

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

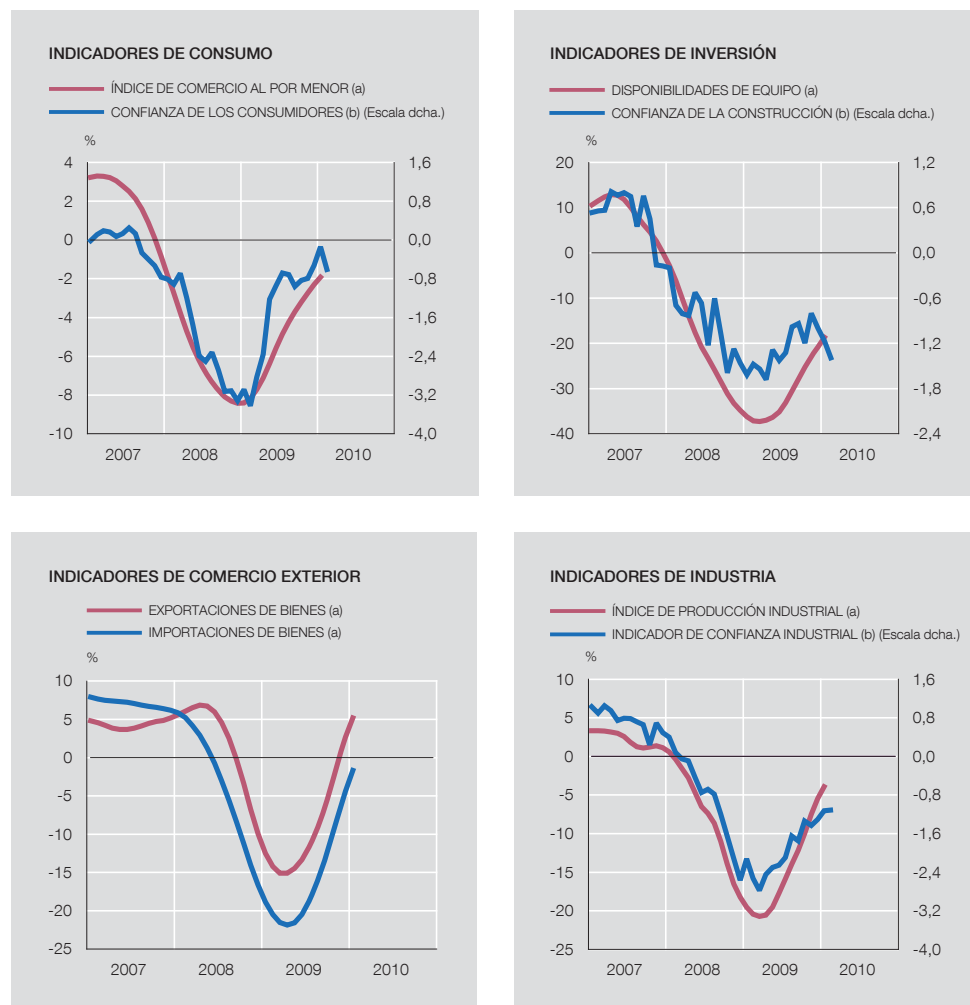
Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del cuarto trimestre de 2009, que ya fueron objeto de un comentario más detallado en el *Boletín Económico* de febrero, confirmaron que la tendencia a la moderación de la caída de la actividad prosiguió en los meses finales del pasado ejercicio. En concreto, el PIB disminuyó un 3,1% en términos interanuales, retroceso inferior en 0,9 puntos porcentuales (pp) al observado en el tercer trimestre. En tasa intertrimestral, la actividad descendió un 0,1%, frente al -0,3% del trimestre precedente. Por componentes, la disminución interanual fue imputable a la suavización del ritmo de contracción de la demanda nacional, en tanto que la aportación positiva al crecimiento del producto de la demanda exterior neta se redujo. Por último, la moderación de las caídas del empleo y de la producción fue de similar intensidad, por lo que el ritmo de crecimiento de la productividad siguió siendo elevado.

En cuanto a los indicadores referidos a los primeros meses de 2010, los relativos al consumo privado continúan dando señales dispares acerca del comportamiento reciente de esta variable. Así, el índice de confianza de los consumidores de la Comisión Europea retrocedió en febrero a los niveles de diciembre de 2009, mientras que el índice de confianza de los comerciantes minoristas experimentó en los dos primeros meses del año una clara mejoría (véase gráfico 1). En relación con los indicadores cuantitativos, en febrero se observó un repunte de la tasa de avance interanual de las matriculaciones de automóviles, lo que parece indicar la continuidad de los efectos del Plan 2000E. Por el contrario, el último dato disponible del índice del comercio al por menor, referido a enero, muestra un retroceso interanual más acusado.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, los indicadores más recientes apuntan al mantenimiento del mejor tono mostrado en el tramo final del pasado ejercicio. En este sentido, se observó una mejora en febrero en el indicador de clima industrial, tanto en el conjunto del sector como en las ramas productoras de bienes de equipo. Asimismo, 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, mostraron en febrero su primera tasa interanual positiva desde diciembre de 2007.

Los últimos indicadores de que se dispone relativos a la inversión en construcción sugieren que se mantiene su tendencia contractiva. La caída en el número de afiliados a la Seguridad Social de este sector se moderó 1,4 pp en febrero, aunque su tasa interanual siguió siendo muy negativa (-16,2%). Por su parte, la evolución reciente de los indicadores que miden la evolución de los consumos intermedios no fue positiva: en concreto, el consumo aparente de cemento intensificó su retroceso interanual en febrero hasta el -24%, mientras que el índice de producción industrial de minerales no metálicos cayó en enero casi un 15%, tasa muy similar a la de los dos meses precedentes. Además, el indicador de confianza de los empresarios del sector retrocedió en febrero por tercer mes consecutivo, según los datos de la encuesta de la Comisión Europea. En cuanto a los indicadores adelantados, la última información disponible, que se refiere a diciembre del pasado año, muestra una intensificación del descenso interanual de la superficie visada de viviendas nuevas, hasta el -51%, mientras que, por el contrario, en el caso de la edificación no residencial, el retroceso de la superficie visada se atenuó en 8 pp, hasta el -22% interanual.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes volvieron a aumentar con intensidad en enero, a un ritmo interanual del 12,3%, muy superior al 4,3% de



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).

incremento registrado en el cuarto trimestre de 2009, si bien ese repunte obedece, en parte, a un efecto de base, dada la intensa contracción de los flujos comerciales que tuvo lugar en los primeros meses de 2009. Por tipo de productos, destacaron en enero las ventas al exterior de bienes intermedios no energéticos (que aumentaron más de un 20%) y, sobre todo, las de bienes de consumo duradero, en especial automóviles, que se incrementaron en un 65%. Por áreas geográficas, los aumentos de las ventas dirigidas a la UE y al resto del mundo fueron bastante similares (12% y 13%, respectivamente). También las importaciones reales de bienes repuntaron en enero, con una tasa interanual del 8,1%, frente al descenso del 1,7% del cuarto trimestre de 2009. Como en el caso de las exportaciones, las compras al exterior registraron tasas particularmente elevadas en el caso de los bienes intermedios no energéticos y de los bienes de consumo duradero, aunque, en este caso, el incremento se debió a la importación de bienes duraderos distintos de los automóviles. Tras haberse reducido a la mitad en 2009 respecto al saldo del año anterior, el déficit comercial se estabilizó en enero de 2010 en el nivel del mismo mes de 2009, si bien esto fue resultado de un descenso de casi el 26% del saldo comercial no energético, que fue compensado por un aumento significativo del déficit energético (de un 35%), afectado por el encarecimiento del petróleo.

