

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

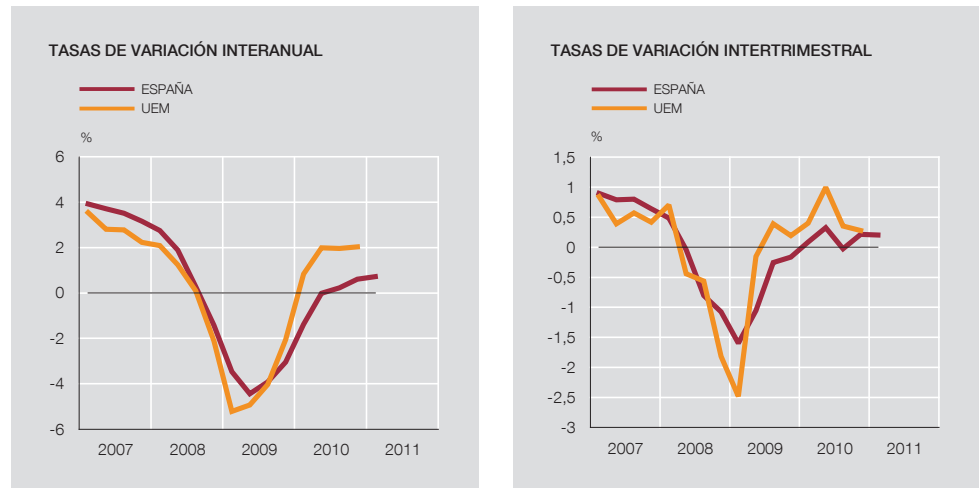
1 Rasgos básicos

En los primeros meses de 2011 la economía española siguió creciendo a un ritmo débil, en un entorno caracterizado por la progresiva recuperación de la economía mundial, pero no exento de la aparición de nuevos focos de incertidumbre. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que en el primer trimestre de 2011 el PIB registró un incremento intertrimestral del 0,2%, igual al de los últimos meses del año pasado. En términos de su tasa de crecimiento interanual, el producto continuó la senda de lenta recuperación de los últimos trimestres, acelerando su avance en una décima, hasta el 0,7%. Esto fue el resultado de una contribución negativa de la demanda nacional, de magnitud similar a la del trimestre precedente, y del aumento de la aportación positiva de la demanda exterior neta, que volvió a ser la principal fuente de expansión del gasto, con una contribución de 1,4 pp. Dentro de la demanda nacional, la moderada recuperación del consumo de los hogares y el incremento de la inversión en equipo contrarrestaron parcialmente el retroceso de los componentes públicos del gasto, afectados por los planes de austeridad en marcha, y el descenso de la inversión residencial. En sintonía con este panorama, todas las ramas productivas no agrarias, excepto la construcción, mostraron ritmos de crecimiento moderadamente positivos, destacando, en particular, el repunte de la actividad industrial. Pese a ello, la ocupación registró un nuevo retroceso, estimado en torno al 1,3% en términos de su tasa interanual, ligeramente más moderado que en el trimestre anterior (y en línea con la cifra de ocupados de la EPA para este período). La tasa de paro experimentó un repunte de un punto porcentual, hasta situarse en el 21,3% en el primer trimestre, en un entorno de leve moderación en el ritmo de expansión de la población activa.

Pese a la debilidad cíclica que sigue mostrando la economía española, la inflación prolongó su trayectoria ascendente, impulsada, como había ocurrido ya en los últimos meses del año pasado, por factores de naturaleza en principio transitoria, entre los que cabe destacar, principalmente, el encarecimiento de la energía. La tasa de variación interanual del IPC repuntó hasta el 3,6% en marzo (3% en diciembre del año pasado), en tanto que el IPSEBENE alcanzó cotas más reducidas, del 1,7%. Con todo, a medida que avanza el año las presiones sobre costes y precios se van intensificando (el indicador adelantado del IPC para abril aumentó hasta el 3,8%), con el consiguiente aumento del riesgo de deterioro de las expectativas de inflación.

En el panorama económico internacional, la recuperación tendió a generalizarse, si bien el agravamiento de las tensiones geopolíticas en los países del Norte de África y del Oriente Medio, las dudas sobre el alcance del terremoto de Japón del 11 de marzo, el aumento de los precios de la energía en los mercados internacionales y el mantenimiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro introdujeron nuevos elementos de incertidumbre. Como viene siendo habitual, el avance del producto siguió ritmos desiguales en las distintas áreas geográficas. Los países emergentes y en vía de desarrollo mostraron un mayor dinamismo, sustentado en la demanda interna, mientras que la actividad en las economías desarrolladas, pese a que fue ganando fortaleza, se vio moderada por el proceso de desapalancamiento financiero en el que se hallan inmersas.

Por su parte, los precios de las materias primas experimentaron acusados incrementos, ante la persistencia de fuertes presiones de demanda, agravadas, por el lado de la oferta, por las tensiones políticas en los países productores de petróleo. El precio del petróleo alcanzó un nuevo máximo en los últimos días de abril (de 127 dólares por barril) y los precios de los metales preciosos y de los alimentos prolongaron igualmente su senda ascendente aunque de forma más moderada. En consecuencia, la inflación mundial experimentó un nuevo incremento,



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

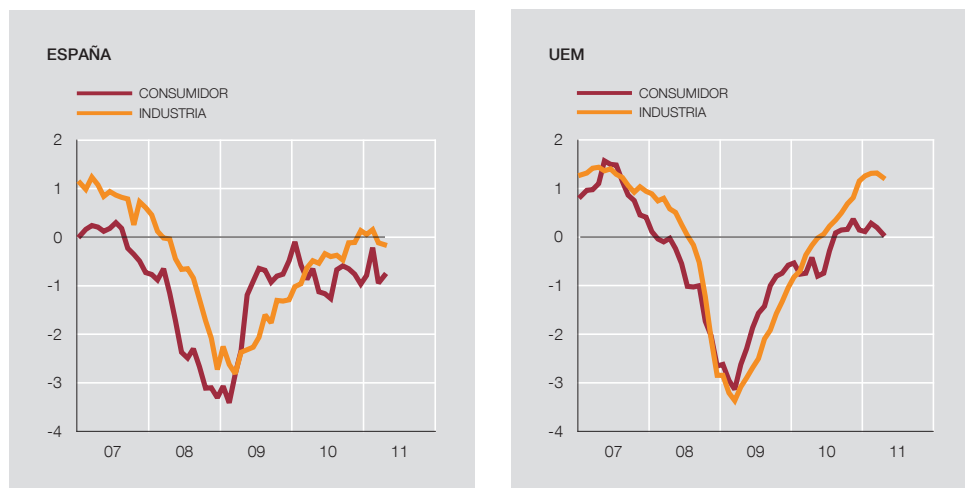
a. Series ajustadas de estacionalidad.

y las perspectivas sobre su evolución futura, un deterioro generalizado, de mayor alcance en los países emergentes que se encuentran en una fase más avanzada del ciclo.

