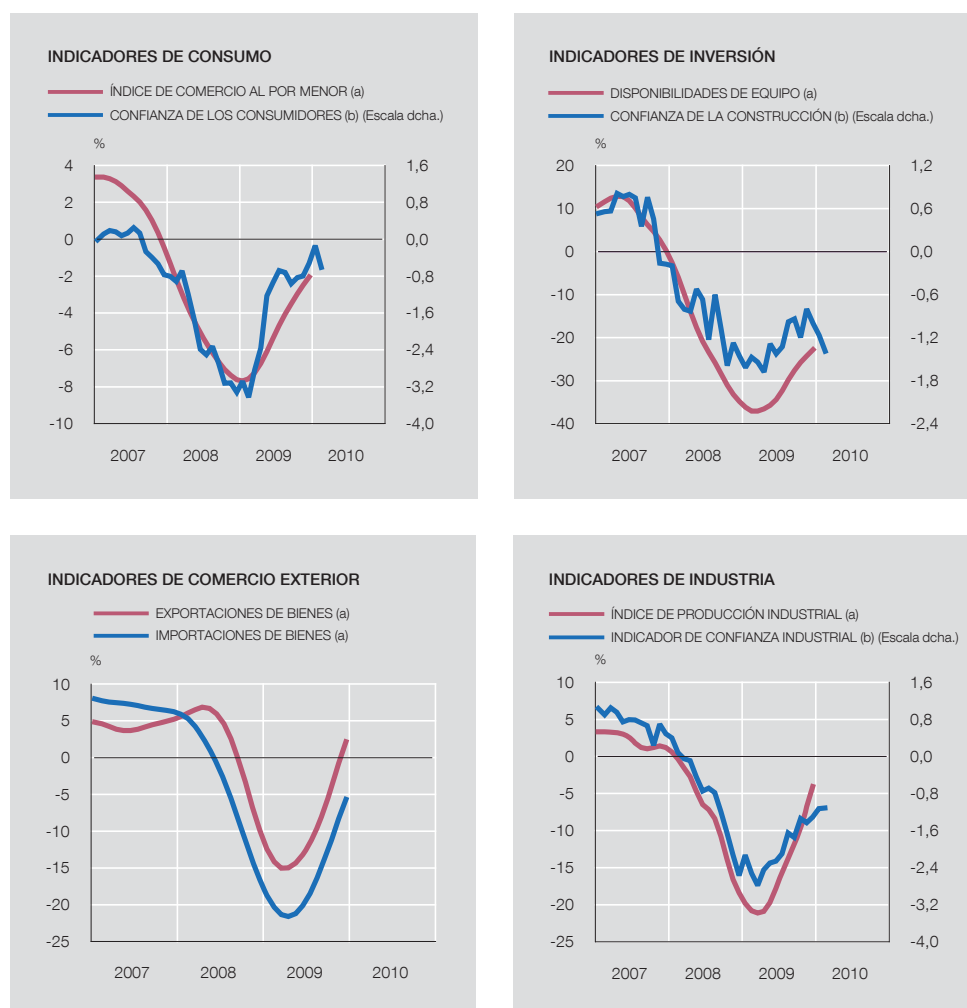
## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### **Evolución del sector real de la economía española**

Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), la contracción de la actividad económica continuó moderándose en el trimestre final de 2009. En concreto, el PIB real registró una disminución intertrimestral del 0,1% (frente a la tasa del -0,3% observada en el tercer trimestre). En términos interanuales, el PIB descendió un 3,1% en el cuarto trimestre, frente al retroceso del 4% del tercero. Esta ralentización interanual de la caída del producto fue fruto de la suavización del ritmo de contracción de la demanda nacional hasta el 5% interanual, 1,2 puntos porcentuales (pp) menos que en el tercer trimestre, en tanto que la aportación al crecimiento del producto de la demanda exterior neta se redujo en cuatro décimas, hasta 2,2 pp. Dentro de la demanda nacional, solo la inversión en otras construcciones y el consumo público presentaron tasas de variación interanual positivas (si bien en el segundo caso con una importante desaceleración). Los restantes componentes siguieron contrayéndose, aunque a tasas más moderadas que en el tercer trimestre. En concreto, el consumo privado disminuyó un 3,4% (frente al -4,8% del tercer trimestre), y la inversión en equipo, en vivienda y en otros productos cayó a tasas muy elevadas, comprendidas entre el -15,3% y el -24,5%, pero en todo caso más reducidas en valor absoluto en comparación con el tercer trimestre. La ralentización de los retrocesos de los flujos de comercio exterior fue especialmente pronunciada, dado que la comparación interanual se realiza frente al cuarto trimestre de 2008, período que vino caracterizado por el colapso de los intercambios comerciales mundiales. Así, en el último trimestre de 2009, las exportaciones e importaciones totales disminuyeron, respectivamente, un 2,9% y un 9,6% en tasa interanual, caída que es, en ambos casos, unos 8 pp menor que la del trimestre anterior. En términos de las tasas intertrimestrales, cabe destacar que el consumo privado registrara, por primera vez desde el cuarto trimestre de 2007, una tasa positiva (en concreto, del 0,3%), así como el fortalecimiento adicional de la inversión en bienes de equipo. Finalmente, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios mostraron, por segundo trimestre consecutivo, avances intertrimestrales apreciables (3% y 2,1%, respectivamente).

Por el lado de la oferta, todas las ramas de la economía de mercado moderaron los ritmos de retroceso interanual de sus respectivos valores añadidos. Esta suavización de los descensos fue mayor en la industria y energía (de 3,7 pp, hasta el -10,5%) que en la construcción y los servicios (cuyas caídas se ralentizaron en torno a 1 pp, hasta el -5,8% y el -1,8%, respectivamente). Por su parte, el crecimiento del valor añadido de los servicios de no mercado se debilitó en 1,6 pp, hasta el 1,2%. La destrucción de empleo en términos interanuales se moderó en algo más de 1 pp, hasta el -6,1%, de modo que, dada la evolución del producto, la productividad aparente del trabajo siguió creciendo a un ritmo interanual elevado (del 3,2%), aunque algo inferior al del tercer trimestre. El aumento de la remuneración por asalariado fue de magnitud análoga —un 3,1%—, con lo que los costes laborales unitarios (CLU) permanecieron aproximadamente estables en términos interanuales (descendiendo, en concreto, por segundo trimestre consecutivo, un 0,1%). Por último, el deflactor del PIB cayó un 0,2% (-0,6% en el trimestre anterior), en tanto que el deflactor del consumo privado repuntó hasta el 0,3%, frente a la contracción del 1,6% del tercer trimestre.

En cuanto a los indicadores disponibles para los primeros meses de 2010, aún muy escasos, los referidos al consumo privado dan señales dispares en cuanto al comportamiento de esta variable al inicio del año. Así, entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores de la Comisión Europea retrocedió en febrero a los niveles de diciembre de 2009, mientras que, por el contrario, el índice de confianza de los comercian-



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, dividida por su desviación estándar).

tes minoristas ha experimentado en enero-febrero una clara mejoría (véase gráfico 1). Por lo que se refiere a los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de automóviles mantuvieron en los meses de enero y febrero el fuerte avance interanual observado los últimos meses, con un crecimiento de casi el 33%, reflejando todavía los efectos del Plan 2000E. Finalmente, el último dato disponible del índice de comercio al por menor se refiere a diciembre, mes en que continuó la recuperación de este indicador, hasta crecer un 0,5% interanual.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles para el comienzo de 2010 apuntan a una continuación del mejor tono mostrado en el tramo final del pasado ejercicio. En concreto, la encuesta trimestral de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros correspondiente al primer trimestre del año arrojó un aumento de los nuevos pedidos por primera vez desde el primer trimestre de 2008 y una mejoría, aunque pequeña, del nivel de utilización de la capacidad productiva por segundo trimestre consecutivo, lo que comienza a alejar a esta variable de sus niveles mínimos históricos. Además, el indicador del clima industrial en el sector productor de bienes de equipo registró también una leve recuperación en el mes de enero. En sentido contrario, las matriculaciones de vehículos de carga,

cuyos ritmos interanuales de descenso habían venido atenuándose en los meses finales de 2009, alentadas por el Plan 2000E, intensificaron su retroceso interanual en enero.