Respecto al turismo receptor, la entrada de turistas extranjeros retrocedió según FRONTUR un 3,8% interanual en febrero, después de que en enero se hubiera registrado la primera tasa positiva en año y medio. Sin embargo, de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera, el número de pernoctaciones hoteleras de no residentes aumentó casi un 5% en febrero, destacando, por nacionalidades, el incremento de las realizadas por los turistas procedentes de Francia, Italia y Países Bajos. Finalmente, según EGATUR, el gasto total de los visitantes extranjeros se incrementó, en términos nominales, un 4,1% en enero, lo que se debió tanto al propio aumento en las llegadas de turistas como al mayor gasto medio diario que realiza cada uno de ellos.

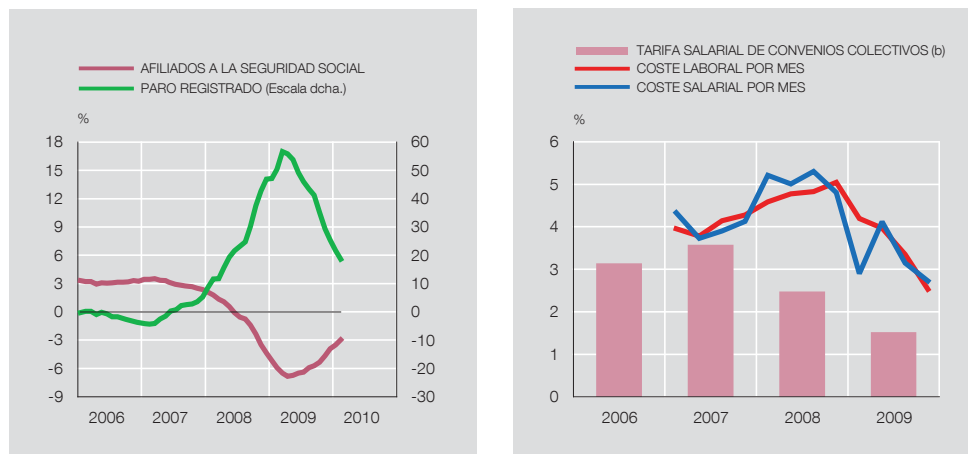
Según los datos de Balanza de Pagos relativos a diciembre de 2009, la necesidad de financiación de la nación disminuyó algo más del 70% en ese mes en términos interanuales, lo que representa una intensificación de la pauta de corrección de meses anteriores.

En la vertiente de la oferta, la caída interanual del índice de producción industrial se hizo más pronunciada en enero en términos de la serie corregida de efectos de calendario, hasta una tasa del -4,4% (-3,4% en diciembre de 2009), como consecuencia del comportamiento de sus principales componentes, con la excepción de la producción de energía y de bienes de equipo. Por el contrario, otros indicadores del sector referidos a enero mostraron un tono más positivo. Así, los índices de cifra de negocios y de entradas de pedidos experimentaron, en términos reales y corregidos de efectos calendario, crecimientos interanuales del 3,5% y 3,3%, respectivamente, si bien en el segundo caso eso supuso una desaceleración sustancial respecto al mes de diciembre. También los indicadores del mercado laboral, correspondientes en este caso a febrero, se caracterizaron por un comportamiento menos desfavorable. En concreto, los afiliados a la Seguridad Social recortaron en 1 pp su tasa de caída, hasta el -7,2%. Por último, entre los indicadores de opinión, la encuesta de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea no arrojó variaciones en febrero, en tanto que el índice PMI aumentó en ese mismo mes, aunque permaneció por debajo del nivel de 50, frontera que separa la contracción de la actividad de la expansión.

En el caso de los servicios, la evolución de los indicadores del mercado de trabajo ha continuado siendo menos desfavorable en la etapa más reciente. En concreto, las afiliaciones a la Seguridad Social retrocedieron en febrero un 0,8% (-1,2% en enero). Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, el índice de confianza procedente de las encuestas de la Comisión Europea mejoró notablemente en febrero, aunque en una magnitud similar al descenso que había registrado en enero. Por el contrario, el índice PMI se redujo en febrero en 1,7 puntos, alejándose del nivel de 50. Además, el índice de cifra de negocios del sector servicios intensificó su caída interanual en enero en casi 2 pp, hasta el -4,5% en términos reales y corregidos de calendario.

Por lo que respecta al empleo, el perfil de ralentización en el ajuste del mercado de trabajo que se observó en el cuarto trimestre del año anterior se ha prolongado en los últimos meses. En particular, el número de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en febrero un 3% (-3,5% en enero), mientras que la tasa interanual de avance del número de desempleados se desaceleró en 3,1 pp, hasta el 18,6% (véase gráfico 2).

Por lo que respecta a la ejecución presupuestaria del Estado, los datos acumulados de los dos primeros meses del año muestran un déficit de 7,8 mm en términos de caja (véase gráfico 3). Esta cifra contrasta con el déficit de 70 millones correspondiente al mismo período de 2009. Los ingresos no financieros mantuvieron en enero y febrero cierta debilidad, al retroceder un 3,9% en términos interanuales. Por su parte, los gastos no financieros siguieron mostrando ritmos de expansión interanual muy elevados; en concreto, del 22,8% en los dos pri-