Los mercados financieros internacionales acusaron el aumento de incertidumbre generada por los acontecimientos mencionados, pero, en conjunto, confirmaron una tendencia hacia una gradual estabilización. Persistieron, no obstante, tensiones en los mercados de deuda soberana en algunos países del área del euro, centradas sobre todo en Grecia, Irlanda y Portugal. La solicitud de ayuda financiera por parte del Gobierno portugués a principios de abril y los avances en la recapitalización del sistema bancario irlandés dieron paso a una mejoría, que se vio truncada a mediados de abril por la incertidumbre suscitada en torno a la posibilidad de alguna forma de reestructuración de la deuda griega.

A lo largo del trimestre se dieron pasos importantes en la reforma de la gobernanza europea, reforzándose los elementos institucionales que habían dado muestras de mayor debilidad durante la gestación y posterior desarrollo de la crisis: pacto de estabilidad y de crecimiento; sistema de prevención de los desequilibrios macroeconómicos y mecanismo de resolución de crisis. En concreto, el Consejo Europeo de los días 23 y 24 de marzo refrendó los principios de funcionamiento del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que entrará en vigor en junio de 2013 para la asistencia financiera a los Estados miembros que lo necesiten, sustituyendo a los actuales mecanismos transitorios. El Consejo estableció, asimismo, el denominado Pacto del Euro Plus, que refuerza el compromiso de los Gobiernos del área y de algunos países de la UE con la implementación de políticas más favorecedoras del crecimiento y la estabilidad financiera de la UEM.

En el área del euro, el PIB se aceleró en los meses iniciales de 2011, apoyado en la fortaleza de las exportaciones y el repunte de la inversión y por la reversión de algunos factores transitorios, vinculados principalmente a la climatología adversa, que deprimieron la actividad en los meses finales de 2011. Por países, la brecha entre los que se encuentran en una fase más avanzada del ciclo (Alemania y Francia) y los más rezagados, que todavía no han iniciado la recuperación (Portugal, Irlanda y Grecia), se volvió a ampliar. En el ámbito de los precios se produjo un notable deterioro en la tasa interanual del IAPC, que se situó en el 2,7 % en marzo, motivado, principalmente, por el aumento del precio de la energía. Este último factor ha



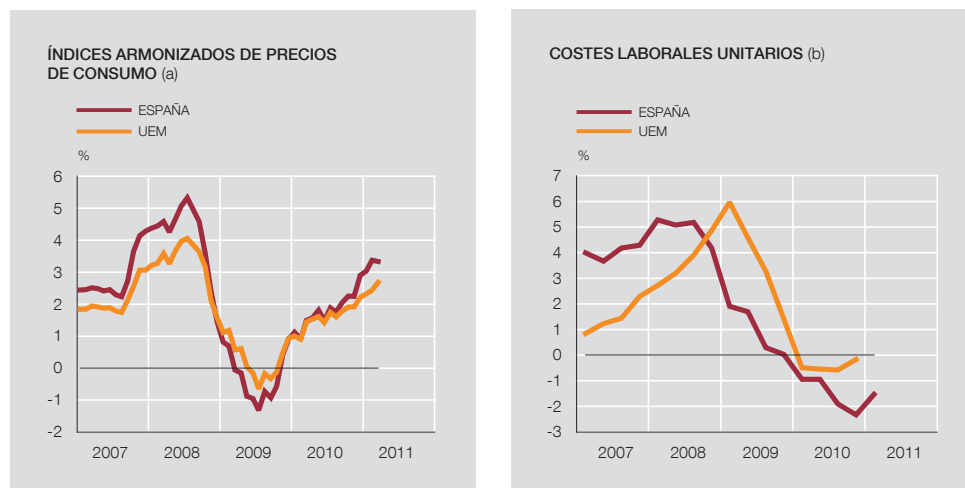
FUENTE: Comisión Europea.

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

supuesto un empeoramiento notable del panorama inflacionista en el corto plazo y ha incrementado los riesgos para la inflación en el medio plazo. En este contexto, el BCE, en su reunión de abril, decidió aumentar los tipos oficiales en 25 pb, hasta situarlos en 1,25 % para las operaciones principales de financiación, nivel en el que permanecieron tras la reunión de su Consejo en mayo.

A lo largo del trimestre España se fue desligando del grupo de países más afectados por las tensiones en los mercados de deuda soberana. La mayor diferenciación en la percepción de los mercados se vio favorecida, entre otras razones, por las nuevas medidas adoptadas para el fortalecimiento de la solvencia de las entidades de crédito españolas y por los avances esbozados en el ámbito de las reformas estructurales, tras la aprobación del Anteproyecto de Ley para reforma de las pensiones. La reducción de la desconfianza se tradujo en una disminución de la rentabilidad de la deuda pública española y de su diferencial respecto al bono alemán a diez años, hasta situarse en torno a los 190 pb, en un recorte de las primas de riesgo crediticio de las sociedades y en una mejora en el acceso de los inversores españoles a la financiación mayorista. No obstante, a mediados de abril, el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana provocó un nuevo repunte de las rentabilidades de los bonos españoles, hasta el 5,3 % a finales de mes, así como una ampliación de los diferenciales con respecto a la referencia alemana, que se situaban en 205 pb. Por su parte, el IBEX 35 se revalorizó durante el primer trimestre en torno a un 7 %, trayectoria que se vio interrumpida en abril por nuevos vaivenes. En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda siguió reduciéndose, a un ritmo interanual del 4,5 %, más acusado que en el trimestre anterior.

Pese a la menor tensión en los mercados de capitales, las condiciones de acceso a la financiación del sector privado residente se tornaron algo más estrictas. Si bien el repunte de los tipos de interés interbancarios tardará algún tiempo en completar su transmisión a los tipos del crédito, las entidades empezaron a trasladar a los márgenes el encarecimiento de sus pasivos, que se produjo como consecuencia de las tensiones en los mercados mayoristas en 2010. En los primeros meses de este año se observó, por tanto, un incremento moderado en los tipos de interés de los préstamos de empresas y hogares. Por su parte, los criterios de concesión de créditos, distintos de los tipos de interés, también se endurecieron ligeramente.



