

# INFORME DE PROYECCIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### Resumen

Este informe presenta un análisis sobre la situación y las perspectivas de la economía española, realizado por el Servicio de Estudios del Banco de España teniendo en cuenta la información disponible hasta el día 12 de marzo. El horizonte temporal de estas proyecciones abarca los años 2010 y 2011. La gran incertidumbre que rodeaba al entorno económico en el momento en el que se realizaron las previsiones anteriores se ha ido disipando parcialmente con posterioridad. No obstante, todavía subsisten dudas sobre las implicaciones futuras para el crecimiento económico de la profunda crisis registrada tanto a escala mundial como nacional, y sobre los efectos de las respuestas de política económica adoptadas y de su retirada paulatina.

Tras una veloz e intensa desaceleración de la actividad en España, que llevó a descensos del producto desde mediados de 2008, la recesión alcanzó su punto álgido en el primer trimestre de 2009, cuando el PIB cayó un 1,7% en tasa intertrimestral. A partir de entonces, la actividad ha seguido mostrando descensos en términos intertrimestrales, aunque más suaves, hasta el -0,1% del cuarto trimestre de 2009. En el conjunto de este año, la producción disminuyó un 3,6%, con lo que 2009 fue claramente el ejercicio con los peores registros económicos en varias décadas. Como ya ocurriera en 2008, la demanda nacional se ajustó a la baja, en este caso muy bruscamente, mostrando una caída de más del 6% anual, mientras que la demanda exterior neta, con una aportación positiva de 2,8 puntos porcentuales (pp), contribuyó a amortiguar el impacto negativo de aquella sobre el PIB.

La fuerte recesión que sacudió a la economía mundial, especialmente en la segunda mitad de 2008 y en la primera parte de 2009, ha dado paso a una progresiva recuperación, más intensa en las economías emergentes y más gradual en los países industrializados; en este último caso, además, descansando de forma sustancial en los extraordinarios estímulos proporcionados por una orientación muy expansiva de las políticas monetaria y fiscal, y por las diversas medidas excepcionales adoptadas en apoyo de los sistemas financieros y de las entidades de crédito. Con todo ello, la actividad de la economía mundial volvería a expandirse en 2010 y 2011, con unas tasas en torno al 3,5%, frente al descenso del 1% en 2009.

Las proyecciones para España contemplan que en 2010 se produzca una paulatina mejora de la actividad, si bien esta no sería suficiente para que el crecimiento medio anual fuera positivo, por lo que el PIB caería un 0,4%. Para 2011 se espera que el producto tenga un comportamiento algo más dinámico, aunque en el conjunto del período la tasa de expansión sería todavía reducida, del 0,8%. Estas proyecciones suponen una lenta reversión del intenso ajuste del gasto de familias y empresas y del fuerte deterioro de la confianza de los agentes que han caracterizado a la severa recesión del último año y medio. Se espera que el avance de los mercados de exportación y la mejora de la competitividad de la economía española impulsen la actividad, a través de la aportación de las exportaciones al crecimiento. Sin embargo, dicho impulso se enfrentará a otros factores que frenan la intensidad de la recuperación, como la persistencia de un elevado grado de incertidumbre, los prolongados efectos del ajuste inmobiliario y el alto endeudamiento acumulado por el sector privado, que exige cierto saneamiento antes de que pueda reiniciarse otra fase de expansión del gasto.

Junto a dichos factores, este informe de proyección considera la influencia que puede ejercer la consolidación fiscal, cuyas líneas maestras se han definido en el Programa de Estabilidad recientemente aprobado. La consolidación propuesta es imprescindible para poner freno a la dinámica de fuerte crecimiento de la deuda pública y evitar que tenga implicaciones adversas

sobre el coste de financiación de la economía, para reducir el grado de incertidumbre bajo el que los agentes toman sus decisiones y, en definitiva, para establecer las condiciones que posibiliten un crecimiento económico sostenido a medio y largo plazo. Puede ocurrir, sin embargo, que, en ausencia de un cambio significativo en las expectativas, el ajuste fiscal tenga efectos contractivos en el corto plazo<sup>1</sup>.

Un elemento muy relevante de la recuperación es la trayectoria que pueda seguir el consumo privado. En 2010 se prevé que, tras el excepcional incremento de la tasa de ahorro de las familias en los dos últimos años, en que aumentó casi 8 pp, hasta situarse por encima del 18%, el consumo privado retomará gradualmente una senda de mayor dinamismo, de forma que la tasa de ahorro disminuiría a lo largo del horizonte de proyección. Con todo, la persistencia de una elevada tasa de paro, la pérdida acumulada en el valor de la riqueza patrimonial de las familias (en particular, de la vivienda) y las restricciones financieras a las que tienen que enfrentarse algunos hogares sugieren que el descenso de la tasa de ahorro será moderado y que se mantendrá en niveles superiores a su media histórica.

En el conjunto del año 2010, entre los componentes del gasto privado, solo el consumo de los hogares mostraría un pequeño avance —del 0,2%, tras la caída cercana al 5% del año anterior—. La inversión en vivienda seguiría disminuyendo de forma acusada, aunque no tanto como en 2009, mientras que la inversión empresarial continuaría ajustándose a una situación de baja utilización de la capacidad productiva, fuerte presión sobre los beneficios e incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Los ritmos de avance del consumo y la inversión de las AAPP también se reducirían con intensidad, aunque el consumo público todavía mostraría tasas positivas. Finalmente, las exportaciones serían el principal soporte de la actividad, con un aumento del 5%, muy superior al que se estima para las compras al exterior.

Para 2011 se espera que la economía española mantenga este proceso de paulatina recuperación, con un dinamismo creciente del consumo privado y de la inversión productiva, cuyos efectos sobre la actividad se verán compensados por la fuerte contracción prevista en el consumo público y en la inversión en construcción, en especial de la inversión pública. El sector exterior seguiría dando soporte a la tasa de crecimiento de la economía, en línea con la favorable evolución prevista de los mercados mundiales y de los indicadores de competitividad-precio de la economía española.

La dinámica de la inflación también se ha visto intensamente alterada en la reciente crisis. Frente a unas tasas de crecimiento de los precios relativamente elevadas, y más altas que las del resto de la zona del euro desde el comienzo de la UEM en 1999, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) cayó un 0,3% en la media de 2009, cinco décimas por debajo de la tasa observada en el conjunto de la zona del euro. Si bien este resultado estuvo afectado por el descenso de los precios del petróleo en ese año, debe destacarse que la inflación subyacente, donde se excluyen los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, habitualmente más volátiles, también presentó unos niveles muy moderados y mostró una tasa decreciente a lo largo del año, hasta situarse en febrero de 2010 en un 0,2%, seis décimas por debajo del correspondiente registro en la zona del euro. Estas tasas de inflación inusualmente bajas sugieren que la debilidad de la demanda ha incidido intensamente sobre los procesos de fijación de precios, comprimiendo los márgenes y exigiendo a las empresas un esfuerzo extraordinario de ahorro de costes y de mejora de la eficiencia de sus procesos productivos.