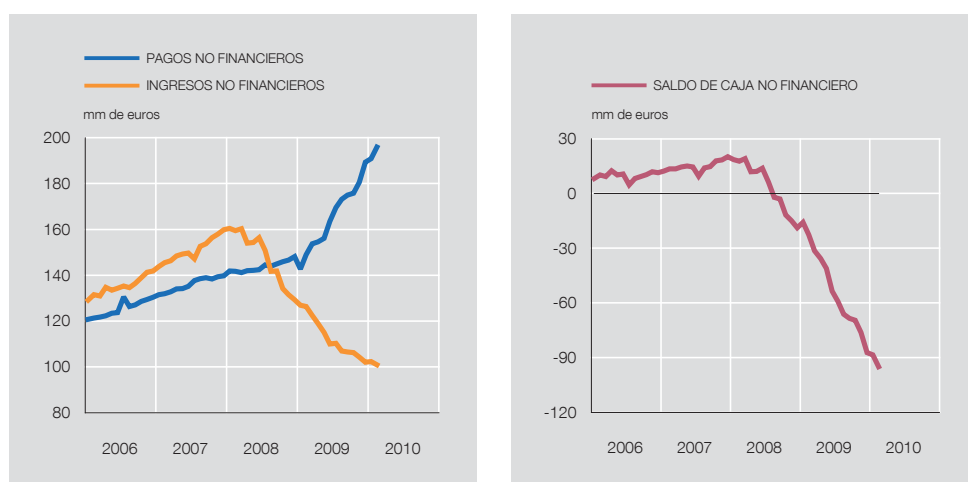


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

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

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



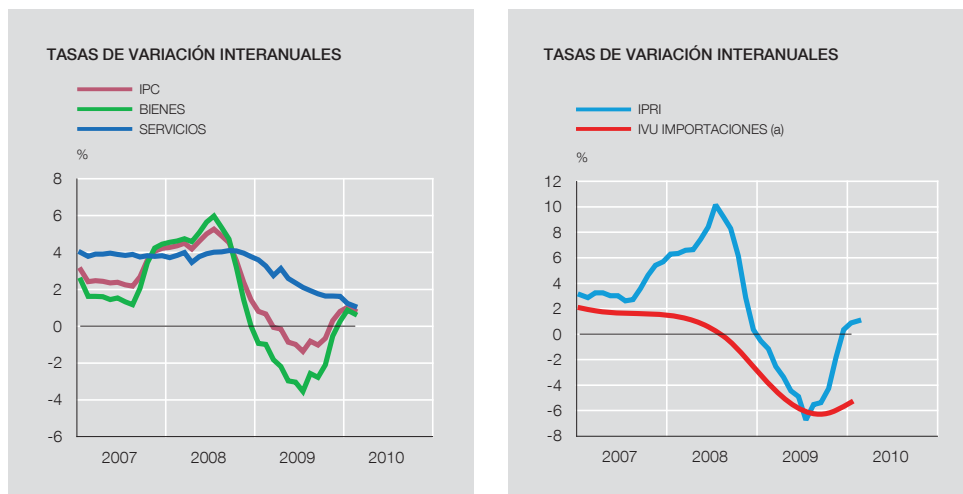
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: febrero de 2010.

meros meses del año. En términos de la Contabilidad Nacional, los meses de enero y febrero se saldaron con un superávit de 3,3 mm de euros, inferior al registrado en igual período del año anterior (5,1 mm de euros).

**Precios y costes**

El coste laboral medio por trabajador y mes aumentó en el cuarto trimestre de 2009 un 2,5%, de acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, nueve décimas menos que en el trimestre precedente. Este descenso se debió tanto al componente de costes salariales, que se desaceleró en 0,4 pp, hasta el 2,7%, como, sobre todo, al de costes no salariales, cuyo ritmo de avance retrocedió en dos puntos, hasta el 1,9%. La información más reciente relativa a los acuerdos alcanzados en el marco de la negociación colectiva en febrero refleja un incremento medio pactado de las tarifas del 1,5% para 2010. Esta tasa es casi 1 pp inferior a la



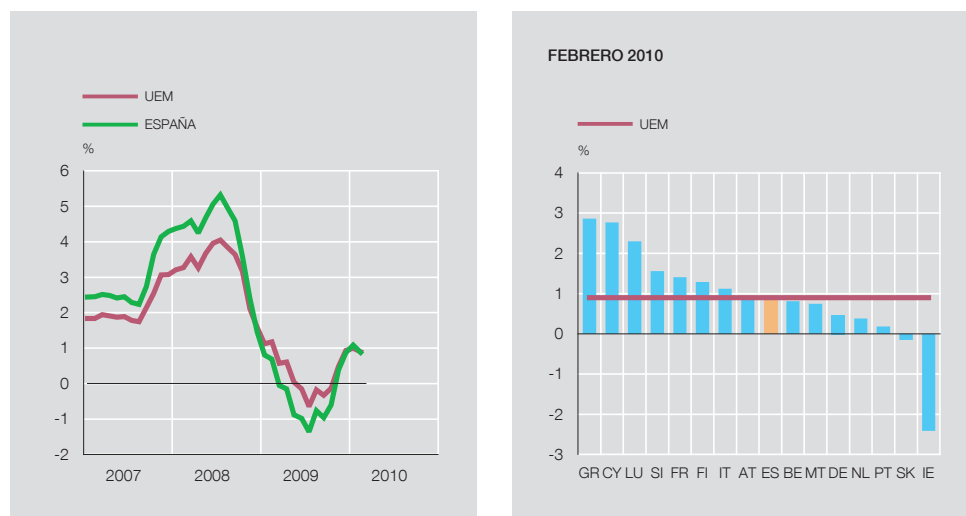
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

acordada en 2009, de modo que el comienzo del ejercicio se está caracterizando por una mayor moderación salarial. Al igual que ocurrió el año pasado, las cláusulas de salvaguarda no se han activado ni se espera que lo hagan a lo largo del ejercicio. Por ramas de actividad, los incrementos medios acordados en la industria y los servicios ascendieron al 1,7%, mientras que en la construcción fueron del 0,9%, aunque, en este último caso, la proporción de trabajadores a la que afectan los convenios es todavía muy baja. Casi todos los acuerdos firmados en los dos primeros meses de este año son revisados (es decir, corresponden a pactos plurianuales firmados en años anteriores con efectos en 2010), sin que se hayan firmado aún convenios acogidos al acuerdo para la negociación colectiva del pasado mes de febrero.

El ritmo de variación interanual del IPC registró en febrero una disminución de dos décimas respecto al mes precedente, hasta el 0,8% (véase gráfico 4). Los dos componentes más volátiles contribuyeron a esta desaceleración: en concreto, el crecimiento de los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados se ralentizó en 1,5 y 0,6 pp, respectivamente, hasta el 9,9% y el -3,8%. Dentro del IPSEBENE, el comportamiento fue más heterogéneo. Así, mientras que los servicios disminuyeron su ritmo de avance en una décima, hasta el 1,1%, el crecimiento de los precios en los alimentos elaborados se mantuvo estable en el 0,5% y el de los bienes industriales no energéticos repuntó en dos décimas, hasta el -1,5%. En cualquier caso, el IPSEBENE siguió mostrando una gran moderación, con una tasa interanual de incremento de solo el 0,1%. Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también recortó en dos décimas su avance interanual en febrero, hasta el 0,9%, cifra igual a la que registró el indicador análogo en la zona del euro, tras disminuir una décima, por lo que el diferencial respecto a la UEM fue nulo.

En febrero de 2010, la tasa de crecimiento interanual del IPRI repuntó dos décimas, hasta el 1,1%. Por componentes, se aceleraron los precios de los bienes industriales energéticos, de equipo e intermedios, mientras que, por el contrario, los precios de los bienes de consumo (duradero y no duradero) se ralentizaron modestamente. En todo caso, cabe destacar que solamente el componente energético registró una tasa de variación positiva. En consecuencia, el IPRI sin energía siguió descendiendo en términos interanuales (en concreto, a un ritmo del -0,2%, frente al -0,4% de enero).