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

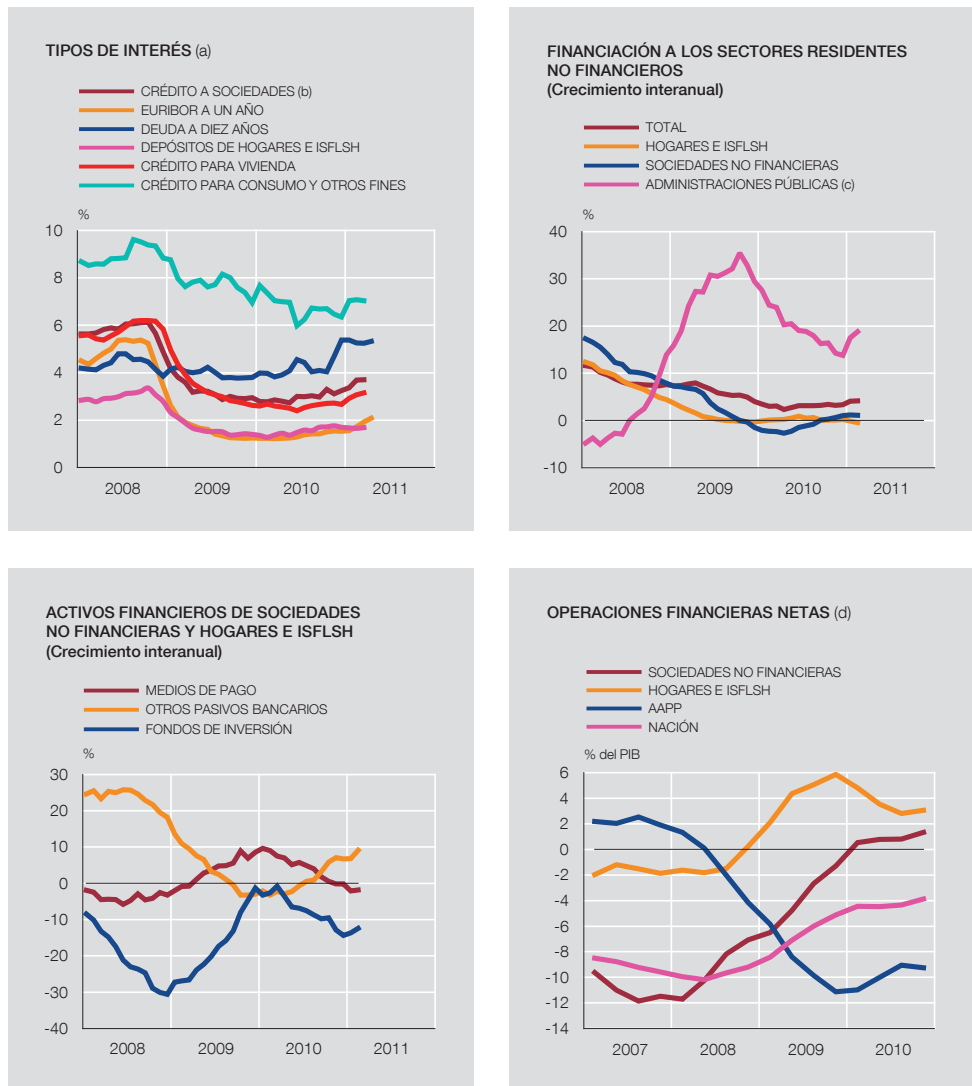
a. Tasas de variación interanual.

b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

En estas circunstancias, el gasto de las familias siguió dando muestras de una débil recuperación. La escasa mejoría en la percepción de los hogares sobre la situación económica general, influida por las dificultades del mercado laboral, el retroceso del valor del patrimonio de los hogares y el descenso de su renta están frenando el desarrollo de sus planes de gasto, en un contexto en el que la capacidad de compra de las familias se está viendo mermada adicionalmente por el repunte de la inflación. Por otra parte, el colchón que proporciona el ahorro disponible para financiar el consumo se ha reducido considerablemente tras el rápido descenso que registró a lo largo del año pasado. En conjunto, se estima una tasa de variación intertrimestral del consumo similar a la de los meses finales de 2010, que situaría su tasa de variación interanual en el entorno del 1%. Cabe esperar que esta pauta de avance moderado continúe en lo que resta de año.

La inversión residencial, por su parte, habría continuado su trayectoria de corrección, aunque con una intensidad decreciente, estimándose un descenso de su tasa interanual próxima al 9% (-11,4% en el último trimestre de 2010). La culminación del ajuste pendiente requiere que las transacciones de vivienda retomen una senda más nítida de recuperación, algo que podría verse obstaculizado en los primeros meses de este año por el efecto de compras adelantadas al año anterior ante el cambio en el tratamiento de la adquisición de vivienda en el IRPF. Tampoco ayudarán las perspectivas de aumento del esfuerzo financiero que es necesario comprometer para la adquisición de un inmueble, una vez que los tipos de interés han empezado a repuntar. En este entorno de acusada debilidad del gasto de las familias y de endurecimiento de las condiciones de financiación, el endeudamiento de las familias disminuyó un 0,5% en términos de su tasa interanual en febrero, en buena medida como consecuencia de la pérdida de vigor de los préstamos para adquisición de vivienda, aunque el crédito al consumo también se contrajo.

La inversión empresarial mostró ritmos de avance también moderados, similares a los del trimestre precedente, a pesar de que la mejora de la posición patrimonial de las sociedades no financieras, fruto del incremento del ahorro empresarial en el último año, podría haber favorecido un mayor dinamismo de este componente de la demanda interna. Con todo, se aprecia una mayor fortaleza relativa de la inversión en equipo, posiblemente vinculada a cierta reactivación de la actividad industrial, mientras que la inversión en construcción no residencial se estaría viendo ralentizada por el efecto de los planes de austeridad fiscal sobre los proyectos



FUENTE: Banco de España.

a. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines, como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.

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

c. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

que se realizan en colaboración con las AAPP, principalmente en infraestructuras. El endeudamiento de las empresas también se situó en valores reducidos, pero dentro de tasas de variación positivas (1,1 % en términos de la tasa de variación interanual en febrero); con la información disponible hasta diciembre, la evolución por ramas productivas fue desigual, observándose acusados descensos en la financiación de las actividades de construcción y de servicios inmobiliarios, frente a una cierta reactivación en los recursos que se proporcionan al resto de servicios y a la industria.