---

1. El programa de consolidación fiscal es un elemento fundamental de estas proyecciones, por lo que en el recuadro adjunto se describe con detalle la forma en que las medidas presentadas en el Programa de Estabilidad han sido incorporadas en este Informe.

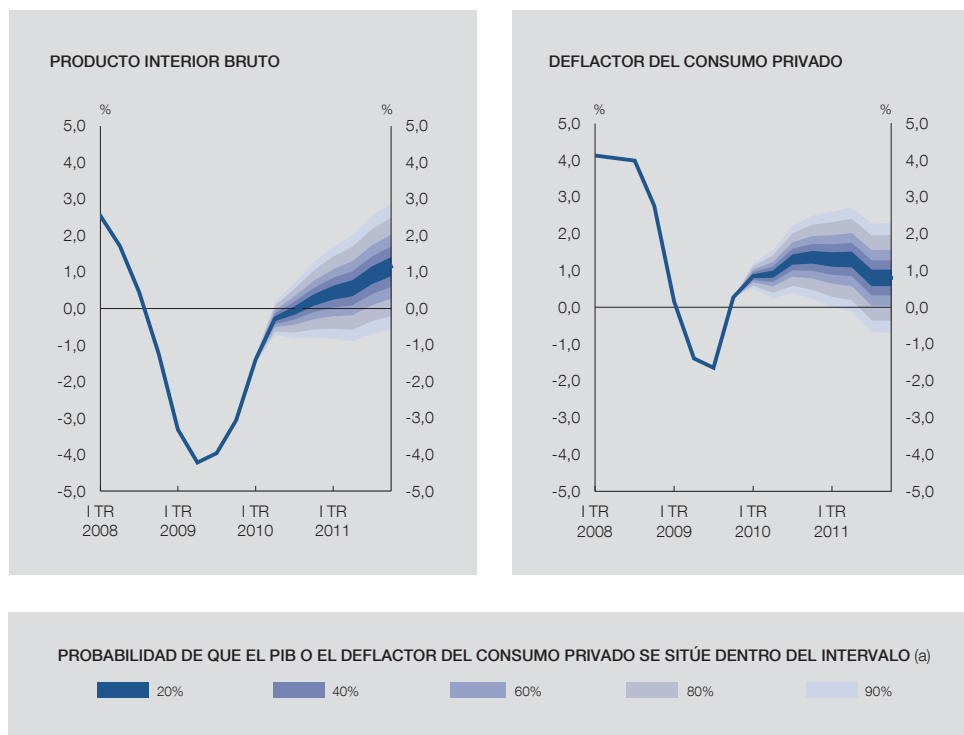
Para 2010 se espera un cierto incremento de la tasa de inflación, hasta una media anual en torno al 1%, cifra en todo caso reducida, habida cuenta del posible impacto del aumento del IVA a partir del verano. Esa trayectoria moderada de los precios se mantendría en 2011, favorecida por la lenta recuperación de la demanda.

La mejora gradual de la actividad permitirá seguir corrigiendo algunos de los desequilibrios que la economía española había acumulado en la anterior fase de auge. Así, no solo la inflación mostrará una evolución más acorde con la de los precios en la zona del euro, sino que también proseguirá la disminución del déficit exterior y los planes de gasto de familias y empresas serán compatibles con la continuación del proceso de saneamiento de sus balances financieros, tras el intenso incremento del endeudamiento en la fase anterior.

Algunas de las fuentes de incertidumbre que se identificaron en el informe del pasado año se han ido despejando parcialmente, pero el nivel de incertidumbre sigue siendo muy elevado. La economía mundial ha sorteado la amenaza de una gran depresión mundial y los mercados internacionales vuelven a expandirse, si bien la magnitud del reto al que han tenido que enfrentarse las autoridades económicas y financieras, y la importancia de las respuestas de política económica adoptadas —y que, ahora, en parte, deben retirarse— no permiten afirmar que el camino esté libre de obstáculos. En el caso español, a la intensidad de la recesión se han unido el fuerte deterioro del mercado laboral y el intenso empeoramiento de la situación presupuestaria, que han exigido la adopción de importantes medidas, algunas pendientes aún de ser definidas con precisión, y cuyos efectos, en todo caso, resultan difíciles de cuantificar.

Una forma habitual de representar técnicamente la incertidumbre en torno a las proyecciones macroeconómicas es calcular los errores de predicción en los que se ha incurrido históricamente y, sobre esa base, mostrar las bandas en torno a las cuales podría encontrarse con una cierta probabilidad la evolución efectiva de cada variable macroeconómica. Este es el enfoque que se ha utilizado en este Informe para ilustrar la incertidumbre que existe en torno al escenario central de las proyecciones de crecimiento e inflación (véase gráfico 1).

En el balance de los posibles riesgos de desviación que afectan a estas proyecciones no se aprecia un sesgo definido. Obviamente, algunos supuestos en los que se basan pueden no materializarse si, por ejemplo, la economía mundial o algunos países clave del ámbito internacional no son capaces de mantener una senda de crecimiento sostenido o si surgen nuevos fenómenos de inestabilidad o fragilidad en los mercados financieros. Un encarecimiento de los precios de las materias primas, en especial del petróleo, complicaría también el retorno a un patrón de crecimiento estable. Asimismo, ajustes fiscales en algunas economías que no fueran juzgados suficientes por los agentes podrían originar un retroceso de la confianza y un deterioro de las perspectivas económicas, con efectos negativos sobre los planes de gasto. Frente a este grupo de riesgos, es necesario mencionar que también caben las sorpresas positivas: de hecho, las revisiones en los últimos meses sobre las perspectivas del PIB mundial y del comercio internacional han sido predominantemente al alza. Por lo que respecta a la vertiente interna, no puede descartarse que el proceso de saneamiento de los balances del sector privado llegue a ejercer una presión contractiva algo mayor sobre el gasto ni que se produzca alguna distorsión ocasional en el funcionamiento de los canales crediticios que pudiera obstaculizar la recuperación. En sentido contrario, la mejora de algunos indicadores clave en los últimos trimestres —como la confianza, la competitividad o la productividad— y los mejores registros del gasto en consumo e inversión en la segunda mitad de 2009 podrían tener una continuación más dinámica en 2010, dando lugar a un mayor recorte de la tasa de ahorro de las familias —que no sería descartable, dado el nivel excepcional alcanzado en 2009— y a un mejor comportamiento del sector exterior.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20%, 40%, 60%, 80% y 90%, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

Último dato observado: IV trimestre de 2009.

Las políticas económicas pueden desempeñar un papel muy importante para que se produzcan desviaciones al alza respecto al escenario central de estas proyecciones. En particular, una aplicación rigurosa del Programa de Estabilidad, la introducción de reformas estructurales de calado en el ámbito del mercado laboral y el aumento de la competencia en los mercados de bienes y servicios mejorarían las perspectivas económicas, impulsando la confianza de los agentes, el empleo y la competitividad. Y todo ello repercutiría en un mayor dinamismo económico.