FUENTE: Eurostat.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), moderaron en enero en más de 5 pp su descenso interanual, hasta el  $-1,5\%$ . Esta desaceleración afectó a todos los grupos de productos, pero fue especialmente acusada en el caso del componente energético, que pasó de descender un  $2,2\%$  en diciembre a presentar un incremento interanual de casi el  $15\%$  en enero. En la vertiente exportadora, el IVU del conjunto de compras al exterior cayó en enero un  $2,9\%$  ( $-6,7\%$  en diciembre). Por grupos de productos, cabe mencionar que los precios de los bienes de consumo no alimenticio experimentaron en enero una tasa negativa más intensa que la del cuarto trimestre de 2009, al contrario de lo ocurrido con los alimentos, que se encarecieron ligeramente en enero. Por otra parte, el índice de precios de importación de productos industriales elaborado por el INE experimentó en enero una nueva aceleración, hasta el  $3,4\%$ , como consecuencia del comportamiento más expansivo de los componentes de bienes intermedios, energéticos y de consumo no duradero. Por el contrario, se desaceleraron los precios de los bienes de consumo duradero y de equipo. De modo análogo, también repuntaron los precios de exportación de los productos industriales, cuyos componentes mostraron un patrón muy similar al descrito en el caso de los precios de importación.

### ***Evolución económica y financiera en la UEM***

En marzo, los mercados financieros internacionales han evolucionado favorablemente, apoyados en la publicación de datos, en general, positivos sobre la actividad en las principales economías y en una cierta reducción de las tensiones generadas por la situación de las finanzas públicas en algunos países. La mejoría se observó particularmente en los índices bursátiles, que recuperaron los niveles de principios de año, y en un descenso de las volatilidades implícitas. En este contexto, el mercado de emisiones de deuda privada, que tuvo escasa actividad en febrero, recuperó el vigor que había mostrado a comienzos de año. Por el contrario, otros segmentos, como el mercado de *covered bonds*, no se han reactivado todavía. En los mercados de deuda pública se observó un incremento en los tipos de interés a largo plazo en la mayoría de las economías desarrolladas, de modo que la pendiente de la curva de rendimientos se mantuvo en niveles máximos de los últimos años. Por su parte, el mayor apetito por el riesgo en los mercados internacionales favoreció una reducción generalizada de los diferenciales soberanos de los países emergentes y una revalorización de las principales monedas de estas economías. Por último, los precios de las

materias primas mantuvieron los niveles alcanzados tras la recuperación generalizada de febrero.

En Estados Unidos, tras el fuerte crecimiento del PIB en el cuarto trimestre —1,4% trimestral y 5,9% en tasa anualizada—, los indicadores de actividad y, con menor intensidad, los de demanda mantuvieron un comportamiento positivo en febrero. El mercado laboral continúa mostrando cierta fragilidad, al mantenerse la tasa de paro en el 9,7%, si bien el ritmo de destrucción de empleo se ha reducido y en ese mes fue consecuencia, fundamentalmente, de las adversas condiciones climatológicas. Por su parte, el mercado inmobiliario residencial mostró cierta debilidad después de los buenos indicadores de meses anteriores, al caer tanto las viviendas iniciadas como las ventas de viviendas. En cuanto a los precios, la inflación general se moderó en febrero, del 2,6% al 2,1% interanual, al igual que la tasa subyacente, que disminuyó tres décimas, hasta el 1,3% interanual. En este contexto, en su reunión de marzo, la Reserva Federal mantuvo inalterados tanto el tipo de interés oficial —en el rango 0% a 0,25%— como el mensaje de que permanecería en niveles reducidos por un período prolongado, y confirmó que finalizaría el programa de compras de activos a últimos de marzo. Por otra parte, y con el objetivo de preparar las condiciones necesarias para la retirada de liquidez, la Reserva Federal ha ampliado las entidades de contrapartida para las operaciones de venta de activos con acuerdo de recompra (*repo* inverso). Por último, se aprobó la ley de reforma del sistema sanitario.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre se revisó dos décimas a la baja, hasta un 0,9% trimestral (–1% interanual), debido principalmente a la aportación negativa de las existencias. No obstante, la demanda final aumentó un 1,1% gracias a la recuperación de las exportaciones y a la mejora del consumo privado y de la inversión no residencial —que tuvo una contribución positiva por primera vez en casi dos años—. Los indicadores de confianza del primer trimestre apuntan a una moderada recuperación, aunque continúa la dicotomía entre el mayor dinamismo del sector manufacturero —especialmente, el orientado a la exportación— y la debilidad del sector servicios. Así, la producción industrial en enero continuó su expansión, con un crecimiento del 2,7% mensual, y las ventas al por menor también mejoraron, debido, entre otros factores, al aumento de los salarios nominales. El mercado laboral reflejó cierta estabilización y la tasa de paro disminuyó tres décimas en enero, hasta el 4,9%. En cuanto al sector exterior, el superávit por cuenta corriente se amplió en enero por el fuerte crecimiento de las exportaciones. En un contexto en el que los precios continuaron cayendo —tanto en los índices generales como en los subyacentes—, el Banco de Japón decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,1% y ampliar, de 10 a 20 billones de yenes —la cifra total representa un 4,2% del PIB—, las operaciones de mercado monetario a tipo fijo que se aprobaron en diciembre.

La economía del Reino Unido inició una tímida recuperación en el cuarto trimestre de 2009 —el PIB creció un 0,3% trimestral, aunque siguió registrando una caída interanual (–3,3%)—. Los indicadores más recientes de actividad ofrecieron señales mixtas en cuanto a la fortaleza de dicha recuperación. Así, los indicadores de demanda repuntaron en febrero, mientras que en los dos primeros meses del año las encuestas empresariales mostraron avances de la actividad, sobre todo en el sector manufacturero, como consecuencia de los mayores pedidos para la exportación y la recomposición de existencias. Sin embargo, en enero la producción industrial disminuyó —tras cuatro meses creciendo mensualmente— y aumentó el déficit de la balanza comercial y de servicios, no reflejándose aún el esperado repunte de las exportaciones. La actividad en el mercado inmobiliario remontó, tras el retroceso de enero, aunque la recuperación de la demanda y de los precios perdió vigor. Por otra parte, el mercado laboral dio muestras de cierta estabilización, al mantenerse la tasa de paro en el 7,8% en enero y



disminuir las solicitudes por desempleo en febrero, compensando el aumento del mes anterior. En febrero, la inflación del IPC se situó en el 3% interanual, debido, sobre todo, a los efectos base derivados del incremento del precio del petróleo, mientras que las expectativas de inflación se mantienen ancladas. En este entorno, el Banco de Inglaterra decidió mantener tanto el tipo de interés oficial como la pausa, iniciada a principios de febrero, en su programa de compra de activos. En el ámbito fiscal, el presupuesto de 2010 ha revisado ligeramente a la baja la senda del déficit público hasta 2014-2015. No obstante, mantiene el compromiso de apoyo fiscal hasta que la recuperación económica sea firme.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del cuarto trimestre se contrajo, en promedio, un 2,2% interanual, frente al -3,6% del tercer trimestre, registrándose notables diferencias por países: desde Polonia, que creció un 3,1%, hasta la caída en torno al 18% en Letonia. La progresiva recuperación de la actividad se apoyó en la expansión de las exportaciones, mientras que la demanda interna continúa deprimida. Los indicadores de producción industrial han mejorado en enero, mientras que las ventas al por menor continúan estancadas por la atonía del consumo privado. La tasa de inflación disminuyó en febrero, hasta el 2,8% interanual en promedio, debido al menor incremento de los precios del combustible. En este contexto, Letonia disminuyó el tipo de interés oficial, mientras que Polonia lo mantuvo en el 3,5%. Por su parte, algunos países, como Hungría y Polonia, establecieron límites a la concesión de préstamos, con el fin de reducir los riesgos asociados al endeudamiento de las familias en moneda extranjera.