La actuación de las AAPP siguió marcada por el proceso de ajuste fiscal, que se está dejando sentir tanto en la trayectoria de los ingresos (donde cabe destacar el buen compor-

tamiento de la recaudación por IVA, debido en parte al efecto de la subida de los tipos impositivos en julio del año pasado) como de los gastos, donde para el Estado se observan recortes sustanciales en las compras de bienes y servicios e inversiones reales (no se cuenta todavía con la información del gasto de las CCAA). A tenor de las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España en marzo, este conjunto de información resulta en principio coherente con el logro, al final del año, de un déficit para el conjunto de las AAPP en el entorno de la estimación oficial para 2011 (6 % del PIB). Desde el punto de vista de la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, resulta crucial la rápida puesta en marcha de las reformas que contempla el Anteproyecto de ley de reforma del sistema público de pensiones, aprobado en enero.

El Gobierno publicó el pasado 29 de abril una nueva Actualización del Programa de Estabilidad, que comprende el período 2011-2014. El Programa confirma la senda de consolidación presupuestaria hasta 2013, ya conocida, año en el que el déficit de las AAPP se situaría en el 3% del PIB y en el que la ratio de deuda pública se estabilizaría ligeramente por debajo del 70% del PIB. Asimismo, presenta el objetivo de déficit para 2014, que se cifra en el 2,1%, proyectándose una reducción de la deuda pública hasta el 68,9% del PIB.

Por lo que se refiere a la demanda exterior, el dinamismo de las exportaciones de bienes y la notable recuperación del turismo subyacen al fortalecimiento de este componente de la demanda. Por su parte, las compras al exterior avanzaron a un ritmo lento, en consonancia con la debilidad de la demanda interna. Es claro que una parte de la mejora de las exportaciones netas obedece al esfuerzo de diversificación que están realizando las empresas españolas en el exterior, así como al incremento de la calidad y de la competitividad de la oferta turística. Pero, al mismo tiempo, se está beneficiando de factores de naturaleza más transitoria que pueden terminar perdiendo fuerza, como son la extraordinaria intensidad de los flujos del comercio internacional o la recomposición de los flujos internacionales de turistas hacia España que está provocando la inestabilidad política en destinos turísticos situados en el Norte de África y en Oriente Próximo. Para asegurar la continuidad de este proceso se ha de perseverar en las estrategias de creciente penetración en mercados exteriores y de mejoras en la productividad, tanto más necesarias cuando es preciso alcanzar nuevos avances en la reducción de las necesidades de financiación de la nación en un entorno en el que los precios del petróleo se mantendrán probablemente en niveles elevados durante algún tiempo y en el que el recorrido bajista del saldo negativo de las rentas de inversión se ha reducido significativamente.

Por el lado de la oferta, el rasgo más destacado del trimestre fue la recuperación de un cierto tono de la actividad industrial, apoyada en la fortaleza de las exportaciones, después de un largo período de crecimiento exiguo. El valor añadido de las ramas de servicios, más resistente durante la etapa recesiva, volvió a mostrar ritmos de crecimiento positivos, aunque dentro de una trayectoria de acusada atonía, que está en línea con la debilidad de la demanda interna y, en particular, con la del consumo. Por último, la actividad en el sector de la construcción siguió retrocediendo, a ritmos similares a los de los trimestres anteriores, como consecuencia del creciente peso que la construcción no residencial, afectada por el plan de consolidación fiscal, está tomando en el ajuste del sector. El modesto avance del valor añadido de la economía de mercado fue de nuevo insuficiente para generar empleo en términos netos, estimándose una caída de la ocupación para este sector del 1,5 %, algo más reducida que la del trimestre previo. Transcurridos tres años desde que se iniciara este largo episodio de destrucción de empleo, los ajustes de plantilla siguen desempeñando, por tanto, un papel muy relevante en los avances de la productividad, relegando a segundo término otros factores que deberían estar jugando un papel más activo en esta fase del ciclo. Todo ello revela la existencia de rigi-

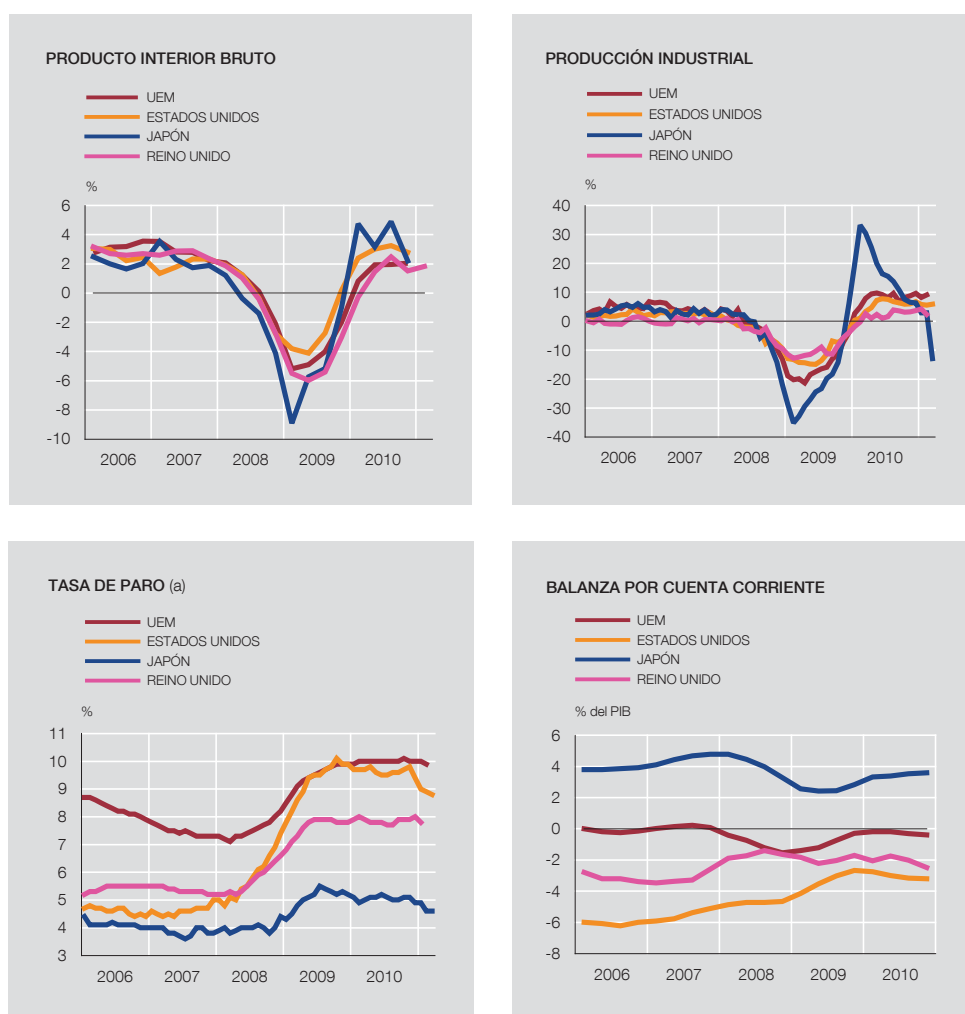
deces estructurales que están complicando el ajuste de la economía española hacia un modelo de crecimiento menos basado en la construcción.