En el caso de la inflación tampoco se aprecian riesgos claramente definidos en una dirección u otra. La lentitud de la recuperación económica justifica una evolución contenida de los precios, incluso en presencia de una perturbación potencialmente inflacionista, como es la subida del IVA. La moderación salarial, que debería garantizar el acuerdo plurianual recientemente firmado por los agentes sociales, afianzaría ese comportamiento. Una dinámica diferente de la actividad podría modificar las proyecciones de precios, aunque no parece fácil que, dadas la brecha de producción acumulada y la alta tasa de paro, un aumento algo más intenso de la demanda pueda traducirse en alzas de precios muy superiores a las que aquí se proyectan.

En suma, tras la contracción tan intensa que ha sufrido la economía española en 2009, las perspectivas para 2010 y 2011 presentan un escenario de lenta recuperación y mejoría, aunque no exento de obstáculos. Por un lado, la economía debe proseguir el ajuste de algunos desequilibrios acumulados en la fase de auge, que se materializaron en un elevado nivel de endeudamiento del sector privado, una gran concentración de recursos en el sector inmobiliario y, como corolario, un sustancial déficit exterior. Estos desequilibrios se han ido ajustando a velocidades distintas en los dos últimos años, pero no han culminado la corrección, por lo que seguirán im-

primiendo cierta contención a la evolución de la demanda nacional en el horizonte de proyección. Por otro lado, la necesidad de proceder a la retirada parcial de los estímulos y de reconducir las finanzas públicas a una senda de estabilidad condicionará las posibilidades de crecimiento a corto plazo, a pesar del papel expansivo que cabe esperar del tono de la política monetaria en el horizonte de proyección, dada la contención que también se observa en la inflación de la UEM. En todo caso, el patrón de salida lenta de la recesión aquí descrito podría acelerarse mediante el impulso de ajustes estructurales que permitan incrementar el uso del factor trabajo y la productividad a largo plazo, y promover la inversión productiva.

Tras este resumen, en la siguiente sección del informe se hacen explícitos los supuestos externos que subyacen a las proyecciones formuladas. El tercer apartado realiza un diagnóstico detallado de las perspectivas de la economía española, mientras que en el último se analizan los principales riesgos que gravitan sobre el escenario central descrito.

### **Los supuestos externos de las proyecciones**

Las proyecciones que se presentan en este documento han sido elaboradas a partir de un conjunto de supuestos sobre la evolución futura de una serie de variables exógenas que condicionan la senda esperada de la economía española durante los dos próximos ejercicios.

En particular, los supuestos realizados acerca de la evolución de los tipos de cambio, tipos de interés, cotizaciones bursátiles y precios del petróleo, que se realizan por idénticos procedimientos a los empleados de forma habitual en los ejercicios de proyecciones de los expertos del Eurosistema y del BCE, se basan en la evolución observada en los respectivos mercados en los días inmediatamente anteriores al 12 de marzo, fecha de cierre de la recogida de información para la elaboración del presente Informe<sup>2</sup>. Por lo que respecta al tipo de cambio del euro, se supone que esta variable se mantiene a lo largo del período de proyección en el valor observado en los mercados de contado en el período de referencia. Esto implica que el tipo de cambio frente al dólar estaría, por término medio en 2010 y en 2011, apenas un 2% más depreciado que en el promedio del año 2009 (véase cuadro 1). La trayectoria de los tipos de interés a corto plazo, obtenida de las expectativas implícitas en los mercados de futuros acerca de la evolución del EURIBOR a tres meses, es relativamente estable, de tal modo que se espera que este tipo de interés se sitúe, por término medio, en el 0,8% en 2010, 0,4 pp por debajo del valor alcanzado en 2009, repuntando hasta el 1,6% en 2011. La evolución esperada de los tipos de interés a largo plazo, medida a partir de las expectativas de mercado acerca de la senda de los rendimientos de la deuda pública española a diez años, se caracteriza, asimismo, por una relativa estabilidad, de modo que, tras el 4% observado en 2009, esta variable se situaría en el 4% y el 4,3%, respectivamente, en 2010 y 2011. Por otro lado, el precio del petróleo sería, de acuerdo con los mercados de futuros de esta materia prima, de alrededor de 80 y 83 dólares por barril en 2010 y 2011. El nivel para 2010 sería un 30% superior al observado en el ejercicio precedente. Finalmente, en el caso del precio de la vivienda, que, junto con las cotizaciones bursátiles, constituye el otro gran determinante de la evolución de la riqueza de las familias, se espera a lo largo del período de proyección una continuación del perfil de caídas de esta variable.

Por lo que se refiere a las condiciones crediticias<sup>3</sup>, se supone que los márgenes sobre los tipos de interés en los créditos a empresas permanecerían aproximadamente estables en sus niveles

---

2. Con el fin de paliar la posibilidad de que los valores de alguna de estas variables se vean afectados por la volatilidad observada en el correspondiente mercado en una jornada de negociación concreta, se toma el promedio de los valores negociados en los diez días laborables que anteceden a la fecha de cierre de la información. 3. Para ello se ha estimado la evolución futura de los márgenes que separan los tipos de interés aplicados a las operaciones de concesión de crédito de los intermediarios financieros a los agentes privados, de los tipos sobre los cuales se formulan supuestos de evolución futura (EURIBOR a tres meses y rendimiento de la deuda pública a diez años).

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario							Proyección		Diferencia entre el Informe de proyecciones actual y el de marzo de 2009	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2009	2010
	ENTORNO INTERNACIONAL									
Producto mundial	5,3	5,3	4,9	5,0	2,9	-1,0	3,6	3,6	-0,4	1,6
Mercados mundiales	10,8	7,9	9,2	6,9	3,1	-11,3	7,0	5,3	-4,8	5,1
Mercados de exportación de España (a)	8,3	6,6	8,3	6,5	2,9	-11,2	5,5	4,3	-6,5	4,3
Precio del petróleo en dólares (nivel)	38,3	54,4	65,4	72,7	97,7	61,9	79,9	83,3	15,4	28,9
Precios de exportación de los competidores en euros (b)	-0,7	3,5	3,0	0,2	2,5	-3,8	2,5	1,6	-4,5	1,9
CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS										
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,24	1,24	1,26	1,37	1,47	1,39	1,37	1,36	0,12	0,10
Tipos de interés a corto plazo (EURIBOR a tres meses)	2,1	2,2	3,1	4,3	4,6	1,2	0,8	1,6	-0,4	-1,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4	4,0	4,0	4,3	-0,3	-0,7

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

(\*) Fecha de cierre de las predicciones: 12 de marzo de 2010.