En China, la actividad económica mostró cierta aceleración en los dos primeros meses del año, período en el que la producción industrial y la inversión en activos fijos continuó creciendo fuertemente, al igual que los indicadores de consumo. Por su parte, los flujos comerciales aumentaron notablemente en febrero, creciendo tanto las exportaciones como las importaciones en torno al 45% interanual en términos nominales. En un contexto de fuerte crecimiento de la oferta monetaria y de los préstamos bancarios, la inflación continuó aumentando acusadamente en febrero, pasando del 1,5% al 2,7% interanual. En parte como respuesta a estos signos de recalentamiento, a finales de febrero el banco central volvió a elevar en 50 puntos básicos (pb) el coeficiente de reservas bancarias, hasta el 16,5%. En el resto de Asia, tanto la producción industrial en enero como las exportaciones en febrero registraron un fuerte crecimiento. Por su parte, la inflación siguió repuntando en febrero —de forma notable en la India, al pasar del 8,6% al 9,9% interanual—, por el incremento de los precios de los alimentos. Ello ha propiciado un aumento de 25 pb en los tipos de interés oficiales en la India y en Malasia, mientras que en el resto de países se mantuvieron inalterados.

En el conjunto de América Latina, el PIB del cuarto trimestre registró un crecimiento promedio del 1,2% interanual —a falta del dato de Colombia—, tras haber caído un 2,7% en el tercer trimestre, confirmándose una recuperación generalizada de la actividad, muy dinámica en Brasil (4,3%) y más moderada en Argentina y en Chile, mientras que se acentuó la recesión en Venezuela, cuya economía se contrajo un 5,8%. En la mayoría de los países, el motor de la reactivación fue la demanda interna y, en especial, el consumo privado. Para el primer trimestre de 2010, los indicadores recientes apuntarían hacia una gradual aceleración de la actividad, que resultaría algo menos vigorosa en el caso de México. En febrero, la inflación general prosiguió su tendencia al alza y aumentó en cuatro décimas, alcanzando el 6,2% interanual —la tasa más elevada desde junio de 2009—, debido al crecimiento de los precios de los alimentos. Por su parte, la tasa subyacente repuntó dos décimas, hasta el 6,6%. En este contexto, los bancos centrales mantuvieron inalterados los tipos de interés oficiales. Por otra parte, los flujos de capitales recibidos como inversión de cartera continuaron su senda

ascendente y el Banco de Colombia —al igual que el Banco de México el mes pasado— anunció que reanudaría las intervenciones para acumular reservas.

Por su parte, en la zona del euro, de acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB aumentó un 0,1% en el cuarto trimestre, tras el 0,4% registrado en el período julio-septiembre de 2009. Esta ralentización vino explicada, en gran medida, por la fuerte caída del consumo público y la nula contribución de la variación de existencias. El consumo privado se estabilizó, mientras que la formación bruta de capital fijo moderó ligeramente su retroceso, a pesar del mal comportamiento de los bienes de equipo. De esta forma, la demanda interna, excluidas las existencias, tuvo una aportación negativa al crecimiento del PIB, mientras que la mayor fortaleza de las exportaciones frente a las importaciones situó la contribución positiva del saldo neto exterior en 0,2 pp. En términos interanuales, el producto disminuyó un 2,1%, 2 pp menos que el trimestre precedente. En el conjunto del año 2009, el PIB retrocedió un 4%, frente al avance del 0,5% de 2008.

Los datos de Contabilidad Nacional del cuarto trimestre estiman una disminución del empleo del 0,2%, algo más suave que la reducción del 0,5% de los tres meses anteriores, que se tradujo en un retroceso interanual del 2%. Por países, se produjeron descensos en todas las economías grandes, excepto en Alemania, donde se mantuvo constante. La productividad aparente del factor trabajo redujo sustancialmente su caída, lo que provocó una importante desaceleración de los costes laborales unitarios, ya que la remuneración por asalariado mantuvo su ritmo de avance. No obstante, los costes laborales unitarios aumentaron por encima del deflactor del PIB, por lo que los márgenes empresariales volvieron a estrecharse.

La información disponible reciente sigue señalando una moderada expansión de la actividad en los primeros meses de 2010. Por el lado de la oferta, la producción industrial aumentó en enero un 1,7%, lo que se tradujo en la primera tasa de avance interanual positiva desde abril de 2008 (1,8%). Sin embargo, los pedidos industriales se contrajeron en el mismo período. Entre los indicadores cualitativos, los de confianza elaborados por la Comisión Europea relativos a la industria y a los servicios mejoraron en los dos primeros meses del año, al igual que las encuestas de directores de compras en marzo. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor y la confianza de los consumidores descendieron en enero y febrero, respectivamente (véase cuadro 1), sin duda afectados por la crudeza del invierno, mientras que las matriculaciones de automóviles aumentaron en febrero. Finalmente, los datos nominales de la balanza comercial señalan que las ventas al exterior, en términos interanuales, mejoraron en enero. Además, también registraron avances la valoración de la cartera de pedidos exteriores en los dos primeros meses del año y las expectativas de exportación en el primer trimestre de 2010.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, descendió una décima en febrero, hasta situarse en el 0,9%. La evolución del índice general obedeció a la moderación del crecimiento de los precios de la energía y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, descendió una décima, hasta el 0,8%. Los precios industriales ralentizaron su ritmo de caída interanual en diciembre en 1,8 pp, hasta el -2,1%, como consecuencia del menor retroceso de todos sus componentes, salvo los bienes de consumo duradero, que moderaron su ritmo de aumento.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 4 de marzo, decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el

		2009			2010		
		OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	-11,1	-6,9	-4,0	1,9		
	Comercio al por menor	-1,0	-2,1	-0,5	-1,3		
	Matriculaciones de turismos nuevos	10,8	34,0	19,5	8,3	2,9	
	Indicador de confianza de los consumidores	-18,0	-17,0	-16,0	-16,0	-17,0	
	Indicador de confianza industrial CE	-21,0	-19,0	-16,0	-14,0	-13,0	
	PMI de manufacturas	50,7	51,2	51,6	52,4	54,2	56,3
	PMI de servicios	52,6	53,0	53,6	52,5	51,8	53,7
	IAPC	-0,1	0,5	0,9	1,0	0,9	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	
	M1	11,8	12,5	12,3	11,5	10,9	
	Crédito a los sectores residentes	3,2	2,7	2,4	1,6	1,5	
	AAPP	15,1	13,2	11,2	9,1	8,4	
	Otros sectores residentes	0,9	0,6	0,7	0,0	0,0	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	-0,1	0,5	1,3	1,6	1,8	
	— Préstamos a sociedades no financieras	-1,2	-1,9	-2,2	-2,7	-2,5	
	EONIA	0,36	0,36	0,35	0,34	0,34	0,35
	EURIBOR a tres meses	0,74	0,72	0,71	0,68	0,66	0,65
	EURIBOR a un año	1,24	1,23	1,24	1,23	1,23	1,22
	Rendimiento bonos a diez años	3,80	3,83	3,88	4,10	4,11	3,98
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,41	-0,41	-0,28	-0,34	-0,39	-0,27
	Tipo de cambio dólar/euro	1,482	1,491	1,461	1,427	1,369	1,359
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	11,9	14,1	21,0	-6,4	-8,0	-0,6