La existencia de estas rigideces está incidiendo, también negativamente, al menos de forma temporal, sobre la evolución de los costes laborales y la inflación, como ya se ha señalado. Todavía es pronto para extraer conclusiones firmes sobre el impacto de las tarifas negociadas en los convenios firmados en los primeros meses del año sobre los costes laborales. Hay que tener en cuenta que se trata de un número muy reducido de convenios, que son, por otra parte, los que están más estrechamente ligados a la inflación reciente. Con todo, el crecimiento del 3,1 % de las tarifas hasta marzo (frente a un 1,4 % pactado en 2010) resulta excesivo, dada la atonía del mercado laboral a la que se ha aludido. De hecho, se estima que el ritmo de expansión interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se incrementó en torno a un 1,5 % en el primer trimestre, moderando los descensos que venían registrándose en los costes laborales unitarios. La dinámica salarial descrita resulta suficientemente ilustrativa de los problemas que comporta la pervivencia de cláusulas de salvaguarda contra la inflación en situaciones de intenso repunte de los precios como las actuales; dichas cláusulas alimentan la generación de efectos de segunda vuelta, que tienden a complicar la consecución de ganancias de competitividad y la generación de empleo, necesarios para potenciar una recuperación más sólida.

2 Entorno exterior del área del euro

A pesar de las importantes perturbaciones ocurridas a lo largo del trimestre, los mercados financieros internacionales pudieron absorberlas sin graves alteraciones y la evolución de la economía mundial resultó relativamente favorable. Por un lado, los problemas de la deuda soberana de la UEM solo incidieron transitoriamente en los mercados financieros, fuera de los países directamente afectados por la crisis. La incidencia de las tensiones geopolíticas en los países árabes se limitó a los mercados de la zona en conflicto, aunque, en el terreno global, reforzaron la tendencia al alza del precio del crudo. Por último, el terremoto de Japón —con la crisis nuclear subsecuente— tuvo efectos significativos, pero breves, sobre las principales cotizaciones. Por otro lado, se observaron signos de consolidación de la recuperación en las economías desarrolladas, con avances en la demanda privada, aunque con apoyos todavía importantes de las políticas económicas. En este contexto, se vislumbra un cambio de ciclo hacia la normalización gradual de las políticas económicas, que no está exento de riesgos. Así, a medida que en las economías avanzadas parece asentarse la recuperación, las preocupaciones en torno a la inflación comienzan a ganar importancia relativa, y se va perfilando un endurecimiento progresivo de las condiciones monetarias en un horizonte más o menos próximo. Además, el reciente cambio de la clasificación de la deuda estadounidense a una perspectiva negativa refuerza la necesidad de abordar la consolidación fiscal en ese país. Por su parte, las economías emergentes siguieron registrando presiones inflacionistas e indicios de sobrecalentamiento, al tiempo que persistían las tendencias a la apreciación y a las entradas de capitales, materializadas en valores de renta fija —y, en abril, también en acciones—, por lo que el dilema de política monetaria al que se enfrentaron estas economías en el pasado ejercicio sigue vigente.

Los mercados financieros internacionales han respondido en mayor medida a los datos positivos sobre la evolución económica —principalmente, en Estados Unidos— que a las perturbaciones negativas antes citadas. En el conjunto del trimestre, las bolsas de las principales economías desarrolladas mostraron ganancias y la volatilidad disminuyó, si bien el índice Nikkei registró pérdidas en torno al 15% en los días posteriores al terremoto, que recuperó más tarde en gran medida. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció frente al euro desde niveles próximos a 1,35 dólares por euro, hasta superar los 1,45 dólares. La divisa japonesa, que tras el sismo alcanzó máximos que provocaron la acción coordinada del G 7 y del Banco de Japón en los mercados cambiarios, ha cotizado con elevada volatilidad y se sitúa en estos momentos en torno a 82 yenes por dólar. La rentabilidad del bono del Tesoro americano a diez años apenas registró cambios significativos en el trimestre, a pesar de la mejora de las perspectivas de crecimiento, los riesgos de inflación o la mayor preocupación por la situación fiscal, en especial tras la revisión a la baja en las perspectivas de la deuda anunciada por la agencia de calificación crediticia S&P. En los mercados emergentes se apreció una ampliación de los diferenciales soberanos, con episodios de volatilidad, derivada de las tensiones en los países árabes y del terremoto japonés. Se observó también una retirada sostenida de los flujos de capital más volátiles (acciones) hasta el inicio de abril, que provocó retrocesos en las bolsas, con una posterior recuperación en ambos. Por otro lado, se prolongó la trayectoria alcista de los precios de las materias primas, impulsada por la fortaleza de la demanda procedente, sobre todo, de economías emergentes. En el caso del petróleo, la inestabilidad en los países de Oriente Medio y del norte de África agravó los temores a recortes en la oferta, y el precio del barril de petróleo Brent ha superado los 120 dólares. La repercusión potencial de esta subida sobre el dinamismo de la demanda contribuyó a que los precios de metales y alimentos moderaran su alzas desde mediados de febrero.



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Estados Unidos, la estimación de avance del PIB del primer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,8 % (2,3 % interanual), frente al 3,1 % del cuarto trimestre, como resultado de las menores contribuciones del consumo privado y de las exportaciones netas y de la contracción del gasto público, a pesar de que la variación de existencias volvió a contribuir positivamente al crecimiento. Los indicadores de oferta más recientes muestran señales positivas, siendo algo más débiles por el lado de la demanda. Asimismo, el mercado de la vivienda continúa mostrando síntomas de debilidad, a pesar de los avances observados de marzo, al tiempo que los precios han seguido descendiendo. El mercado laboral constituye la nota más positiva del trimestre, al elevarse el ritmo de creación de empleo hasta los 159.000 empleos al mes, en promedio del trimestre, al tiempo que la tasa de paro se redujo desde el 9,4 % de la población activa, en diciembre, hasta el 8,8 %, en marzo. La inflación, medida por el IPC, se ha elevado del 1,5 % interanual en diciembre, al 2,7 % en marzo, si bien la tasa subyacente lo ha hecho del 0,8 % hasta el 1,2 %. En este contexto, la Reserva Federal ha mantenido el tono expansivo de su política, dejando el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,25 %, y confirmando su compromiso de finalizar las compras de bonos del Tesoro por una cuantía de 600 mm de dólares, así como de reinvertir los fondos procedentes de vencimientos de los activos en su poder. En el plano fiscal, en febrero se presentó el Anteproyecto para la Ley de Presupuestos del año fiscal