Último dato publicado de la CNTR: IV trimestre de 2009.

a. Ponderados por su participación en las exportaciones de España.

b. Ponderados por su participación en las exportaciones españolas ajustada por el efecto de terceros mercados.

actuales, mientras que los de los préstamos a hogares mostrarían una evolución divergente en función de su finalidad (aumentando algo en el caso del crédito para consumo y reduciéndose modestamente en el del crédito hipotecario). Estos niveles son, no obstante, más elevados que los que prevalecían antes del inicio de la crisis financiera. Adicionalmente, con ayuda de los resultados más recientes de la Encuesta de Préstamos Bancarios, se ha estimado que, aunque a lo largo del período de proyección no habrá endurecimientos adicionales de los criterios de concesión de crédito, los observados en el pasado continuarán ejerciendo en 2010 un cierto efecto restrictivo sobre la actividad. La incorporación de estos elementos al ejercicio de proyección pretende contribuir a captar los efectos de la crisis financiera, si bien es preciso admitir las dificultades existentes para la medición de tal impacto sobre el gasto de los agentes.

La evolución de los mercados mundiales de bienes y servicios que se ha incorporado en el ejercicio es la que subyace a las proyecciones macroeconómicas del BCE contenidas en el *Boletín Mensual* de esta institución de marzo de 2010. En este año se prevé una recuperación del crecimiento del producto y del comercio mundiales, encabezada por las economías emergentes. En 2011, las tasas de expansión de esas variables no superarían a las observadas en 2010. Dada esa evolución, los mercados de exportación españoles crecerían un 5,5% este año y un 4,3% el próximo, tasas que contrastan vivamente con el retroceso, superior al 11%, observado en 2009. Por último, en el ámbito de la política fiscal —que, como se ha señalado, constituye un importante condicionante exógeno de las proyecciones aquí presentadas—, el recuadro 1 describe cuál es el reflejo en las proyecciones de las medidas ya aprobadas y de las contenidas en el Programa de Estabilidad.

### Perspectivas de la economía española

El crecimiento del producto de la economía española fue del -3,6% en 2009, cifra inferior en 0,6 pp a la proyectada en el Informe de marzo del año pasado (véase cuadro 2). Esta desviación confirma la materialización de los riesgos a la baja a corto plazo que se señalaban en aquellas

## MACROECONÓMICAS

En relación con los supuestos de política fiscal, el ejercicio de proyecciones de este año tiene algunas características singulares, que se derivan del proceso de consolidación fiscal anunciado por el Gobierno, que obligará a la adopción de numerosas medidas por el lado de los ingresos y de los gastos públicos. La excepcionalidad de este proceso de consolidación y sus repercusiones macroeconómicas aconsejan que el tratamiento que se efectúa de las medidas de política fiscal en estas proyecciones sea particularmente cuidadoso.

Las proyecciones realizadas por el Servicio de Estudios del Banco de España y publicadas en ejercicios pasados se realizaron, de acuerdo con los estándares habituales, bajo el supuesto de que la política fiscal no se modificaba en el horizonte de previsión, de manera que solo se tenían en cuenta las medidas fiscales ya aprobadas. En cambio, no se incluían los efectos de las eventuales medidas presupuestarias que pudieran adoptarse en el futuro. Sin embargo, el proceso de consolidación fiscal que deberá aplicarse en nuestro país en los próximos años, tanto en su magnitud como en su composición, será uno de los principales condicionantes de la evolución macroeconómica. En este contexto, el supuesto de incorporar en la elaboración de las proyecciones macroeconómicas solo aquellas medidas de política fiscal ya aprobadas no parece adecuado, dado que esto supondría no incluir el impacto de muchas medidas anunciadas, que, aunque no han sido todavía plenamente concretadas o aprobadas, es muy probable que finalmente sean aplicadas. Por este motivo, en esta ocasión se ha decidido incorporar al escenario central de las proyecciones no solo las medidas fiscales que ya están aprobadas, sino también aquellas que se encuentran relativamente bien detalladas, aunque estén pendientes de aprobación. Se mantienen, no obstante, diferencias con los supuestos fiscales del Gobierno, derivadas, fundamentalmente, del diferente escenario macroeconómico, así como de una dinámica subyacente del gasto distinta.

El Gobierno español presentó el pasado 29 de enero de 2010 una nueva Actualización del Programa de Estabilidad (APE), que incorpora una importante senda de consolidación presupuestaria en el horizonte de 2013, que debería situar el déficit del conjunto de las AAPP en el 3% del PIB en ese año, desde el 11,2% observado en 2009. El recorte del déficit sería de 1,6 puntos del PIB en el año 2010 y de 2,3 puntos del PIB por año entre 2010 y 2013. De acuerdo con la APE, la mejora del déficit sería esencialmente de carácter estructural, como consecuencia de los incrementos impositivos ya adoptados, pero, sobre todo, de los recortes del gasto público previstos en el propio programa. En particular, además de la moderación del gasto incluida en los Presupuestos del Estado y de las CCAA para 2010, la APE anunció un nuevo recorte del gasto público para este ejercicio («Plan de Acción Inmediata») por valor de un 0,5% del PIB, que ha sido ya aprobado y que incluye la reducción, sin excepciones, de la Oferta de Empleo Público en 2010 al 10% de la tasa de reposición, así como la decisión de no realizar ninguna nueva contratación de personal interino. Asimismo, la APE incluye

un Plan de Austeridad para el período 2011-2013 y los Acuerdos Marco sobre la Sostenibilidad de las Finanzas Públicas con las CCAA y las CCLL, que supondrán una reducción adicional del gasto público de 3,8 puntos del PIB en el horizonte de 2013. El recorte del gasto entre 2009 y 2013 se distribuiría entre la remuneración de asalariados (-1,9% del PIB), los consumos intermedios, las transferencias y los otros gastos (-1% del PIB), la inversión pública (-0,9% del PIB) y las subvenciones (-0,5% del PIB).

En este contexto, para 2010 los supuestos fiscales que han servido de base a las proyecciones macroeconómicas que se presentan en este Informe incorporan, en primer lugar, la información de los Presupuestos Generales del Estado y de las CCAA para 2010, lo cual incluye la reversión de algunas de las medidas de años anteriores (como, por ejemplo, los adelantos de devoluciones de impuestos y, por el lado del gasto, el Fondo Estatal de Inversión Local y el Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo) y el impacto de las nuevas medidas adoptadas (entre las que destacan la eliminación de la deducción de 400 euros por rendimientos de trabajo, el aumento de los tipos impositivos al ahorro, el aumento de los tipos del IVA y el Fondo Estatal de Sostenibilidad Ambiental Local). Además, en 2010 se ha incorporado también el recorte del gasto derivado del Plan de Acción Inmediata, incluyendo en este último caso la anunciada restricción del empleo público. Por su parte, para 2011 se incorporan las líneas principales del Plan de Austeridad y de los Acuerdos Marco mencionados, que se traduce, entre otros aspectos, en una reducción significativa del empleo y de la inversión pública. Asimismo, en los dos años se tienen en cuenta los términos del Acuerdo Gobierno-Sindicatos para la Función Pública, en el marco del diálogo social 2010-2012 firmado en 2009 en relación con la fijación de los crecimientos salariales del personal de las Administraciones Públicas. Como resultado de la aplicación de estos supuestos, se proyecta una desaceleración del crecimiento del consumo público en términos nominales hasta el 2% y el 0,7% en 2010 y 2011, respectivamente, frente al 5,3% observado en 2009. En el mismo sentido, la inversión pública se reduciría alrededor del 15% en términos nominales, tanto en 2010 como en 2011, que contrasta con el crecimiento del 10,5% observado en 2009.