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

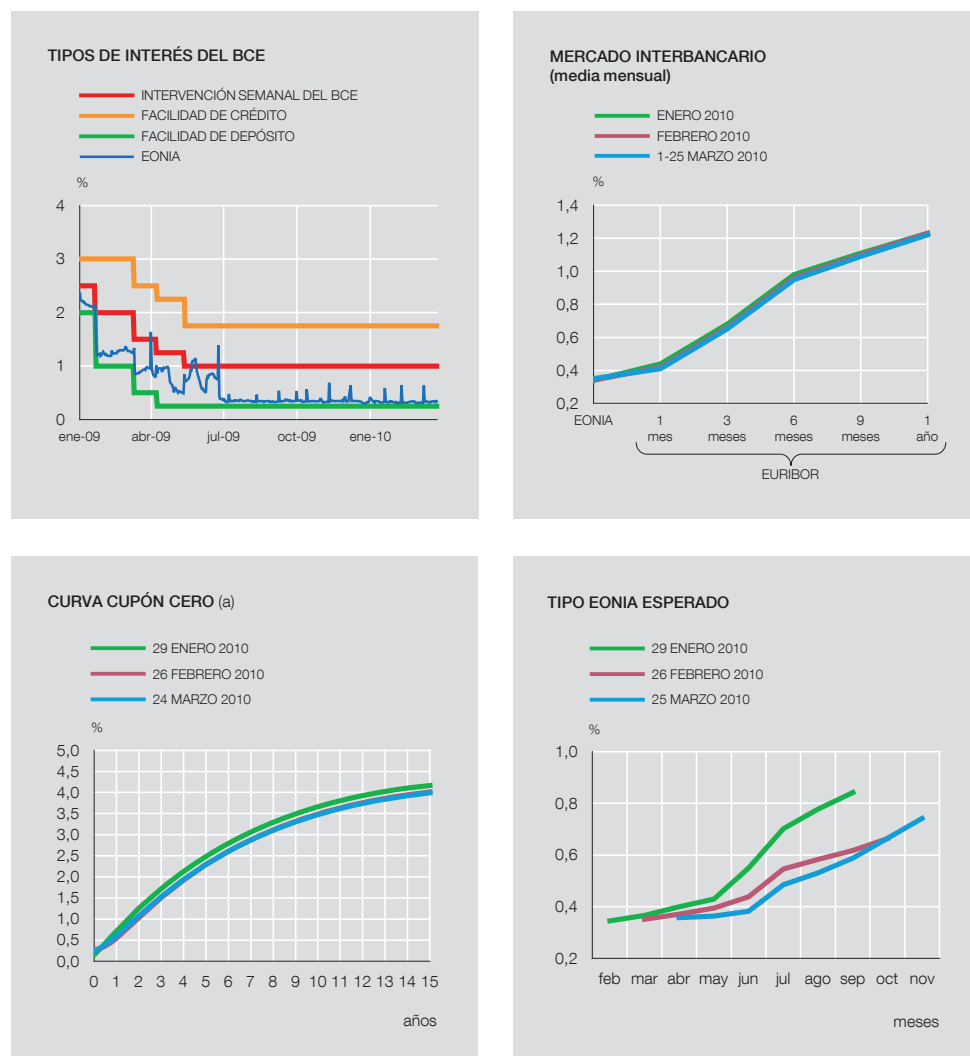
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 25 de marzo de 2010.

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

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. Asimismo, continuó su política de retirada gradual de las medidas no convencionales que ya no resultan tan necesarias como en el pasado. Más concretamente, anunció que las subastas principales de financiación y las realizadas con una duración igual al período de mantenimiento seguirían instrumentándose a tipo fijo y con adjudicación plena mientras sea preciso y, al menos, hasta el final del período de mantenimiento que vence el 12 de octubre de este año. El tipo de la última subasta a seis meses se fijará siguiendo el mismo proceso que en la última subasta a un año (media de los tipos mínimos de las operaciones principales de financiación durante esos seis meses) y en las subastas a tres meses se volverá al sistema de tipo variable a partir del próximo 28 de abril.

A principios de marzo, de acuerdo con el requerimiento del Consejo ECOFIN de febrero, Grecia presentó un informe detallando el estado de ejecución de las medidas presupuestarias adoptadas para reducir el déficit en los plazos acordados, así como diversas medidas adicionales, que contribuyen a asegurar dicho objetivo en 2010 y están cuantificadas en un 2% del PIB griego. En particular, el gobierno griego ha propuesto aumentar los ingresos públicos, subiendo el IVA y varios impuestos especiales, y reducir el gasto, recortando los salarios de empleados públicos y congelando las pensiones. El Consejo ECOFIN de 16 de marzo evaluó