Como viene ocurriendo desde mediados de 2009, los indicadores más recientes referidos a la inversión en construcción han seguido reflejando, en tasa interanual, una moderación de las tendencias contractivas. No obstante, estas continúan siendo fuertes, apreciándose, además, una cierta ralentización en la disminución de las tasas de caída. Este comportamiento se está viendo influido por la finalización de las obras asociadas al Fondo Estatal de Inversión Local, que estaría afectando negativamente a las tasas de crecimiento más cortas. Entre los indicadores contemporáneos, los relativos al mercado de trabajo volvieron a moderar su deterioro en enero, aunque de forma más leve que en meses anteriores, al caer 0,3 pp menos que en diciembre de 2009 el número de afiliados a la Seguridad Social, hasta el -17,6% interanual, y ralentizarse en 2,6 pp el crecimiento del número de parados, hasta el 16,3%. Por su parte, los indicadores contemporáneos que miden la evolución de los consumos intermedios no evolucionaron de forma uniforme en el mes de diciembre, pues, por una parte, el índice de producción industrial de minerales no metálicos suavizó ligeramente su contracción, hasta el 14,5%, mientras que, por el contrario, el ritmo de descenso del consumo aparente de cemento repuntó en 10,7 pp, hasta el -20%. El indicador de confianza de los empresarios del sector evolucionó también desfavorablemente en febrero, mes en que retrocedió por tercera vez consecutiva, según los datos de la encuesta de la Comisión Europea. En relación con los indicadores de carácter adelantado, la última información disponible se refiere a diciembre de 2009, cuando el descenso interanual de la superficie visada de viviendas nuevas se intensificó en más de 10 pp, hasta el -51%. En el caso de la edificación no residencial, la superficie visada retrocedió un 22% interanual, frente al -30% de noviembre.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes intensificaron notablemente su ritmo de avance en el mes de diciembre, hasta un 11,4% en tasa interanual, de tal modo que en el cuarto trimestre se alcanzó un ritmo de crecimiento del 4,3%. En el conjunto del trimestre, la mejoría fue generalizada por tipo de productos, sobresaliendo el dinamismo de las ventas al exterior de bienes de consumo duradero e intermedios no energéticos. Por áreas geográficas, los aumentos de las ventas dirigidas a la UE y al resto del mundo fueron similares en el cuarto trimestre (4,1% y 4,7%, respectivamente). En la vertiente importadora, sin embargo, las compras reales al exterior descendieron en diciembre un 4,8%, tras el impulso mostrado el mes anterior. Con ello, el total de importaciones registró una caída del 1,7% en el conjunto del cuarto trimestre, lo que fue resultado, por grupos de productos, del notable retroceso de las compras de bienes energéticos y de bienes de equipo, que compensó la evolución, más favorable, del resto de partidas. Esta evolución de los intercambios reales en diciembre motivó que se intensificara la corrección del déficit comercial en términos nominales (hasta un 41,2%, frente al 18,4% de noviembre). En el conjunto del trimestre, la disminución del déficit comercial fue también algo superior al 40% interanual, a lo que contribuyó la evolución tanto de los flujos reales como, en menor medida, de la relación real de intercambio. La corrección fue algo más pronunciada en el caso del saldo no energético que en el del energético.

La información más reciente referida al turismo receptor ha seguido confirmando una cierta mejoría de este componente de gasto en términos interanuales. En concreto, la caída de los ingresos se moderó en el cuarto trimestre de 2009 hasta el -5,5% tanto en términos reales, según la CNTR, como en términos nominales, según los datos de Balanza de Pagos, frente a tasas en torno al -9% en el tercer trimestre. De acuerdo con la información disponible, esta mejora habría proseguido en enero. Así, en ese mes, las entradas de turistas extranjeros registraron, según FRONTUR, su primer incremento interanual (1,1%) desde junio de 2008, al

tiempo que el gasto total de los visitantes extranjeros aumentó en términos nominales un 4,1%, según EGATUR, lo que se debió tanto al propio aumento en las llegadas de turistas como a un pequeño repunte de su gasto medio.

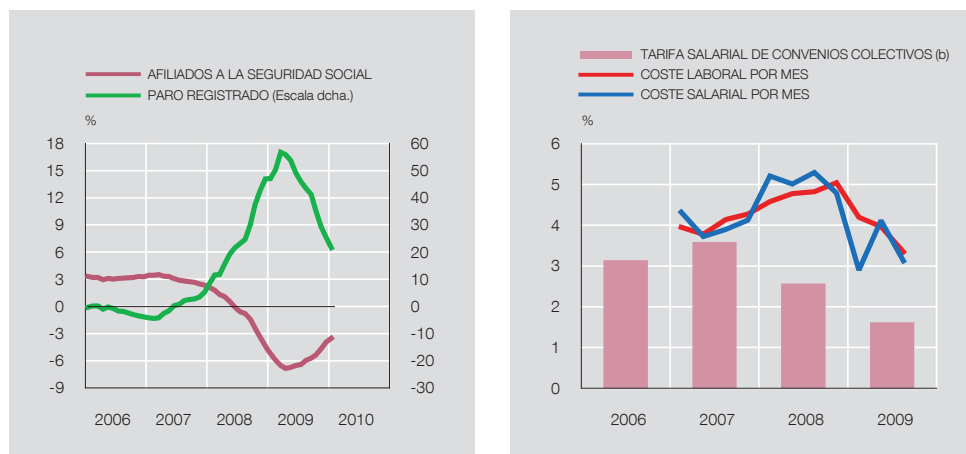
De acuerdo con los datos de la Balanza de Pagos de diciembre de 2009, la necesidad de financiación de la nación se redujo en ese mes un 71% en términos interanuales, intensificando la pauta de corrección de meses anteriores. En el conjunto del cuarto trimestre, la necesidad de financiación acumulada fue un 54% inferior a la observada en el mismo período de 2008. Esta evolución se debió sobre todo a la disminución del déficit comercial (del 37%) y, en menor medida, del de rentas, así como a la favorable evolución del saldo de servicios no turísticos. En 2009, la necesidad de financiación de la economía se situó en 49 mm de euros, un 50% inferior a la contabilizada en 2008.

En la vertiente de la oferta, la caída interanual del índice de producción industrial continuó moderándose en diciembre en términos de la serie corregida de efectos de calendario, hasta una tasa del -3,4% (-5,6% en noviembre). Ello fue el resultado de un comportamiento algo mejor de sus principales componentes, a excepción del de bienes de equipo. Asimismo, otros indicadores referidos a diciembre continuaron mostrando un perfil de atenuación gradual del ritmo de contracción de la actividad del sector. De este modo, en términos reales y corregidos de efectos de calendario, en ese mes el indicador de entradas de pedidos avanzó un 5,9% interanual, mientras que el índice de cifras de negocios moderó su caída hasta el 3,1%. En cuanto a los indicadores del mercado laboral, referidos ya al mes de enero, también se caracterizaron por su comportamiento algo más positivo. Los afiliados a la Seguridad Social recortaron en un punto porcentual su tasa de caída, hasta el -8,2%, mientras que el paro registrado desaceleró su ritmo de avance en 6,2 pp, hasta el 16,9%. Finalmente, entre los indicadores de opinión, el índice de confianza manufacturera de la Comisión Europea no arrojó variaciones en febrero, en tanto que el índice PMI se recuperó en dicho mes, aunque todavía se sitúa en un nivel inferior a 50, frontera que separa la contracción de la actividad de la expansión de la misma.

Por lo que respecta a los servicios, la información coyuntural más reciente apunta también, en líneas generales, a una moderación del deterioro observado en el sector. De este modo, entre los indicadores del mercado de trabajo, las afiliaciones a la Seguridad Social redujeron su ritmo de descenso interanual en enero, hasta un 1,2% (-1,5% en diciembre), al tiempo que el paro registrado creció un 21%, 4,2 pp menos que en diciembre de 2009. Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza procedente de las encuestas de la Comisión Europea registró una notable mejoría en febrero (revirtiendo el retroceso del mes anterior), mientras que, en enero, el índice PMI aumentó 3,8 puntos, alcanzando su nivel más elevado desde diciembre de 2007.