Dada la magnitud de los ajustes fiscales incorporados en las proyecciones macroeconómicas y fiscales incluidas en este Informe, estas se encuentran muy condicionadas al cumplimiento de estos supuestos. En este sentido, debe subrayarse que los objetivos de recorte del gasto público incorporados en el escenario central resultan muy ambiciosos y, en muchos casos, no tienen precedente histórico, mientras que el gasto público ha mostrado tradicionalmente una inercia elevada y su tendencia al crecimiento resulta difícil de doblegar, sobre todo si se tiene en cuenta que depende en buena medida del concurso de las Administraciones Territoriales. Por tanto, existen riesgos de desviaciones al alza en el gasto y en el déficit público, que podrían minimizarse con una mayor concreción de las medidas.



proyecciones. La discrepancia entre la previsión y la evolución observada fue consecuencia de un comportamiento más desfavorable de la demanda nacional —cuya aportación al crecimiento del PIB fue 0,8 pp inferior a la proyectada en marzo de 2009— y, dentro de ella, del consumo de los hogares, que cayó casi 2 pp más de lo previsto. Por el contrario, la demanda exterior neta ejerció una contribución al crecimiento del PIB que superó en 0,3 pp a la proyectada.

Al comienzo de 2009, la economía española atravesó la fase de mayor virulencia de la recesión, en el marco de la prolongación del fuerte deterioro del contexto financiero internacional que se desencadenó en el otoño de 2008. En estas circunstancias, el PIB español registró en el primer trimestre del pasado año su caída intertrimestral más elevada, de magnitud superior a la prevista en el Informe de proyecciones anterior. El aumento de la incertidumbre y el rápido y pronunciado deterioro del mercado de trabajo dieron lugar a un agudo retroceso del consumo de los hogares. Al mismo tiempo, el brusco ajuste de los flujos comerciales mundiales se tradujo en una contracción muy severa de las ventas al exterior. A partir de la pasada primavera, los mercados financieros comenzaron a estabilizarse y los flujos comerciales dejaron de caer, lo que se tradujo en una gradual mejora de la confianza de los agentes y de la demanda externa y, en último término, en una atenuación de los ritmos de descenso intertrimestral de la economía española, que a partir del segundo trimestre del año tendieron a asemejarse en mayor medida a los proyectados en el Informe de proyecciones anterior. Además, a esta moderación de las caídas del PIB contribuyeron los estímulos públicos de demanda, y en particular el Fondo de Inversión Local y el Plan 2000E de ayudas para la compra de vehículos. En su conjunto, al prolongarse la crisis iniciada en 2008, el año se caracterizó por dar lugar a la recesión más pronunciada y duradera de la economía española desde hace varias décadas, acumulando hasta el último trimestre de 2009 seis trimestres consecutivos con tasas de variación intertrimestral negativas.

Para el año 2010 se prevé una recuperación lenta del producto de la economía española. Con todo, dado que, en comparación con las proyecciones formuladas hace un año, el cierre de 2009 ha sido algo más favorable de lo proyectado y la evolución prevista en 2010 en su conjunto es también algo mejor, el descenso del PIB en este ejercicio sería del 0,4%, caída inferior en seis décimas a la proyectada en marzo de 2009. Esta revisión de la proyección para 2010 tiende a corroborar la visión señalada en aquella ocasión de que los riesgos respecto al crecimiento en este año estaban sesgados predominantemente al alza. A estas perspectivas algo más favorables contribuye la mejora del comportamiento esperado del contexto exterior. No obstante, la intensidad de la recuperación prevista es modesta. Ello se explica, en primer lugar, porque también la mejora de las perspectivas de la economía mundial lo es, y está rodeada de incertidumbres. Pero, de modo más crucial, las causas que subyacen a esa evolución proyectada están más vinculadas a los determinantes de la demanda nacional. Entre ellas, cabe destacar la persistencia de condiciones desfavorables en el mercado de trabajo, de forma que continuaría destruyéndose empleo, aunque a ritmos muy inferiores a los observados en 2009, y la tasa de paro registraría un pequeño aumento adicional en media anual. Además, el dilatado ajuste de la inversión residencial no ha concluido aún, por lo que en 2010 continuará constituyendo una rémora para el crecimiento, si bien en mucha menor medida en que lo fue en 2009. Adicionalmente, cabe esperar que, en el presente ejercicio, prosiga el proceso de ajuste de la posición financiera de los agentes privados, dados los elevados niveles de deuda alcanzados. Por último, el deterioro de la calidad crediticia de algunos prestatarios, con el consiguiente aumento de las tasas de morosidad, condicionará la política crediticia de las entidades.

El descenso del producto en 2010 es el resultado de las caídas esperadas en los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo (véase gráfico 2). En concreto, en 2010 se

	Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB							Proyección		Diferencia entre el Informe de proyecciones actual y el de marzo de 2009	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009					
	2010	2011	2009	2010							
PIB	3,3	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,6	-0,4	0,8	-0,6	0,6	
Consumo privado	4,2	4,2	3,8	3,6	-0,6	-4,9	0,2	1,0	-1,8	0,6	
Consumo público	6,3	5,5	4,6	5,5	5,5	3,8	1,2	-0,2	0,3	-0,9	
Formación bruta de capital fijo	5,1	7,0	7,2	4,6	-4,4	-15,3	-9,8	-3,5	-0,2	0,5	
<i>Inversión en bienes de equipo</i>	5,1	9,2	9,9	9,0	-1,8	-23,1	-3,2	1,1	1,2	9,4	
<i>Inversión en construcción</i>	5,4	6,1	6,0	3,2	-5,5	-11,2	-12,7	-7,2	1,7	-1,1	
Exportación de bienes y servicios	4,2	2,5	6,7	6,6	-1,0	-11,5	5,0	4,8	-2,6	2,1	
Importación de bienes y servicios	9,6	7,7	10,2	8,0	-4,9	-17,9	-1,5	0,7	-2,8	1,1	
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	4,9	5,3	5,5	4,4	-0,5	-6,4	-1,9	-0,3	-0,8	0,5	
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-1,7	-1,7	-1,4	-0,9	1,4	2,8	1,6	1,0	0,3	0,2	
Deflactor del consumo privado	3,6	3,4	3,6	3,2	3,7	-0,6	1,1	1,1	-0,8	-0,4	
Costes laborales unitarios	2,4	3,3	3,3	3,8	4,6	0,4	-0,8	0,3	-0,4	-2,3	
Remuneración por asalariado	3,0	3,7	4,0	4,5	6,1	3,7	1,5	1,4	0,6	-1,2	
Productividad aparente del trabajo	0,6	0,4	0,7	0,7	1,5	3,3	2,3	1,1	1,0	1,1	
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,7	3,2	3,3	2,8	-0,6	-6,7	-2,6	-0,3	-1,5	-0,5	
Tasa de paro (% de la población activa)	10,6	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0	19,4	19,7	0,9	0,0	
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	11,3	11,3	11,1	10,6	12,9	18,3	16,6	15,6	2,1	0,0	
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-4,8	-6,5	-8,4	-9,6	-9,1	-4,6	-3,6	-2,9	0,7	0,8	
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-0,4	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,2	-10,2	-8,9	-2,9	-1,5	