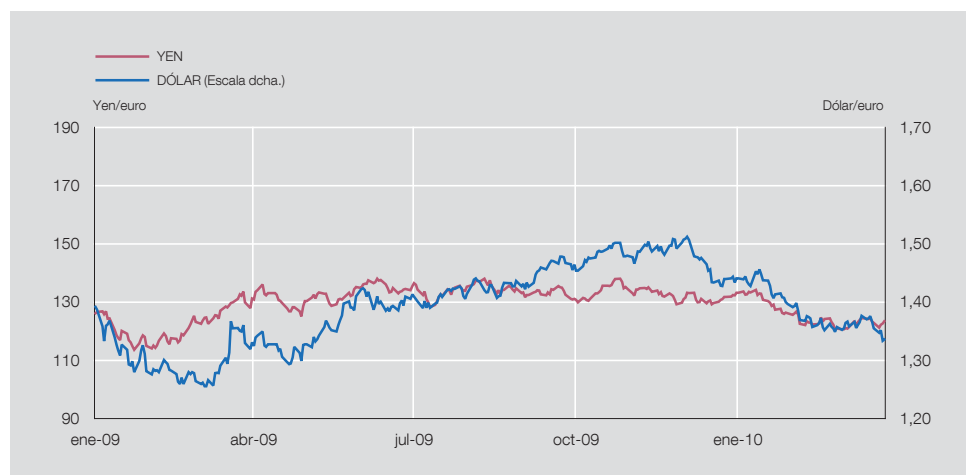


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

positivamente el informe y consideró que las medidas adicionales parecen suficientes para cumplir el objetivo presupuestario de 2010, siempre que sean implementadas de forma efectiva, completa y cumpliendo los plazos.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron estables en marzo, en niveles del 0,6% y del 1,2% para el EURIBOR a tres y a doce meses, respectivamente (véase gráfico 6). Los tipos de operaciones con garantías —*eurepos*— a tres meses mostraron un comportamiento similar, mientras que los de plazo a un año aumentaron, por lo que el diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos y los *eurepos* equivalentes se mantuvo constante en los plazos más cortos y disminuyó ligeramente en el de los tipos a un año. La rentabilidad de la deuda pública a diez años de la UEM y la del Bund alemán fluctuaron en marzo en torno al 4% y al 3,1%, respectivamente, mientras que la del bono de Estados Unidos aumentó. De ese modo, el diferencial entre el Bund alemán y los tipos equivalentes en Estados Unidos se incrementó en 23 pb. Por otra parte, el crédito al sector privado se redujo en febrero un 0,4%, tras el -0,6% del mes anterior, lo que se debió al menor retroceso de los contratos con sociedades no financieras y el mayor avance de los préstamos a hogares.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones se revalorizaron en marzo, hasta situar el valor del índice Dow Jones EUROSTOXX 50 a un nivel un 8% superior al de finales de febrero. En los mercados de divisas, el euro se recuperó en la primera parte del mes, para luego retroceder hasta los 1,34 dólares/euro, lo que ha supuesto una pérdida de valor del 1,6% en marzo (véase gráfico 7).

Por último, en febrero el agregado monetario amplio M3 registró una caída interanual del 0,4%, frente al avance del 0,1% en enero. Los componentes más líquidos siguieron manteniendo un fuerte dinamismo, aunque menor que en meses anteriores, mientras que los depósitos a mayor plazo y los valores negociables mostraron un claro retroceso.

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

Al igual que en el resto de la UEM, durante el mes de marzo se produjo una recuperación en los mercados financieros españoles, en un contexto de menor tensión en los de riesgos soberanos. Así, los índices bursátiles se revalorizaron y descendieron las primas de riesgo incorporadas en los precios de los activos de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado. Por su parte, los datos más recientes de los balances de los agentes no financieros, correspondientes a enero, siguen evidenciando un notable dinamismo de los pasivos de las AAPP —aunque algo inferior al de los meses precedentes—, una contracción de la deuda de las sociedades y una cierta estabilidad en el saldo de crédito de los hogares. En cambio, los activos más líquidos de las empresas y las familias continuaron avanzando a un ritmo positivo, aunque moderado. La información provisional correspondiente a febrero no muestra cambios significativos en estas pautas.

En la parte transcurrida de marzo, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 0,65% y el 3,83%, respectivamente, 7 pb y 15 pb por debajo de los correspondientes niveles de febrero (véase cuadro 2). Respecto al mes anterior, el diferencial de rentabilidad entre la deuda española y la alemana a diez años se redujo en 8 pb, hasta los 70 pb. Las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas disminuyeron en una cuantía similar, alcanzando los 83 pb.

En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 7,3% por encima del nivel alcanzado a finales de febrero, una revalorización similar a la registrada por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (8,1%) y mayor que la del S&P 500 de las de Estados Unidos (5,6%).

TIPOS BANCARIOS (b)		2006	2007	2008	2009		2010		
		DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
HOGARES E ISFLSH:									
	Crédito para vivienda	4,74	5,53	5,83	2,70	2,62	2,60	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	7,36	8,38	8,83	7,40	6,98	7,68	...	...
	Depósitos	1,79	2,72	2,79	1,42	1,39	1,35	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:									
	Crédito (c)	4,77	5,80	4,87	2,91	2,95	2,78	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)									
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,69	4,01	2,18	0,78	0,80	0,73	0,72	0,65
	Deuda pública a cinco años	3,78	4,12	3,46	2,69	2,73	2,91	2,91	2,75
	Deuda pública a diez años	3,82	4,35	3,86	3,79	3,80	3,99	3,98	3,83
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,03	0,09	0,80	0,51	0,58	0,69	0,78	0,70
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,26	0,64	2,90	0,80	0,72	0,72	0,94	0,83
	IBEX 35 (f)	31,79	7,32	-39,43	26,63	29,84	-8,31	-13,45	-7,11

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 25 de marzo de 2010.

b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2008.

f. 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

CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2010	2007	2008	2009		2010
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
FINANCIACIÓN TOTAL	2.753,6	12,3	7,3	4,8	4,0	3,6
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.198,9	15,5	6,1	-0,5	-0,9	-1,2
Hogares e ISFLSH	901,8	12,5	4,4	-0,2	-0,3	-0,1
<i>De la cual:</i>						
- Crédito para adquisición de vivienda (c)	678,8	13,0	4,5	0,1	0,1	0,3
- Crédito para consumo y otros fines (c)	220,3	10,9	3,9	-1,3	-1,6	-1,3
Sociedades no financieras	1.297,1	17,7	7,4	-0,6	-1,4	-1,9
<i>De la cual:</i>						
- Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	909,6	19,5	6,8	-3,1	-3,5	-4,3
- Valores de renta fija (d)	57,6	18,4	12,1	33,9	37,0	33,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	554,7	-2,3	13,5	32,6	29,5	28,0
Valores a corto plazo	85,8	2,5	58,3	75,6	62,6	46,8
Valores a largo plazo	377,6	-3,1	8,1	28,0	27,4	26,7
Créditos y resto	91,4	-1,0	13,8	22,4	14,9	18,9

FUENTE: Banco de España.