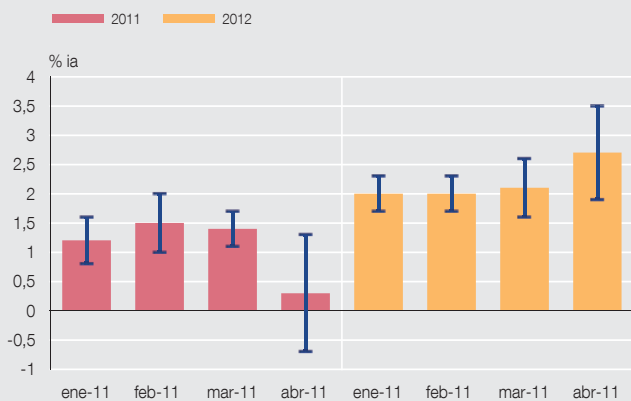
El terremoto que asoló el noreste de Japón el pasado 11 de marzo y sus graves consecuencias, además de suponer una tragedia humana de enormes dimensiones —en torno a 27.000 personas muertas o desaparecidas—, ha significado un duro golpe para la incipiente recuperación económica del país. Este recuadro ofrece una valoración del impacto económico de este suceso, revisando los principales canales de transmisión sobre la economía japonesa y, más en general, sobre la actividad a escala global.

Las primeras estimaciones del Gobierno japonés apuntan a una destrucción de *stock* de capital por un valor que oscilaría entre 16 y 25 billones de yenes (lo que equivale a un rango de entre el 3,3% y el 5,2% del PIB). La elevada incertidumbre —principalmente, derivada de la grave situación de la central nuclear de Fukushima— dificulta enormemente la cuantificación del impacto sobre la actividad económica. A diferencia de otros episodios anteriores de desastres naturales —como el sismo que afectó a la región de Kobe en 1995—, en los que, en general, se observó una breve interrupción de la actividad, seguida por un rebote de la misma, asociado a las tareas de

reconstrucción, en esta ocasión se espera un impacto más prolongado y de mayor intensidad. Las previsiones de crecimiento para 2011 (según el panel del *Consensus Forecast*) se han reducido en torno a 1 pp en media —apreciándose también un incremento notable de la dispersión (véase gráfico 1)—, hasta un promedio del 0,3% anual, mientras que las previsiones para 2012 se han revisado al alza por el impacto de las actividades de reconstrucción, aunque también hay una notable incertidumbre.

En el ámbito de los efectos sobre la economía japonesa, pueden distinguirse los que inciden sobre la oferta o capacidad productiva y aquellos que operan a través de la demanda. Respecto al impacto sobre la oferta, el agravamiento de los problemas nucleares y las restricciones en las plantas de generación de energía (en torno al 25% del total en la región de Tokio) han mermado la capacidad productiva de las empresas (entre ellas, las automovilísticas, electrónicas, químicas y del acero), viéndose muchas de ellas obligadas a cerrar sus plantas durante varias semanas. Además, según estimaciones de la empresa energética TEPCO —que es la propietaria de la

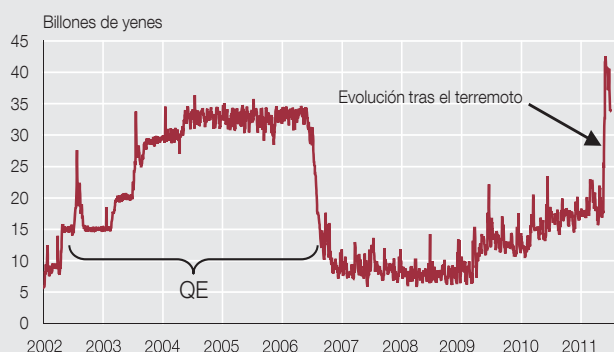
1 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN JAPÓN (CONSENSUS)



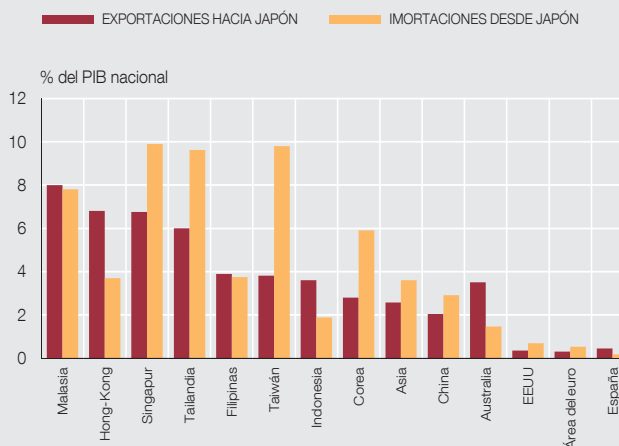
2 EVOLUCIÓN DE LA BOLSA TRAS EL TERREMOTO (a)



3 DEPÓSITOS CORRIENTES EN EL BANCO DE JAPÓN



4 EXPOSICIÓN COMERCIAL CON JAPÓN



FUENTES: Datastream y Banco de Japón.

a. Escala en meses, donde t = 0 representa el día del terremoto.

planta nuclear afectada—, los problemas eléctricos podrían extenderse hasta el inicio del verano. En este sentido, se estima que cada mes de oferta restringida de electricidad podría reducir el crecimiento anual del PIB en 0,2 pp, aunque este efecto podría amplificarse a través de los cortes en la cadena de producción, como ya empieza a observarse en determinadas industrias.

Por el lado de la demanda, el elevado grado de incertidumbre y la destrucción de riqueza han motivado un abrupto deterioro del sentimiento de los hogares y de las empresas, mayor que el observado en episodios anteriores de crisis. Acorde con esto y con los problemas experimentados por los sistemas de distribución, los primeros datos cualitativos posteriores al seísmo avanzan una disminución del consumo —en particular, de los bienes de ocio (sobre todo, del turismo) y de lujo—, si bien el aprovisionamiento de alimentos por parte de los hogares ha podido mitigar parcialmente este deterioro. Al mismo tiempo, parece probable que, en este contexto de incertidumbre, las empresas pospongan parte de los planes de inversión. Por el contrario, se espera que el empuje de la inversión para reconstruir el *stock* de capital devastado impulse la recuperación de la demanda a partir del segundo semestre de 2011.