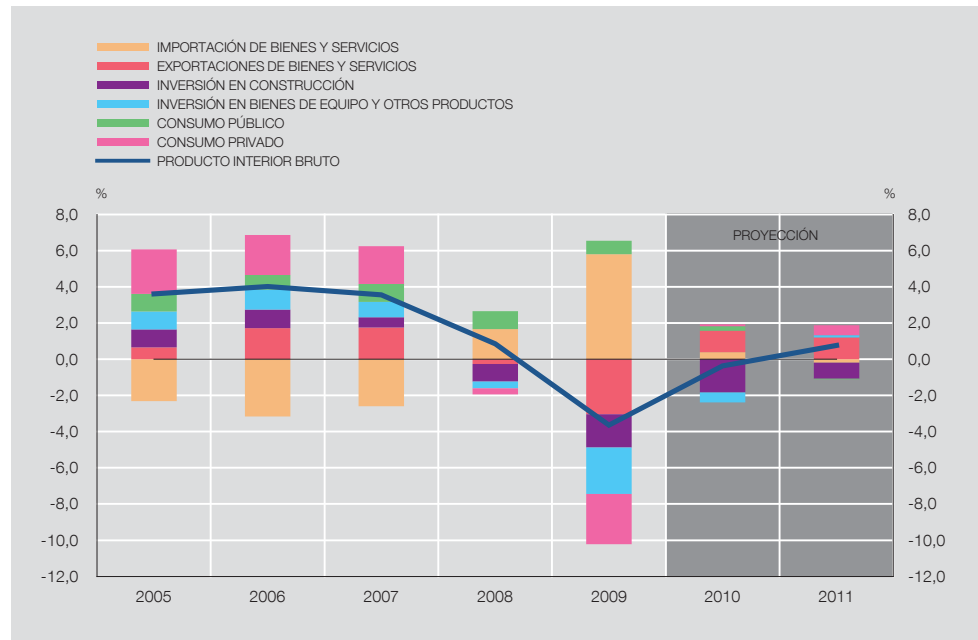
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

(\*) Fecha de cierre de las predicciones: 12 de marzo de 2010.

Último dato publicado de la CNTR: IV trimestre de 2009.

espera que la inversión en construcción realice una aportación negativa de casi 2 pp al crecimiento del producto, que se repartiría casi a partes iguales entre el componente residencial y el de otras construcciones (véase gráfico 3). Por lo que respecta a la inversión en vivienda, se prevé un descenso algo superior al 15% en media anual, dado que se espera que el número de viviendas iniciadas en cada uno de los trimestres de 2010 sea inferior al número de viviendas terminadas. No obstante, esa brecha entre las sendas de ambas variables tenderá a cerrarse a lo largo del año, por lo que las caídas de la inversión en vivienda tenderán también a atenuarse. Por su parte, la inversión en otras construcciones se verá lastrada en 2010 por la parte de esta demanda que ejercen las Administraciones Públicas. En concreto, los estímulos fiscales transitorios relacionados con este componente de la inversión en construcción serán primeramente menores en comparación con 2009 (pues el Fondo Estatal de Inversión Local del pasado año se verá sustituido por el Fondo Estatal de Sostenibilidad Ambiental Local, cuya cuantía global es inferior) y desaparecerán posteriormente. A ello cabe añadir el recorte de la inversión pública anunciado en el Programa de Estabilidad.

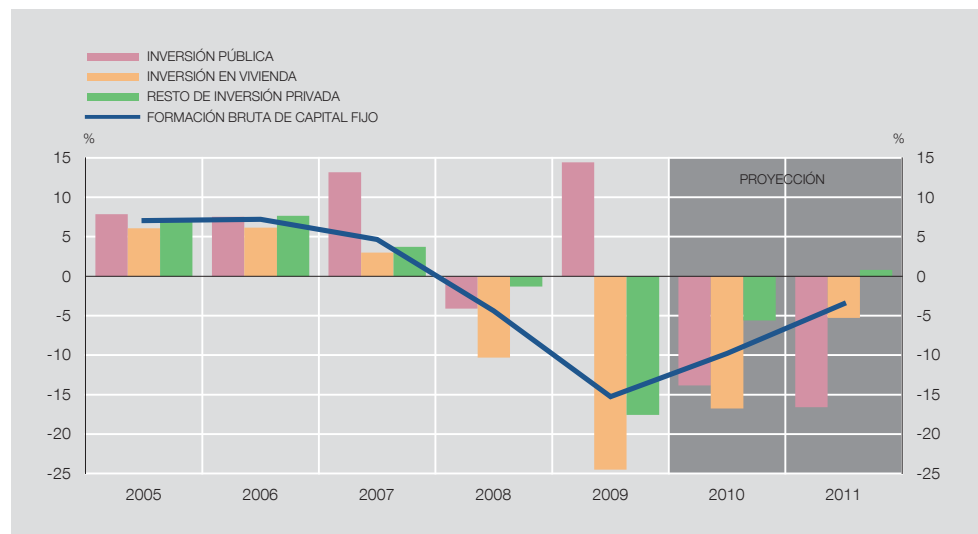
Además, se espera que la inversión en equipo y en otros productos registre tasas negativas de crecimiento en 2010, si bien estas serán sensiblemente inferiores a las observadas en 2009. La debilidad de estos componentes de la demanda de inversión, realizada mayoritariamente por las empresas privadas, se explica por la continuada atonía de la demanda (principalmente, de la nacional), en un contexto en que las sociedades no financieras tienen la posibilidad de expandir su producción sin aumentar la capacidad instalada, toda vez que el grado



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: IV trimestre de 2009.

**DESAGREGACIÓN DE LA INVERSIÓN**  
**Tasas de variación en términos reales**



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: IV trimestre de 2009.

de utilización de esta última se encuentra próximo a sus mínimos históricos. Adicionalmente, un factor que puede pesar negativamente en las decisiones de embarcarse en nuevos proyectos de inversión puede ser su deseo de mejorar su posición financiera a través de la reducción de sus elevados niveles de endeudamiento actuales.