Según los datos de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2009 el ritmo de destrucción de empleo se redujo en 1,1 pp, hasta el -6,1% interanual, tasa coincidente con la proporcionada por la EPA. Este perfil de ralentización en el ajuste del mercado de trabajo también se observa en los indicadores más recientes. En particular, en el mes de enero el número de afiliados a la Seguridad Social retrocedió un 3,5% (-3,9% en diciembre), mientras que la tasa interanual de avance del número de desempleados se desaceleró en 3,7 pp, hasta el 21,7% (véase gráfico 2).

De acuerdo con la información más reciente incluida en el Programa de Estabilidad 2009-2013, el sector Administraciones Públicas cerró el año 2009 con un déficit del 11,4% del PIB, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional. Por subsectores, la Administración Cen-

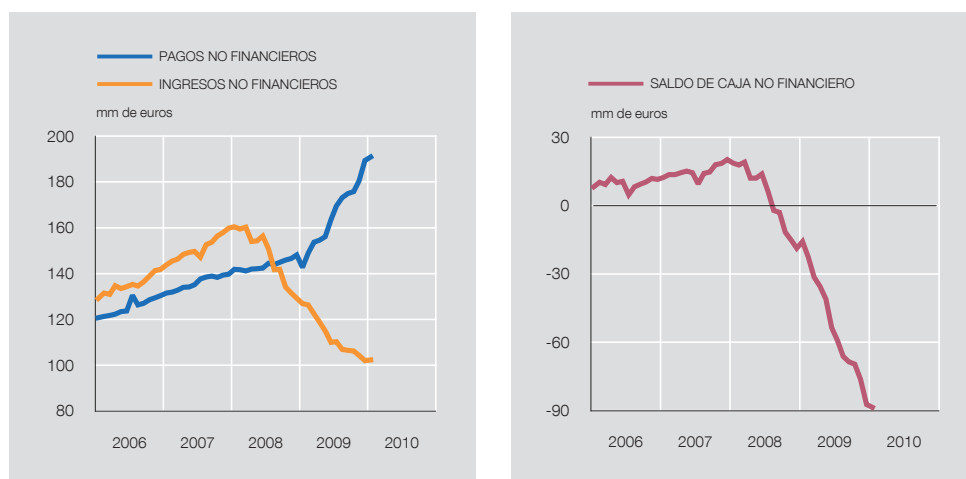


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta enero de 2010.

INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA  
Totales móviles de doce meses



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: enero de 2010.

tral registró un déficit del 9,5% del PIB, mientras que para las Comunidades Autónomas alcanzó el 2,2% y en las Corporaciones Locales fue del 0,5%. En cambio, la Seguridad Social habría obtenido un superávit del 0,8% del PIB.

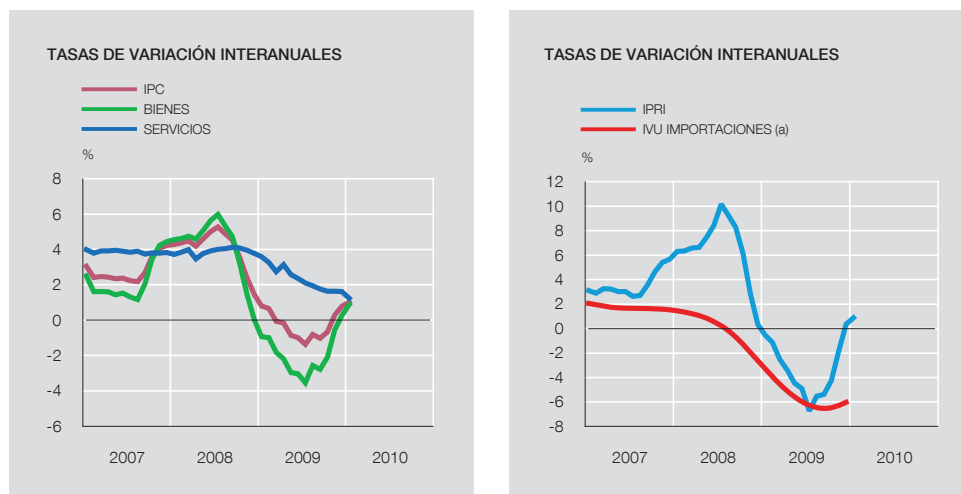
En el terreno de la la ejecución presupuestaria del Estado, el año 2009 acabó con un déficit de 99,8 mm de euros, según el criterio de Contabilidad Nacional (lo que, como se ha indicado, representa un 9,5% del PIB). Esa cifra se reduce hasta los 87,3 mm cuando se utiliza el criterio de caja (véase gráfico 3). En ambos casos, el deterioro del saldo fue muy superior al previsto inicialmente, como consecuencia de un crecimiento de los gastos que se ha ido intensificando a lo largo del año, mientras que los ingresos mantuvieron un ritmo de caídas algo más estable. En relación con el año 2010, los datos de ejecución del Presupuesto del Estado referidos al mes de enero muestran un déficit de 765 millones de euros en términos de Contabilidad Nacional y de 3,6 mm de euros en términos de caja. En todo caso, las cifras de enero son, habitualmente, escasamente representativas de la evolución del saldo presupuestario del Estado en el conjunto del año.

La información más reciente relativa a las tarifas negociadas en el marco de la negociación colectiva entre el 1 y el 31 de enero —por tanto, antes de que los agentes sociales firmaran el acuerdo para el empleo y la negociación colectiva 2010-2012 el 8 de febrero— refleja un incremento medio pactado de las tarifas del 1,6% para 2010. Esta tasa es un punto porcentual inferior a la acordada en 2009. Por otra parte, cabe esperar que este año tampoco se activen las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2009. Por ramas de actividad, los incrementos medios acordados están comprendidos entre el 1,1% en la industria y el 2% en la construcción. El citado acuerdo fija el 1% como techo para los incrementos salariales en el presente ejercicio, lo que ha de permitir que, en el futuro inmediato, el crecimiento de los salarios se acompañe en mayor medida a la situación económica de lo que lo ha hecho hasta ahora.

En enero, el ritmo de variación interanual del IPC registró un avance de dos décimas respecto al mes precedente, hasta el 1% (véase gráfico 4). La aceleración del índice general estuvo motivada por un nuevo repunte en los precios de la energía (de 3,9 pp, hasta el 11,4%), parcialmente compensado por la ralentización observada en la mayoría de los restantes componentes. Así, la caída de los precios de los alimentos no elaborados se intensificó en unas décimas, hasta el 3,2%. Por su parte, el crecimiento del IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registró un descenso de dos décimas, hasta el 0,1%. Dentro de este indicador, los ritmos de avance de los precios de los servicios y de los alimentos elaborados disminuyeron en 0,4 pp y 0,2 pp, respectivamente, hasta tasas del 1,2% y del 0,5%, mientras que el de los bienes industriales no energéticos se mantuvo estable por tercer mes consecutivo en el -1,7%. Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también aumentó en dos décimas su avance interanual en enero, hasta el 1,1%, mientras que en la UEM el indicador análogo se aceleró en una décima, hasta el 1%; por ello, el diferencial con esa área aumentó en una décima, situándose en 0,1 pp, el primer valor positivo desde noviembre de 2008. En febrero, según el indicador adelantado, el IAPC español habría crecido un 0,9%.