Estos factores —en particular, la elevada incertidumbre asociada a los problemas nucleares— parecen explicar la mayor reacción de los mercados bursátiles en relación con la observada en episodios anteriores (véase gráfico 2). Así, el índice Nikkei retrocedió más de un 15 % en los días posteriores al terremoto y el yen se apreció un 5 % frente al dólar, ante los riesgos de repatriación de capitales para hacer frente a las necesidades de financiación del coste de la reconstrucción, y también por un cierto efecto anticipación, dada la experiencia del episodio anterior. Sin embargo, la intervención coordinada del G 7 en los mercados cambiarios logró revertir esas evoluciones, apreciándose posteriormente una estabilización del yen y una recuperación parcial de las bolsas.

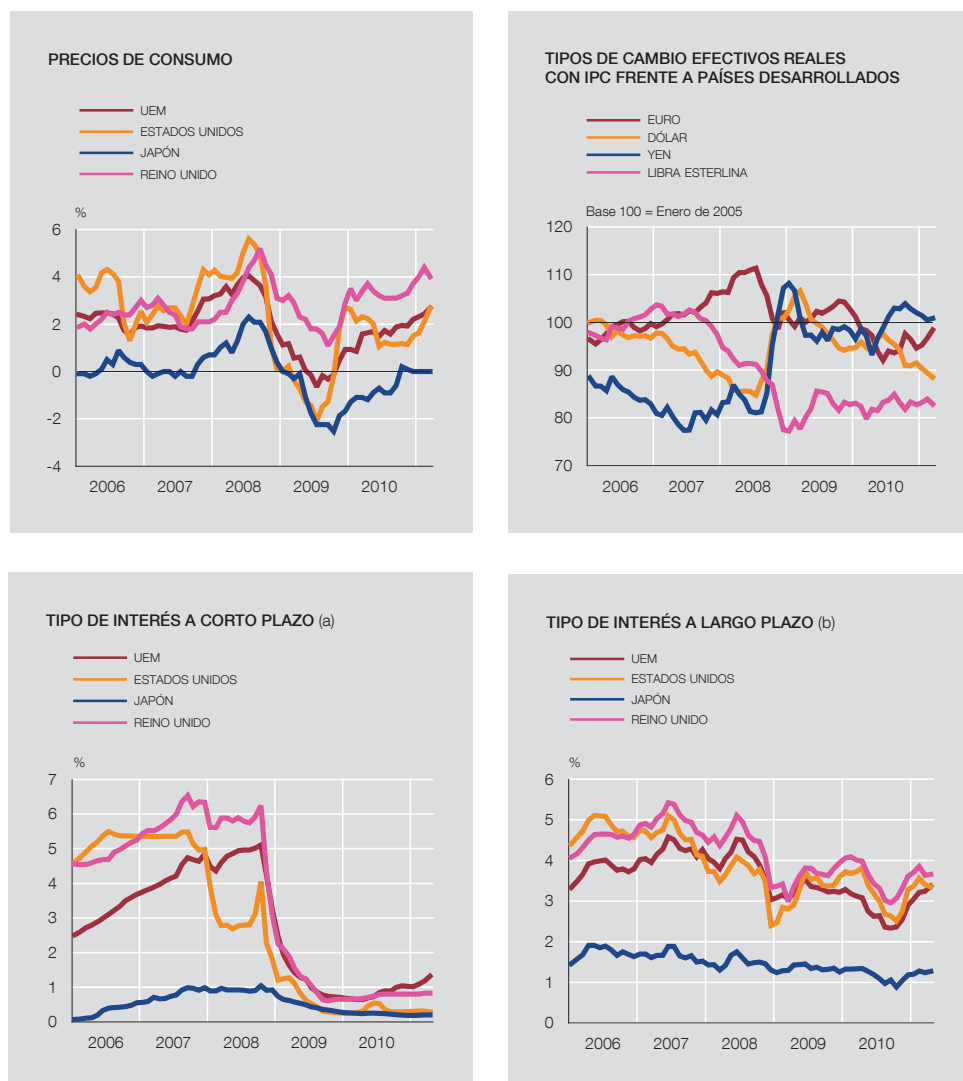
En este contexto, se produjo una respuesta rápida y decidida del Banco de Japón, que llevó a cabo numerosas inyecciones de liquidez en los mercados monetarios ofreciendo fondos a muy corto plazo, lo cual se tradujo en un incremento notable de su balance (que llegó a suponer el 5 % del PIB), superando el volumen alcanzado en la etapa de expansión cuantitativa en el período 2002-2006 (véase gráfico 3). Asimismo, el Banco de Japón amplió el programa de compra de activos de 5 a 10 billones de yenes (de un 1 % hasta un 2 % del PIB) para hacer frente al incremento de la aversión al riesgo en los mercados financieros y al deterioro de la confianza tanto de los consumidores como de las empresas. Además, aprobó una nueva facilidad de crédito con colateral —préstamos de una duración de un año, a un tipo del 0,1 %—, para proveer fondos a instituciones financieras de las zonas afectadas por el desastre, con un monto total de 1 billón de yenes (0,2 % del PIB). En el terreno fiscal, el Gobierno ha elaborado un primer presupuesto suplementario para cubrir los gastos de reconstrucción, por valor de 4 billones de yenes (0,9 % del PIB), y se espera que se apruebe otro de mayor cuantía en los próximos meses. Dado el deterioro de las finanzas públicas japonesas, este nuevo estímulo fiscal supone un riesgo adicional, ya que podría acentuar las dudas sobre la sostenibilidad de las mismas y presionar al alza los tipos de interés.

El principal mecanismo de transmisión a la economía global de los acontecimientos de Japón es el canal comercial, aunque se espera que su impacto directo sea limitado, con la excepción de algunas economías de Asia emergente con las que los lazos comerciales son mayores (véase gráfico 4). Sin embargo, el destacado papel de Japón como proveedor global de ciertos bienes intermedios —en particular, los relacionados con las industrias química, automovilística y de alta tecnología— podría amplificar este efecto a través de las posibles interrupciones de las cadenas de producción global de manufacturas: por ejemplo, Japón produce cerca del 50 % de las piezas de automóvil importadas por China y Estados Unidos. La dimensión de este efecto está relacionada con la duración de las restricciones de la capacidad productiva en Japón, con el volumen de existencias de esos bienes intermedios —que actúa como colchón ante una posible falta de suministro— y con la capacidad de sustitución por otros proveedores —lo cual podría repercutir positivamente en una mayor demanda de las empresas competidoras en otros países—.