En el escenario central se estima que el consumo privado crezca un 0,2% en 2010, tras la fuerte tasa de retroceso del pasado año. El comportamiento más favorable de este componen-

te de la demanda agregada se explica, fundamentalmente, por la mejora de la confianza de los hogares, cuyo profundo deterioro en 2009 condujo a que la tasa de ahorro alcanzara sus niveles históricos más elevados desde que la serie está disponible. La reversión gradual de esa pérdida de confianza, que viene haciéndose patente desde la primavera pasada en un contexto de paulatina reducción de la incertidumbre, hará que la tasa de ahorro comience a flexionar a la baja en 2010. No obstante, la recuperación proyectada del consumo privado es modesta, lo que responde a diversas causas. En primer lugar, se espera que en 2010 la renta disponible en términos reales registre un retroceso relativamente acusado. En parte, esta disminución se debe a que el comportamiento del empleo continuará ejerciendo una contribución negativa al crecimiento de la renta, aunque sensiblemente inferior en valor absoluto a la observada en 2009. Además, otras fuentes de renta que habían contribuido al sostenimiento de los ingresos de los hogares en 2009 verán disminuida su aportación en 2010. Este es el caso de las rentas por intereses y, especialmente, de la contribución de las Administraciones Públicas a través de las prestaciones e impuestos. Adicionalmente, en segundo lugar, la reducción del valor de la riqueza de los hogares, el deseo de disminuir su elevado endeudamiento y las incertidumbres acerca de la intensidad de la mejora del mercado de trabajo en un horizonte de medio plazo también contribuirán a que la recuperación del gasto de los hogares sea modesta. Por último, el crecimiento esperado de la población en el horizonte de proyección es significativamente inferior al registrado en años recientes, lo que constituye un elemento adicional que justifica la tibieza de la recuperación de este componente de la demanda. Con todo, la intensidad de la reanimación del consumo privado en 2010 constituye uno de los elementos de las actuales previsiones que están rodeados de un mayor grado de incertidumbre.

Por otro lado, en el perfil a lo largo de 2010 del consumo privado es relevante el incremento del IVA que tendrá lugar el 1 de julio de este año, que se enmarca dentro de los esfuerzos necesarios para el avance de la consolidación fiscal. La experiencia de la economía española ante subidas anteriores de este impuesto —como las que tuvieron lugar en los años noventa— o las más recientes de otros países —como la de Alemania en enero de 2007— sugieren que los agentes tienden a anticipar algunos gastos —en particular, la adquisición de bienes duraderos— con el fin de evitar ese aumento impositivo. En contrapartida, en los meses posteriores a esas subidas suele apreciarse una moderación del consumo, como consecuencia de aquel adelanto en las decisiones de los hogares. Este perfil se ha trasladado a la evolución del consumo privado que se proyecta para 2010, que podría registrar un repunte transitorio durante el segundo trimestre y que se vería compensado con una mayor atonía en el tercero. Además de este efecto, la debilidad que todavía muestra la demanda sugiere que el impacto de la subida del IVA sobre los precios y, por tanto, sobre el poder adquisitivo de las familias será limitado.

El crecimiento de las exportaciones se beneficiará de una cierta mejora de la competitividad exterior y de la recuperación de los mercados exteriores, aunque no se espera que esta sea lo suficientemente robusta como para compensar el fuerte retroceso experimentado en 2009. La aportación positiva del saldo neto exterior al crecimiento del producto disminuirá en comparación con 2009, dado que se espera que las compras al exterior, cuyo peso en el PIB supera al de las exportaciones, experimenten una mejora de su tasa de crecimiento similar a la de estas últimas.

En 2011 se espera que el PIB de la economía española retorne a una tasa media positiva de crecimiento interanual, en un contexto en el que, en términos de su desglose por componentes de demanda, se acentuarían algunos de los rasgos mostrados en 2010. En particular, durante el próximo año proseguiría el fortalecimiento del consumo de las familias y seguiría atenuándose el retroceso de las distintas rúbricas de la formación bruta de capital fijo, aunque la mejora de la inversión en otras construcciones sería menor, dada la mayor intensidad del pro-

ceso de consolidación presupuestaria, que se traduciría asimismo en un retroceso del consumo público. Por su parte, la aportación de las exportaciones netas volvería a reducirse, como reflejo del mayor vigor importador que acompañará al mejor tono de la demanda final.

El retroceso de la actividad en 2010 y su modesto aumento en 2011 conducirán, en ausencia de reformas estructurales, a una caída del empleo en ambos años, si bien en el segundo de ellos la destrucción de puestos de trabajo será muy pequeña en media anual y exhibirá un perfil temporal de mejora paulatina, de modo que cabe esperar que en los trimestres finales del próximo año tenga lugar el retorno a tasas positivas de generación de empleo. Además, esta mejora del empleo hacia el final del horizonte de proyección será más acusada en la economía de mercado, dada la anunciada reducción del empleo público como uno de los ingredientes del programa de consolidación presupuestaria. Se estima que la tendencia a la aceleración de la productividad aparente del trabajo, vinculada, en gran medida, al ajuste de la construcción residencial, habría alcanzado su pico en 2009, de forma que experimentaría una ralentización gradual hasta el 2,3% en 2010 y el 1,1% en 2011. Se espera que la remuneración por asalariado registre también una ralentización muy notable en 2010 (hasta el 1,5%) y una práctica estabilización en 2011 (1,4%), en línea con el contenido del acuerdo salarial plurianual que los agentes sociales firmaron el pasado mes de febrero y con los reducidos incrementos salariales en las Administraciones Públicas. En comparación con el año 2009, este comportamiento de la compensación por asalariado, así como las mayores facilidades para aplicar cláusulas de descuelgue, resulta mucho más coherente con la intensidad de la recesión y sienta las bases para una mejora de la competitividad.

En concreto, se espera que el deflactor del consumo privado crezca en torno al 1% tanto en 2010 como en 2011, si bien en la segunda mitad de este último año la reversión del efecto interanual de la subida del IVA volvería a situar la tasa de inflación por debajo del 1%. Esa estimación se fundamenta sobre otras experiencias anteriores, tanto en España como en otros países, de elevaciones de la imposición indirecta, para lo cual se tiene en cuenta que la traslación difiere por grupos de bienes en función de factores tales como el grado de competencia en los respectivos mercados o las preferencias de los consumidores, revistiendo mayor intensidad en el caso de los bienes energéticos que en el del resto de componentes. Además, esta proyección incorpora un grado de traslación inferior al observado en otros casos análogos como consecuencia de la debilidad de la demanda. Este último factor es, además, la causa que explica el elevado grado de moderación de las presiones inflacionistas incorporado en la previsión una vez descontada la contribución de la elevación de los tipos del IVA. En efecto, la pronunciada caída acumulada por el gasto de los hogares motivará que, en el período de proyección, se prolongue la moderación de los precios fijados por las empresas españolas, a través de la contención de sus márgenes y de los costes laborales unitarios, en un contexto en el que, a diferencia de lo observado en 2009, los precios de los productos energéticos y de los alimentos, sometidos en mayor medida que otros componentes a los vaivenes con origen en los mercados internacionales, ejercerán una aportación positiva al crecimiento de los precios y en que se espera una depreciación del tipo de cambio.