En enero de 2010, la tasa de crecimiento del índice de precios industriales repuntó en medio punto porcentual, hasta el 0,9%. Esta evolución se debió, fundamentalmente, a la aceleración de los precios de los bienes intermedios, cuya tasa de caída pasó del -2,7% en diciembre de 2009 al -0,9% en enero de este año. Por el contrario, los componentes de bienes de consumo (duradero y no duradero) y equipo experimentaron pequeñas ralentizaciones adicionales, mientras que la tasa de variación del componente energético permaneció en el 6,3%. El índice sin energía aminoró en 0,7 pp su ritmo de descenso, hasta el -0,3%.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), moderaron en diciembre en más de 5 pp su descenso interanual hasta el 7,2%. La desaceleración, que afectó a todos los grupos de productos, fue más acusada en el caso del componente energético, cuyo retroceso se ralentizó en más de 13 pp hasta el -2,5%, en consonancia con el notable encarecimiento interanual —cercano al 50%— del precio del petróleo importado. Entre los componentes no energéticos, destacaron las menores caídas de los precios de las compras de bienes de consumo no alimenticio y de equipo, aunque estas siguieron siendo abultadas (del -8% y -4,6%, respectivamente). En la vertiente exportadora, el IVU del conjunto de ventas al exterior cayó en diciembre un 6,7% (-8,6% en noviembre). Por grupos de productos destacó, como en el caso de las importaciones, la significativa desaceleración de la disminución de los precios del componente energético, que redujo en 8,5 pp su caída, hasta el -25,1%. La moderación de los descensos del resto de componentes fue menor, a excepción de los precios de los bienes de equipo. Por otra parte, el índice de precios de importación de productos industriales elaborado por el INE experimentó en diciembre una aceleración hasta el 1,8%, frente al retroceso del 3,1% del mes anterior. Como en el caso de los IVU, este



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

comportamiento reflejó principalmente el mayor impulso de los precios del componente energético, aunque también la menor caída en los precios de los bienes intermedios y bienes de consumo. De manera análoga, el repunte de los precios energéticos explicó la trayectoria de los precios de exportación de los productos industriales, que pasaron a crecer, aunque débilmente (un 0,7%), en términos interanuales en diciembre, frente al retroceso del -1,7% en noviembre.

**Evolución económica y financiera en la UEM**

En febrero, los mercados financieros internacionales evolucionaron con cierta inestabilidad, ante acontecimientos en varios frentes. Por una parte, se mantuvo la incertidumbre generada por las dificultades fiscales de algunos países, principalmente europeos. Por otra parte, aunque con menor trascendencia, la autoridad monetaria china introdujo ciertas medidas restrictivas, en un contexto de fuerte aumento del crédito, mientras que la reserva Federal de Estados Unidos concretó algunos aspectos de la salida del impulso monetario. En la primera parte del mes de febrero, se observó un repunte de la volatilidad y se produjeron notables descensos en los índices bursátiles globales, al tiempo que la huida de los inversores hacia los activos de mayor calidad propiciaba un descenso de la rentabilidad a largo plazo de la deuda pública de Estados Unidos. Tras los mensajes de respaldo de la Unión Europea a Grecia, los mercados se estabilizaron y se revirtieron en buena medida los movimientos anteriores. En el marco de la mayor volatilidad de los mercados y de una mejora relativa de las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos frente a otras economías desarrolladas, el dólar siguió una senda de apreciación frente a las principales divisas, en particular, el euro. Cabe destacar que la pendiente de la curva de rendimientos entre los tipos de interés a largo y a corto plazo en Estados Unidos alcanzó máximos de los últimos veinte años, observándose también un cierto repunte en los diferenciales de la deuda corporativa —en especial, los de las empresas con peor calificación crediticia—, mientras que los diferenciales soberanos de las economías emergentes saldarón el mes con un ligero descenso. La recuperación de los mercados financieros en la segunda mitad del mes se trasladó a los mercados de materias primas, cuyos precios se fueron incrementando gradualmente, al mismo tiempo que se revisaban al alza las previsiones de demanda de crudo por parte de la Agencia Internacional de la Energía.

En Estados Unidos, la revisión del PIB del cuarto trimestre mostró un crecimiento del 1,4% trimestral (5,9% en tasa anualizada), frente al incremento del 0,6% en el tercero, apoyado, funda-



mentalmente, en la mayor contribución de las existencias y, en menor medida, en el aumento de la inversión en equipos. En enero, los indicadores de actividad y, con menor intensidad, los de demanda señalan avances positivos, aunque frenados por la debilidad del mercado laboral, donde, a pesar de que continuó la destrucción de empleo en enero, se redujo la tasa de paro al 9,7%. Por su parte, en el mercado inmobiliario residencial las ventas de nuevas viviendas cayeron de forma notable en enero —algo atribuible, en gran parte, a factores climatológicos desfavorables—, mientras que las viviendas iniciadas se recuperaron de las caídas puntuales de meses anteriores, gracias a la extensión de las ayudas públicas. En cuanto a los precios, la inflación general aumentó una décima en enero, hasta el 2,6% interanual, mientras que la tasa subyacente retrocedió dos décimas, hasta el 1,6% interanual. En este contexto, en su reunión de enero la Reserva Federal mantuvo inalterados el tipo de interés oficial y el objetivo de compras de activos, que vence el 31 de marzo. No obstante, el 1 de febrero expiraron una de las medidas de financiación para el mercado de pagarés comerciales (CPFF) y la mayoría de las facilidades de liquidez —como estaba programado—, al tiempo que aumentó el coste de provisión de liquidez a través del programa TAF. Asimismo, la Reserva Federal aumentó el tipo de descuento, desde el 0,50% al 0,75%, revirtiendo en parte la reducción del diferencial de este con el tipo de interés objetivo de los fondos federales que se implementó al inicio de la crisis.

En Japón, la primera estimación del PIB del cuarto trimestre mostró un aumento del 1,1% trimestral (–0,4% interanual), tras un crecimiento nulo en el tercer trimestre, derivado del fuerte incremento de las exportaciones, la contribución positiva de las existencias y la mejoría de la demanda interna —muy influida por el estímulo de las ayudas fiscales—. En enero, tanto el indicador de condiciones empresariales como el sentimiento de los consumidores mejoraron de forma moderada, y se mantiene la dicotomía entre la recuperación del sector manufacturero —impulsado por la expansión de la producción industrial y las exportaciones— y la debilidad del sector servicios —más ligado al consumo interno—. Por parte del sector exterior, en diciembre se redujeron levemente los superávits comercial y por cuenta corriente, algo atribuible, en parte, a la apreciación del yen. En enero, los precios de consumo y al por mayor continuaron cayendo en términos interanuales, aunque con menor intensidad que en meses anteriores (–1,3% y –2,1%, respectivamente), mientras que la inflación subyacente se mantuvo en el –1,2%. En esta situación, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1% y reafirmó su propósito de luchar contra la deflación.

En Reino Unido, de acuerdo con la segunda estimación, el PIB del cuarto trimestre creció un 0,3% trimestral (–3,3% interanual), frente a la disminución del 0,3% del trimestre anterior, apoyado en la mejoría del consumo privado y en la menor caída de las existencias. Los indicadores de actividad del primer trimestre muestran un tono más positivo, en especial en el sector manufacturero, cuya recuperación se beneficia también del repunte de las exportaciones. Por el contrario, la subida de 2,5 pp en el tipo impositivo del IVA en enero, unido a las adversas condiciones climatológicas, condicionó la caída mensual de las ventas al por menor, truncando la mejoría del gasto privado en la última parte del año. En el mercado inmobiliario, las ventas repuntaron en diciembre, anticipándose a la expiración de algunas ayudas fiscales en enero, aunque dentro de niveles de actividad reducidos, mientras que continuó la recuperación de los precios. Por otra parte, persiste cierta fragilidad en el mercado laboral, pues, si bien se mantiene una tasa de paro contenida —7,8% en diciembre—, siguió aumentando el número de solicitantes de prestaciones por desempleo en enero. Igualmente, las finanzas públicas volvieron a deteriorarse en enero, lo que generó cierta volatilidad en los mercados de deuda soberana. La inflación del IPC aumentó notablemente en enero, hasta el 3,5% interanual, si bien se atribuye en buena medida a factores temporales —como el mencionado incremento del IVA y efectos base derivados del incremento del precio del petróleo— y que no parecen haber cambiado las expectativas de inflación. En este entorno, en febrero, el Banco

de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés en el 0,5% y estableció una pausa en el programa de compra de activos.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del cuarto trimestre moderó su caída interanual en comparación con el trimestre anterior —salvo en Bulgaria y la República Checa—, mientras que en Polonia se estima un crecimiento en torno al 3%. No obstante, la mayoría de países continuaron registrando tasas trimestrales negativas, lastradas por la debilidad de la demanda interna, a pesar de la mejoría gradual de las exportaciones. En enero se habría producido un moderado aumento en la actividad y en la demanda externa, pero con marcadas diferencias por países. La tasa de inflación aumentó en enero, hasta el 3,3% interanual en promedio, debido en gran medida a los incrementos a comienzos de año en los impuestos indirectos y en los precios administrados. En este contexto, Rumanía y Hungría continuaron disminuyendo los tipos de interés oficiales, situándolos en el 7% y 5,75%, respectivamente. En el ámbito fiscal, el compromiso de muchos Gobiernos en la consolidación de las cuentas públicas ha determinado la mejora de las perspectivas de calificación crediticia, de negativas a estables, en los países bálticos y Bulgaria.