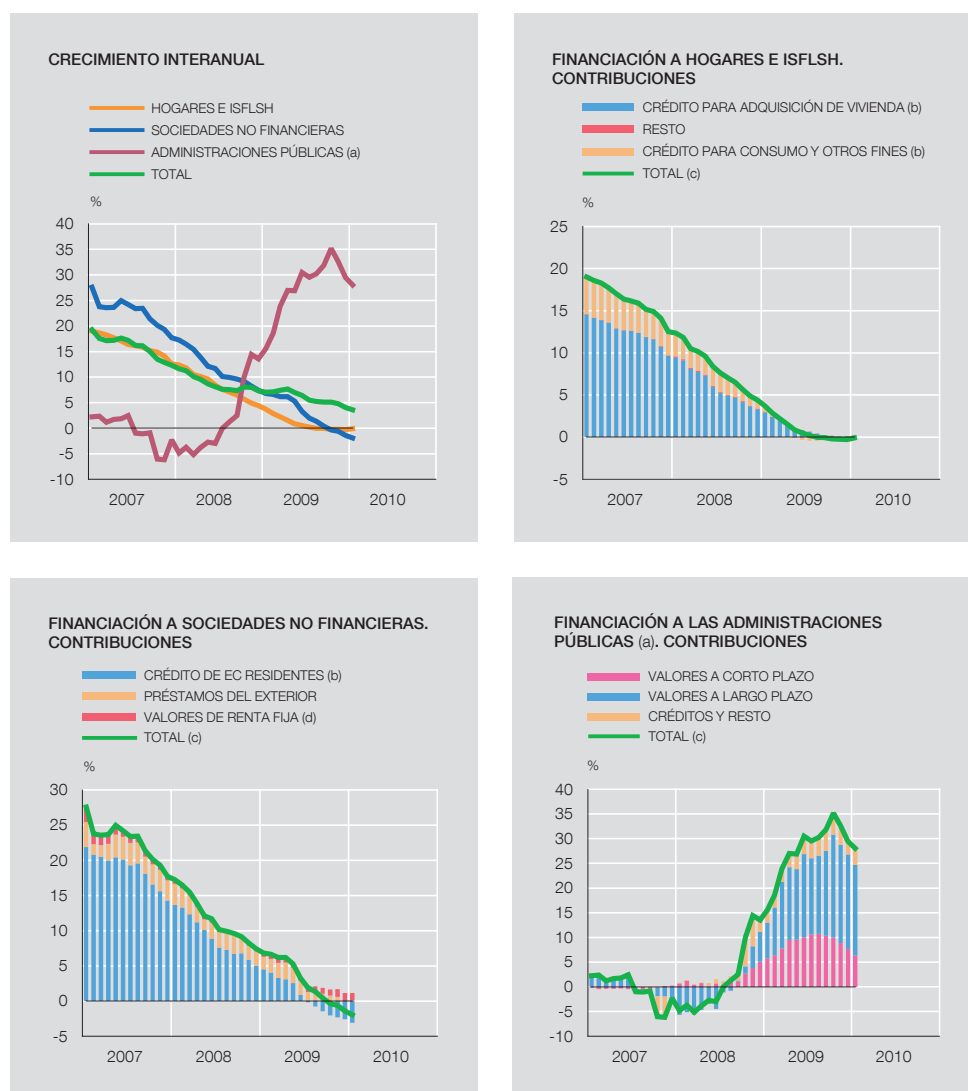
a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

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.



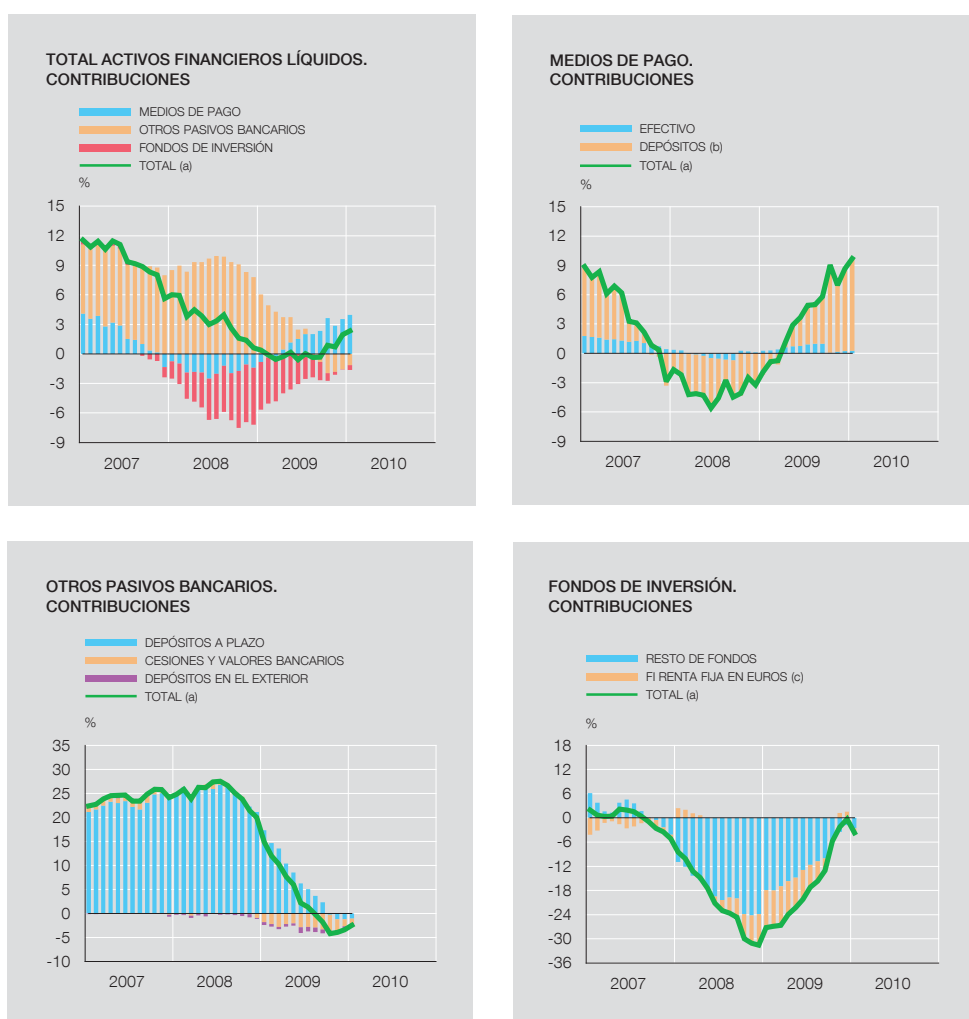
FUENTE: Banco de España.

- 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.

De este modo, en la parte transcurrida de 2010 las pérdidas acumuladas por el índice español se redujeron hasta el 7,1%, una caída que sigue siendo superior al retroceso de la referencia europea (0,6%) y que contrasta con la ganancia del 4,6% de la americana.

Durante enero se registró una nueva desaceleración en la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue el resultado de un ligero aumento de la tasa de variación interanual de los recursos captados por las familias, que se situó en el -0,1%, y del descenso en el ritmo de expansión de los fondos recibidos tanto por las empresas (un -1,9%, frente al -1,4 de diciembre de 2009) como por las Administraciones Públicas, que, no obstante, continuaron creciendo cerca de un 30% en relación con el mismo período del año anterior.

La desagregación por finalidades muestra que las tasas de variación interanuales de los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines aumentaron



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.

ligeramente, hasta situarse en el 0,3% y el -1,3%, respectivamente. Por su parte, la mayor contracción de los fondos recibidos por las sociedades no financieras fue el resultado del menor crédito otorgado por las entidades residentes, que disminuyó un 4,3% respecto al mismo mes del año anterior, y de la pérdida de dinamismo en la captación de recursos a través de los mercados de renta fija, aunque los pasivos obtenidos mediante esta última modalidad continuaron registrando un crecimiento superior al 30%. De acuerdo con la información provisional disponible, en febrero se habrían mantenido estas mismas tendencias.

En enero, la tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas disminuyó hasta el 28%, desde el 29,5% del mes anterior. Por instrumentos, las emisiones de valores a largo y a corto plazo registraron una desaceleración, mucho más acusada en este último caso, mientras que aumentó el dinamismo de los fondos captados mediante créditos, en términos interanuales.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y de los hogares se aceleraron ligeramente en enero (véase gráfico 9). El desglose por instru-



mentos evidencia un crecimiento negativo, en términos interanuales, del ahorro materializado en fondos de inversión, que fue compensado por el mayor dinamismo de los medios de pago y los otros pasivos bancarios. La información provisional correspondiente a febrero no muestra cambios importantes en las tasas de avance de estas partidas.

25.3.2010.