El escenario de débil y lento afianzamiento de la demanda nacional contenido en estas proyecciones conducirá a una prolongación de la reducción de la necesidad de financiación de la nación, aunque a un ritmo menor que el observado en 2009. Así, esta variable acumularía una disminución adicional de casi 2 pp en los dos años del horizonte de proyección, con lo que en 2011 se situaría en el 2,9% del PIB, casi 7 pp menos que en el máximo alcanzado en 2007. La mejora esperada en el período de proyección se debería, fundamentalmente, al pronunciado descenso del déficit del comercio de bienes, aunque también el saldo de servicios (sobre todo, por lo que se refiere a aquellos que son distintos del turismo) realizaría una contribución

significativa. Por el contrario, se espera un aumento de los déficits de transferencias corrientes netas y de rentas. El saldo negativo de esta última subbalanza, que ha aumentado notablemente en la última década al compás del incremento del endeudamiento exterior, se situaría en 2011 en un nivel solo algo inferior al de la propia necesidad de financiación de la nación, con lo que el tamaño del déficit exterior se correspondería con la carga neta de intereses asociada a los pasivos netos acumulados en el pasado.

La mejora de la necesidad de financiación de la nación sería el resultado del recorte del déficit público, mientras que la capacidad de financiación de las familias se mantendría en un nivel relativamente elevado, tras el profundo cambio que tuvo lugar en 2009, y las empresas mostrarían una pequeña necesidad de financiación, también tras el intenso ajuste del pasado año. Durante los últimos trimestres, la financiación captada por las familias y las empresas ha mostrado una pauta de fuerte desaceleración, con caídas del saldo vivo de crédito a finales de 2009, que han sido más intensas en el caso de los préstamos a empresas no financieras y a familias para la adquisición de bienes de consumo. Es difícil discernir el peso relativo de los distintos elementos que subyacen a este proceso de contracción del crédito. En todo caso, las menores necesidades de financiación derivadas de la atonía de la actividad han debido desempeñar un papel importante, como lo han hecho también unas condiciones financieras más estrictas en la concesión de préstamos, ante la percepción de un incremento del riesgo de las operaciones.

Con todo, la significativa desaceleración de las rentas de familias y de empresas en esta fase del ciclo ha supuesto que la caída de las ratios de endeudamiento haya sido todavía reducida. En este sentido, la moderada expansión del gasto privado que se recoge en estas proyecciones sería coherente con una continuación del proceso de desapalancamiento del sector privado, necesario para que en el futuro pueda recobrase una senda de crecimiento sobre bases sólidas. Aun así, no pueden descartarse unas condiciones restrictivas de acceso a la financiación, que afectarían más a los agentes que son más dependientes del crédito bancario, como las familias y las pequeñas y medianas empresas.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2009 con un déficit del 11,2% del PIB, lo que supone un deterioro de más de 7 pp respecto al año anterior, sustancialmente superior al inicialmente previsto. Este considerable incremento es el resultado de diversos factores, entre los que destacan la brusca disminución de los ingresos que tenían un notable componente transitorio, vinculado, sobre todo, al auge inmobiliario, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, las diversas medidas discrecionales adoptadas para amortiguar los efectos de la crisis sobre la demanda, a los que se ha venido a añadir una tendencia al crecimiento del gasto público no ligado al ciclo económico por encima del PIB tendencial de la economía. Las previsiones fiscales, realizadas a partir de los supuestos que se detallan en el recuadro 1, establecen una reducción del déficit de 1 pp del PIB en 2010 y una reducción adicional de 1,2 pp en 2011, en un contexto en el que se estima que el crecimiento del producto sigue siendo débil. Finalmente, la ratio de deuda pública aumentaría hasta el 66% del PIB en 2010 y el 75% en 2011.

### **Riesgos en las previsiones**

Las proyecciones presentadas en este Informe muestran una recuperación paulatina de la actividad en 2010 y 2011, que es el resultado de una mejora lenta del dinamismo de los planes de gasto del sector privado, de una contribución positiva de la demanda externa y de una fuerte restricción de la demanda pública de consumo e inversión. El crecimiento en el conjunto de 2010 será todavía negativo, pese a que en casi todos los trimestres la tasa de avance del PIB será positiva, mientras que en 2011 el ritmo de expansión de la economía se irá acercando gradualmente a su potencial de crecimiento a largo plazo, si bien la brecha de producción seguirá siendo negativa.

Aunque la mayor parte de los principales países industrializados ha dejado atrás la recesión, el grado de incertidumbre que rodea a estas proyecciones sigue siendo elevado. Los riesgos se encuentran probablemente equilibrados, si bien las fuentes de incertidumbre son muy numerosas. Existen dudas sobre la solidez de la recuperación de la economía internacional y sobre la velocidad con que pueden retomarse los niveles de actividad y flujos comerciales previos a la crisis, pero estos factores muestran riesgos en las dos direcciones. De la misma forma, el excepcional tono expansivo que han adquirido las políticas económicas a nivel global puede tener efectos positivos sobre la actividad todavía no percibidos, aunque la necesaria retirada de esos estímulos también puede afectar a la pauta de recuperación. En el ámbito nacional, pese a la agudeza de la crisis y la perentoria necesidad de ajuste en el gasto privado, la confianza de consumidores y de empresas se ha recuperado en los últimos trimestres. En este sentido, la consolidación fiscal programada puede contribuir a reforzar la credibilidad del marco de estabilidad macroeconómica y a mejorar las perspectivas económicas, en mayor medida de lo que se proyecta en este Informe.

Por lo que se refiere a la inflación, los riesgos resultan también equilibrados. Como es conocido, la inflación es muy sensible a la evolución de los precios del petróleo y de otras materias primas. Aunque estas proyecciones se basan en los precios de los futuros de petróleo observados en la primera quincena de marzo, que describen una trayectoria creciente, no puede descartarse que una evolución más decididamente expansiva de la economía mundial origine, de nuevo, tensiones en la demanda del mercado de crudo y alzas de precios. La eventual subida de algunos impuestos indirectos —como los especiales— es también un instrumento al alcance de las autoridades si necesitan en algún momento reforzar sus planes de consolidación fiscal, por lo que también representa un riesgo al alza sobre la inflación. Las proyecciones mantienen el efecto moderador que la debilidad del gasto ha tenido en los últimos trimestres sobre el proceso de fijación de precios, en línea con la mayor sensibilidad que están mostrando los precios de consumo en los últimos meses al tono más frágil de la demanda. Sin embargo, permanece la duda de si esa mayor sensibilidad es el resultado de los cambios cíclicos —y, por tanto, la recuperación de la demanda podría dar lugar, de nuevo, a tensiones inflacionistas— o de si incluye también elementos estructurales.

17.3.2010.