En China, la actividad y el sector exterior continuaron mostrando un gran dinamismo en enero, tras haberse acelerado el PIB en el cuarto trimestre —10,7% interanual, 1,6 pp más que en el tercero—. No obstante, la notable expansión de las importaciones en enero redujo el superávit comercial, al tiempo que aumentaron las inversiones extranjeras directas. La inflación general disminuyó en enero, del 1,9% al 1,5% interanual, y la oferta monetaria continuó creciendo a ritmos interanuales superiores al 25%. En este contexto, el banco central elevó en 50 puntos básicos (pb) el coeficiente de reservas bancarias. En el resto de Asia, se aceleró el PIB en el cuarto trimestre, con un crecimiento promedio del 5,5% interanual, superior al 3,9% del trimestre anterior. De hecho, tanto la producción industrial en diciembre como las exportaciones en enero registraron elevados crecimientos interanuales en toda la región. En contrapartida, la inflación repuntó en enero de manera generalizada, y de forma intensa en la India —8,6% interanual—. A pesar del aumento de la inflación, las políticas monetarias mantuvieron inalterados los tipos de interés oficiales, si bien la India aumentó el coeficiente de reservas en 75 pb, situándolo en el 5,75%.

En el conjunto de América Latina, los indicadores referidos al cuarto trimestre apuntarían a una gradual recuperación de la actividad, que inicialmente se confirma con los datos del PIB en Perú y México en dicho trimestre: un mayor crecimiento interanual en el primer caso y una caída interanual más moderada en el segundo. Por el contrario, la inflación promedio de la región revertió la tendencia y aumentó cuatro décimas en enero, hasta el 5,8% interanual, mientras que la tasa subyacente repuntó dos décimas, situándose en el 6,5%. En este contexto, los bancos centrales de la región mantuvieron inalterados los tipos de interés oficiales, si bien Brasil aumentó los requerimientos de reservas bancarias. En 2009, las balanzas comerciales mejoraron sustancialmente gracias a un fuerte repunte de las exportaciones y a un crecimiento muy bajo —o, en algunos países, incluso caídas— en las importaciones. Los flujos de capitales recibidos continuaron su senda ascendente, lo que llevó a la introducción de un gravamen sobre operaciones a corto plazo en dólares en Perú y a que se hayan reactivado los mecanismos de acumulación de reservas en México. El saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) continuó deteriorándose, en especial por la caída de los ingresos, y la deuda pública para el conjunto de la región aumentó en 4 pp del PIB en 2009 (en torno al 34% del PIB).

Por su parte, en la zona del euro, de acuerdo con la estimación provisional de Eurostat, en el período de octubre-diciembre el PIB de la UEM creció en términos intertrimestrales un 0,1%, tres décimas por debajo de la tasa registrada tres meses antes. En términos interanuales, el PIB retrocedió un 2,1%, dos puntos menos que en el tercer trimestre, y en el conjunto del año

		2009				2010	
		SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	-12,7	-11,0	-6,8	-4,8		
	Comercio al por menor	-2,8	-0,9	-1,8	-1,2		
	Matriculaciones de turismos nuevos	9,6	10,8	34,0	19,5	8,3	
	Indicador de confianza de los consumidores	-19,0	-18,0	-17,0	-16,0	-16,0	-17,0
	Indicador de confianza industrial CE	-24,0	-21,0	-19,0	-16,0	-14,0	-13,0
	PMI de manufacturas	49,3	50,7	51,2	51,6	52,4	54,1
	PMI de servicios	50,9	52,6	53,0	53,6	52,5	52,0
	IAPC	-0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	1,8	0,3	-0,3	-0,3	0,1	
	M1	12,8	11,8	12,5	12,3	11,5	
	Crédito a los sectores residentes	3,4	3,2	2,7	2,4	1,6	
	<i>AAPP</i>	13,5	15,1	13,2	11,2	9,1	
	<i>Otros sectores residentes</i>	1,4	0,9	0,6	0,7	0,1	
	<i>De los cuales:</i>						
	— <i>Préstamos a hogares</i>	-0,3	-0,1	0,5	1,3	1,6	
	— <i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-0,2	-1,2	-1,9	-2,2	-2,7	
	EONIA	0,36	0,36	0,36	0,35	0,34	0,34
	EURIBOR a tres meses	0,77	0,74	0,72	0,71	0,68	0,66
	EURIBOR a un año	1,26	1,24	1,23	1,24	1,23	1,23
	Rendimiento bonos a diez años	3,86	3,80	3,83	3,88	4,10	4,11
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,43	-0,41	-0,41	-0,28	-0,34	-0,39
	Tipo de cambio dólar/euro	1,456	1,482	1,491	1,461	1,427	1,369
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	17,2	11,9	14,1	21,0	-6,4	-8,0	

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

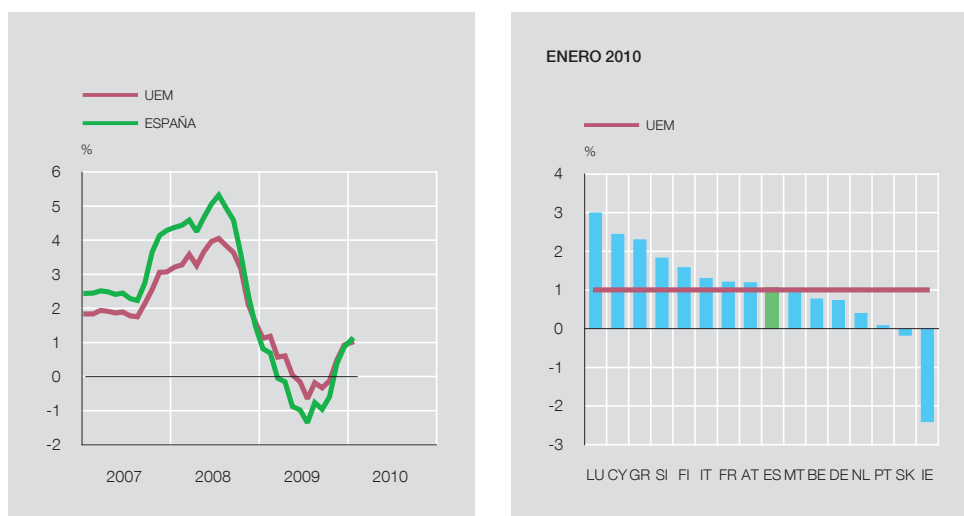
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 26 de febrero de 2010.

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

cayó un 4%, frente a un aumento del 0,5% en 2008. Aunque todavía no se dispone de la desagregación por componentes, la información provisional disponible por países apunta a que la demanda interna ha seguido limitando la expansión, mientras que el sector exterior y los inventarios han podido contribuir positivamente. Entre las mayores economías, la evolución ha sido dispar. Francia experimentó una aceleración de cuatro décimas en su crecimiento hasta el 0,6%, mientras que Alemania e Italia interrumpieron la recuperación observada el trimestre anterior con un avance nulo y una caída del 0,2%, respectivamente. Finalmente, en España el retroceso del PIB se moderó: -0,1%, frente al -0,3% precedente.

La información más reciente sugiere un avance lento de la actividad en la parte final de 2009 y el principio de 2010. Por el lado de la oferta, la producción industrial y los pedidos industriales —excluyendo su componente más volátil, el equipamiento de transporte pesado— registraron caídas en diciembre, del 1,7% y 0,4%, respectivamente. Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea y la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera mejoraron en enero y, sobre todo, en febrero. Sin embargo, los indicadores equivalentes en el sector servicios mostraron señales dispares. El elaborado por la Comisión Europea aumentó, mientras que el de directores de compras se contrajo en los dos primeros meses del año. Finalmente, la confianza de la construcción volvió a empeorar en este período. Por el lado de la demanda, el crecimiento nulo de las ventas al por menor en diciembre y la fuerte caída de las matriculaciones de automóviles en enero, junto con el retroceso de la confianza de los consumidores y de los minoristas en febrero (véase cuadro 1), confirman la debilidad del consumo privado. Por el contrario, los in-



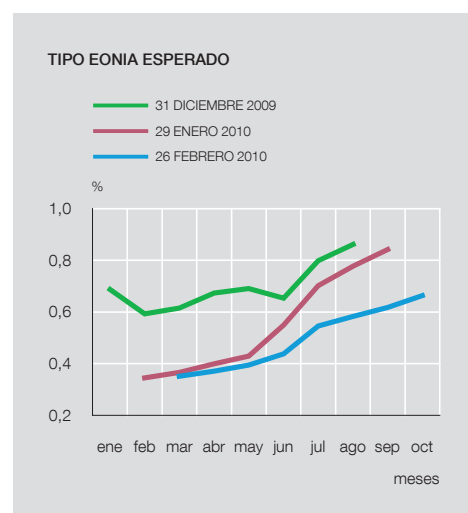
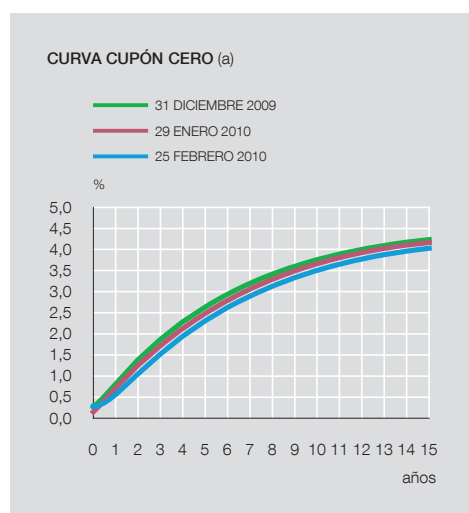
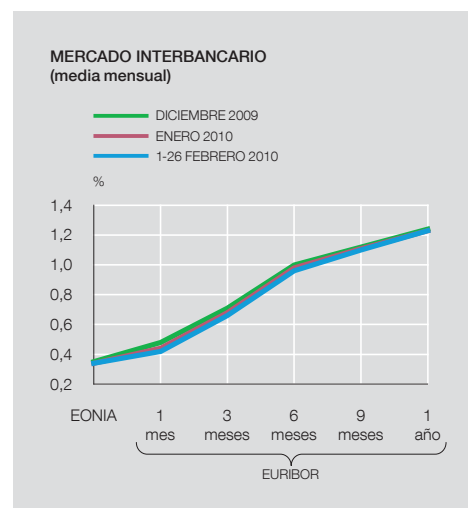
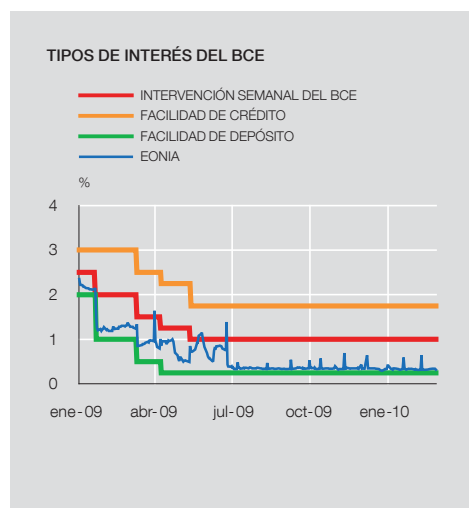
FUENTE: Eurostat.

dicadores de la inversión mostraron ciertos signos positivos, aunque partiendo de niveles históricamente muy bajos. El grado de utilización de capacidad productiva de la encuesta trimestral de la Comisión Europea se incrementó en el primer trimestre, mientras que la valoración de la cartera de pedidos aumentó en enero y febrero. Finalmente, en relación con la demanda externa, mejoraron las exportaciones nominales de la UEM en diciembre, la valoración de la cartera de pedidos exteriores en enero y las expectativas de exportación en el primer trimestre de 2010.

Según los datos facilitados por Eurostat, la tasa de variación interanual del IAPC aumentó una décima en enero, hasta situarse en el 1%. La evolución del índice general se debió a la moderación de la caída de los precios de los alimentos no elaborados y a la aceleración de los de la energía, puesto que el resto de componentes disminuyó su ritmo de avance. De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, redujo en una décima su tasa de crecimiento interanual hasta el 0,9%. Los precios industriales ralentizaron su ritmo de caída interanual en diciembre en 1,5 pp, hasta el -2,9%, por el menor retroceso de todos sus componentes, salvo los precios de los bienes de consumo duradero, que estabilizaron su expansión.

El Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones de febrero y marzo, decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 0,25% y 1,75% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. El Consejo consideró que los 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. En particular, las previsiones elaboradas por el BCE en marzo establecen un rango de crecimiento esperado del producto de entre un 0,4% y un 1,2% para 2010 y de entre un 0,5% y un 2,5% para 2011, mientras que las previsiones de inflación se sitúan entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011.

Asimismo, en la reunión de marzo el Consejo decidió que las subastas semanales y las especiales a un mes continuarán realizándose a tipo fijo y con adjudicación plena mientras sea necesario y al menos hasta el 12 de octubre. En cambio, las operaciones regulares de refi-

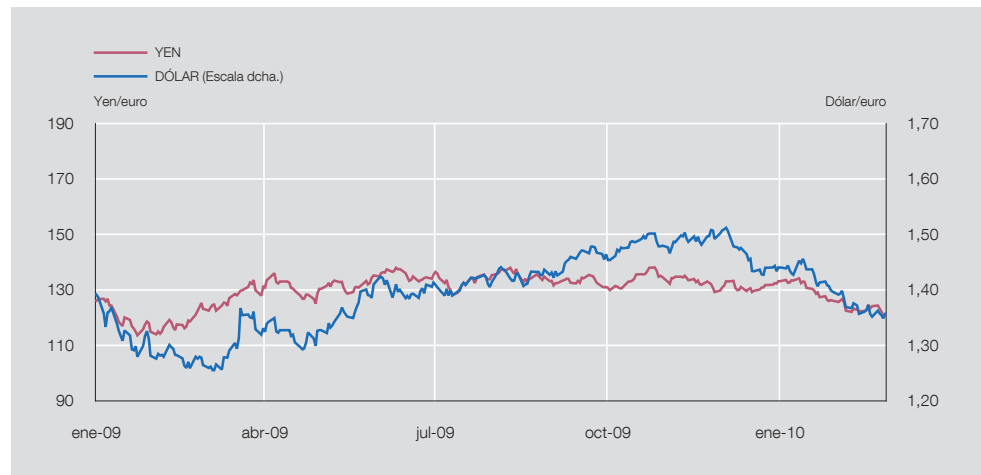


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de *swaps*.

nanciación a tres meses volverán al procedimiento habitual de subastas a tipo variable a partir del 28 de abril, si bien las cantidades adjudicadas se determinarán con el objetivo de suavizar las condiciones en los mercados y evitar diferenciales significativos con respecto al tipo de las operaciones principales de financiación. Con esta decisión, el Eurosistema mantiene su política de provisión de liquidez en condiciones favorables al tiempo que previene las distorsiones en los mercados que generaría mantener las medidas extraordinarias más tiempo del necesario.

El Consejo ECOFIN de febrero aprobó un calendario preciso de corrección del déficit excesivo para Grecia, que requiere un ajuste presupuestario de al menos el 4% del PIB en 2010 y situarlo por debajo del 3% en 2012. Asimismo, solicita a Grecia presentar un informe el 16 de marzo con el calendario de ejecución de las medidas con fines presupuestarios para 2010. Entretanto, si el Consejo considera que se ha materializado algún riesgo asociado a los límites de déficit y deuda establecidos, dicho informe deberá detallar, además, las medidas adicionales necesarias para alcanzar los objetivos para este año. Finalmente, el 15 de mayo, y posteriormente con periodicidad trimestral, deberá entregar informes que detallen las decisiones adoptadas para dar cumplimiento a los requerimientos del ECOFIN.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron estables en febrero, en niveles del 0,7% y del 1,2% para el EURIBOR a tres y a doce meses, respectivamente (véase gráfico 6). Los tipos a largo plazo de la deuda pública de la UEM se situaron en el 4,1%, nivel similar al de principios de mes, si bien los anuncios sobre planes de rescate griegos han generado mucha volatilidad. En el caso del Bund alemán, la rentabilidad se mantuvo estable en febrero alrededor del 3,1%, lo que supone unos 55 pb por encima de los tipos equivalentes en Estados Unidos. Por otra parte, a pesar del reducido coste de la financiación bancaria, el crédito al sector privado intensificó su caída en enero, por la reducción de los contratos con sociedades no financieras (-2,7% en términos interanuales). Los préstamos a hogares, en cambio, registraron un incremento, y la tasa interanual subió tres décimas, hasta el 1,6%.

En los mercados de renta variable, durante la primera semana de febrero las cotizaciones sufrieron una fuerte corrección, recuperándose en parte a continuación, para situar el valor del índice Dow Jones EUROSTOXX a un nivel un 1,7% inferior al de finales de enero. En los mercados de divisas, el euro se ha depreciado significativamente frente al dólar a lo largo del mes, cotizando en torno a los 1,36 \$/€ (véase gráfico 7).

Por último, en enero el agregado monetario amplio M3 registró un crecimiento interanual del 0,1%, cuatro décimas más que el mes anterior, afectado en parte por su comportamiento pasado durante el agravamiento de la crisis financiera hace un año. Los componentes más líquidos mantuvieron un fuerte dinamismo, mientras que los depósitos a mayor plazo y los valores negociables mostraron un claro retroceso.

### ***Evolución financiera en España***

Durante febrero, la evolución de los mercados financieros nacionales ha seguido estando influida, al igual que en el resto de la UEM, por la preocupación de los participantes en los mismos sobre los riesgos soberanos en el contexto de las dificultades por las que atraviesan las finanzas públicas griegas. En este entorno, el diferencial de rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo respecto a la referencia alemana mostró una elevada volatilidad, al tiempo que retrocedió el índice IBEX 35 y se incrementaron las primas de los derivados crediticios de las empresas no financieras. La información más reciente de los balances financieros de los distintos sectores residentes, correspondiente a diciembre, continúa evidenciando descensos interanuales en el saldo de la financiación de los hogares y las sociedades y un notable dinamismo de los pasivos de las AAPP, aunque algo inferior al de los meses precedentes. Estos desarrollos vinieron acompañados de un cierto aumento en el ritmo de expansión de los

TIPOS BANCARIOS (a)		2006	2007	2008	2009			2010	
		DIC	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB
HOGARES E ISFLSH:									
	Crédito para vivienda	4,74	5,53	5,83	2,78	2,70	2,62	2,60	...
	Crédito para consumo y otros fines	7,36	8,38	8,83	7,59	7,40	6,98	7,69	...
	Depósitos	1,79	2,72	2,79	1,39	1,42	1,39	1,35	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:									
	Crédito (b)	4,77	5,80	4,87	2,91	2,91	2,95	2,78	...
MERCADOS FINANCIEROS (c)									
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,69	4,01	2,18	0,78	0,78	0,80	0,73	0,72
	Deuda pública a cinco años	3,78	4,12	3,46	2,75	2,69	2,73	2,91	2,92
	Deuda pública a diez años	3,82	4,35	3,86	3,77	3,79	3,80	3,99	3,98
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,03	0,09	0,80	0,53	0,51	0,58	0,69	0,78
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,26	0,64	2,90	0,88	0,80	0,72	0,72	0,94
	IBEX 35 (e)	31,79	7,32	-39,43	24,13	26,63	29,84	-8,31	-13,45

FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a. 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. Medias mensuales.  
d. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2008.  
e. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

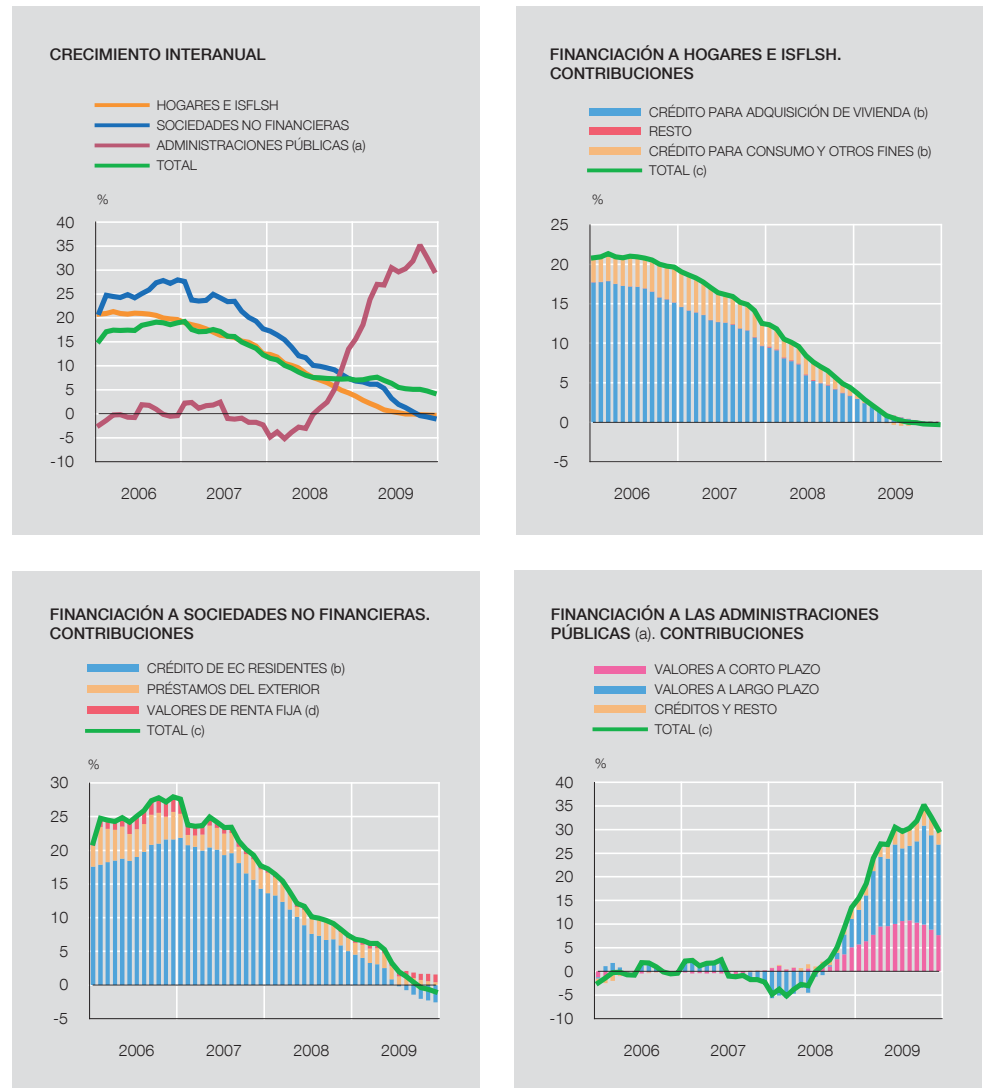
#### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2009	2007	2008	2009		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
FINANCIACIÓN TOTAL	2.773,0	12,3	7,3	5,1	4,8	4,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.211,9	15,5	6,1	-0,3	-0,5	-0,7
Hogares e ISFLSH	903,6	12,5	4,4	-0,2	-0,3	-0,3
De la cual:						
— Crédito para adquisición de vivienda (c)	678,0	13,0	4,5	0,2	0,1	0,1
— Crédito para consumo y otros fines (c)	222,9	10,9	3,9	-1,4	-1,4	-1,5
Sociedades no financieras	1.308,3	17,7	7,4	-0,4	-0,6	-1,0
De la cual:						
— Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	916,6	19,5	6,8	-2,8	-3,1	-3,5
— Valores de renta fija (d)	56,2	18,4	12,1	29,5	33,9	37,0
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	561,1	-2,3	13,5	35,2	32,7	29,9
Valores a corto plazo	86,0	2,5	58,3	94,3	75,6	62,6
Valores a largo plazo	385,5	-3,1	8,1	29,1	28,0	27,4
Créditos y resto	89,6	-1,2	13,7	24,8	22,5	17,1

FUENTE: 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.



FUENTE: Banco de España.

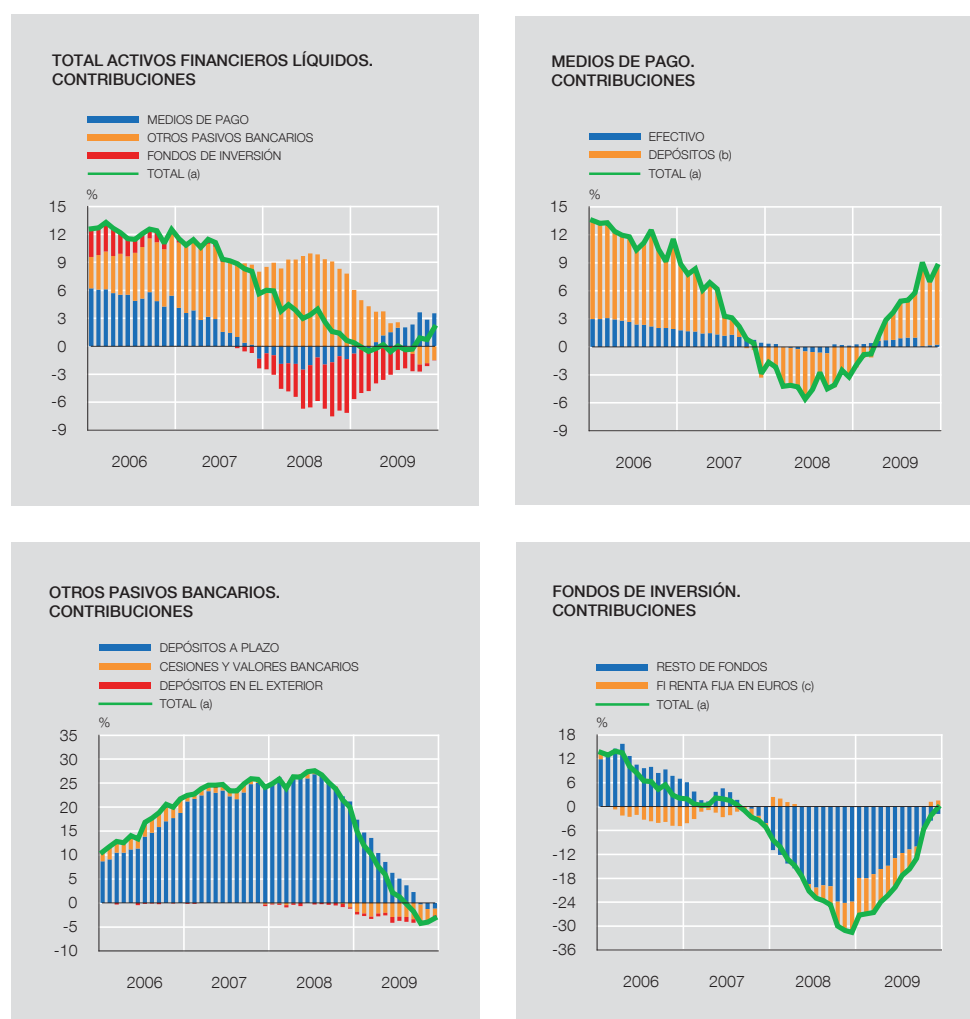
- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b. Incluye los créditos titulizados.
- c. Crecimiento interanual.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

activos más líquidos de las familias y las empresas. Los datos provisionales de enero apuntan a una prolongación de estas pautas.

En febrero, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se colocaron en media en el 0,72% y el 3,98%, respectivamente, prácticamente los mismos niveles de enero (véase cuadro 2). El diferencial a diez años con la referencia alemana a igual plazo llegó a superar los 100 pb durante la segunda semana del mes, pero posteriormente se redujo, situándose en la fecha de cierre de este artículo por debajo de los 80 pb, y en términos medios se incrementó en 9 pb en comparación con el mes precedente. Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas aumentaron, en promedio, 22 pb durante el mismo período.

En los mercados de renta variable las cotizaciones volvieron a caer, tendencia que fue más acusada en el caso de las empresas financieras. De este modo, el IBEX 35 registró en febrero





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.

unas pérdidas del 6,5%, una evolución más desfavorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM, que retrocedió un 1,7%, y que la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que se revalorizó un 2,9%. Desde finales de 2009, el descenso acumulado por el índice español se elevaba en la fecha de cierre de este artículo al 13,5% (frente a la caída del 8% y del 1% para las referencias europea y norteamericana, respectivamente).

En enero de 2010 (último mes disponible), los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela presentaron una evolución diferenciada por instrumentos y segmentos. Así, mientras que el coste medio de la financiación bancaria de las empresas se redujo en 17 pb, el de los fondos concedidos a los hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda, que muestra habitualmente una elevada volatilidad, repuntó en 71 pb, y tanto el de los préstamos para la compra de inmuebles como la remuneración de los depósitos de las familias apenas variaron.

Durante diciembre de 2009 (último dato disponible), la financiación recibida por los sectores residentes no financieros se volvió a desacelerar, como resultado de una moderación en el ritmo de avance de los fondos captados por las AAPP, que se siguió situando, no obstante,

en niveles muy elevados (alrededor del 30%), y una nueva contracción, en términos interanuales, de la deuda de los hogares y las sociedades, que registró una disminución del 0,7% (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

Los pasivos de los hogares descendieron, en diciembre de 2009, un 0,3% en relación con el mismo período del año anterior, la misma cifra observada un mes antes. El desglose por finalidades muestra que el avance interanual de los préstamos para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se situó en el 0,1% y el -1,5%, respectivamente, prácticamente las mismas cifras de noviembre. Por el contrario, el ritmo de caída de los recursos recibidos por las sociedades no financieras siguió aumentando (la tasa interanual pasó del -0,6% al -1%). Esta evolución se debió, principalmente, a la nueva pérdida de dinamismo de la financiación otorgada por las entidades residentes, que cayó un 3,5% en relación con el nivel registrado a finales de 2008, tendencia que contrasta con la notable expansión que continuaron mostrando las emisiones de valores de renta fija. De acuerdo con la información provisional disponible, en enero habría vuelto a reducirse la tasa de crecimiento del crédito a las empresas, mientras que la del destinado a las familias se habría situado en torno a los mismos niveles de finales del pasado ejercicio.

La tasa de variación interanual de la financiación recibida por las AAPP se situó, en diciembre, en torno al 30%, casi 3 pp por debajo del dato del mes anterior. Por instrumentos, la mayor desaceleración se observó en los créditos y en las emisiones de valores a corto plazo, mientras que en las de largo plazo el descenso en el ritmo de expansión fue más moderado.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se aceleraron ligeramente en diciembre de 2009 (véase gráfico 9). Por instrumentos, los depósitos a plazo disminuyeron prácticamente al mismo ritmo interanual que en noviembre, mientras que aumentó el dinamismo de los medios de pago y de los fondos de inversión. La información provisional referida a enero apunta, en general, a una continuidad de estas tendencias, excepto en el caso de los fondos de inversión, cuyo avance con respecto al año anterior se redujo.

1.3.2010.