Otro posible canal de transmisión a escala global es el asociado a los cambios en los flujos de capital, dada la elevada posición acreedora neta de la economía japonesa respecto al resto del mundo (52,9 % del PIB). En esta línea, el principal riesgo estriba en una repatriación significativa de capitales o en una menor salida de capitales japoneses al exterior —en particular, de las empresas aseguradoras, si bien gracias al reaseguramiento parcial del Gobierno su carga es menor—, para financiar las tareas de reconstrucción, lo cual presionaría al alza la evolución del yen. Sin embargo, a pesar de las expectativas, hasta la fecha la evidencia de que se hayan producido efectivamente esos movimientos es escasa.

Por otra parte, los mercados financieros internacionales han resistido bastante bien hasta la fecha a esta perturbación. Sin embargo, en un contexto de incipiente recuperación económica y de persistencia de otras fuentes de inestabilidad, como las tensiones geopolíticas en los países de Oriente Próximo o los problemas de la deuda soberana en el área del euro, una prolongación y, un agravamiento de la situación en Japón —en particular, de la crisis nuclear— podrían acabar desencadenando una mayor aversión al riesgo de los agentes económicos a escala global.

Por último, el desastre natural puede acentuar las tensiones en el mercado de petróleo (siendo Japón el tercer país por volumen de importaciones de crudo) y las repercusiones sobre la confianza en la seguridad de la energía nuclear. Así, pese a que la contracción de la actividad puede reducir la demanda de petróleo en el muy corto plazo, tanto la actividad de reconstrucción como los problemas de generación de energía han llevado a la Agencia Internacional de la Energía a revisar al alza las previsiones de demanda de petróleo en Japón para el conjunto de 2011 (en 0,15 millones de barriles por día). Este impacto podría ser sustancialmente superior si los acontecimientos recientes se traducen en una revisión de la estrategia nuclear del país —e incluso a escala global— que acabe repercutiendo sobre los precios de la energía, intensificando la tendencia al alza observada desde mediados de 2009.

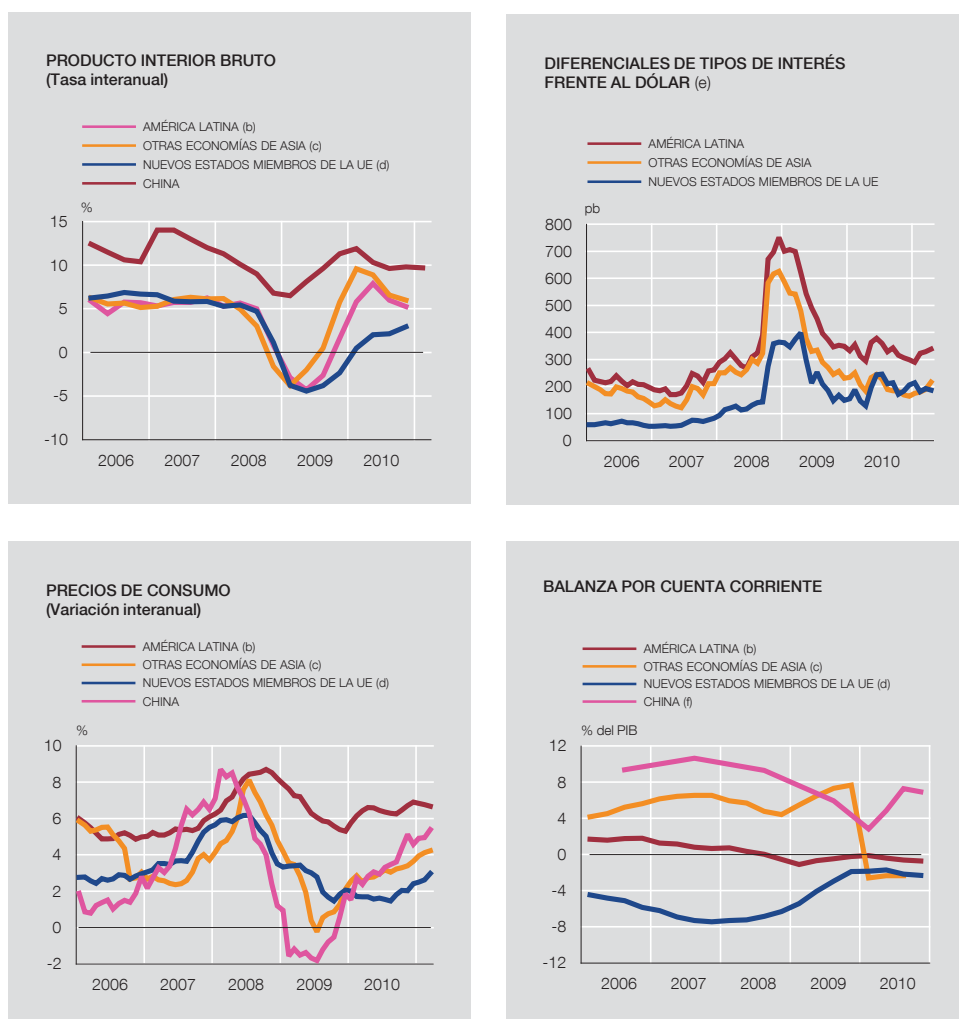


FUENTE: Banco de España.

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

2012, incorporando el paquete expansivo aprobado en diciembre, si bien en abril se ha anunciado una propuesta de medio plazo para consolidar las cuentas públicas en 12 años.

En Japón, el PIB cayó un 0,3% trimestral en el cuarto trimestre de 2010 (+2,2% interanual), debido a la contracción del consumo privado y al deterioro de las exportaciones. Los indicadores del primer trimestre previos al terremoto del 11 de marzo apuntaban a una mejoría de la actividad, pero las graves consecuencias de este evento han supuesto un brusco freno a la recuperación, al restringir la capacidad de producción de las empresas y repercutir negativamente en el sentimiento de los agentes económicos (véase recuadro 1). La producción industrial se contrajo un 15% en marzo —afectando principalmente al sector automovilístico—, lo cual repercutió negativamente en la evolución de las exportaciones (que cayeron un 7,7%); por el lado de la demanda, las ventas al por menor cayeron un 7,8%. Además, los indicadores cualitativos de abril avanzan un mayor deterioro de la actividad. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo tres décimas en el conjunto del trimestre, hasta el 4,6%, si bien el empleo revirtió en marzo su tendencia alcista, como consecuencia del parón de la actividad. Por su parte, los precios de consumo registraron en marzo un crecimiento nulo y la tasa de inflación subyacente se situó en



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
 c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
 d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
 e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y a Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
 f. Datos anuales.

el -0,7%. Tras el seísmo, el Banco de Japón actuó decididamente ofreciendo una amplia cantidad de liquidez a corto plazo, e intervino en los mercados cambiarios dentro de una acción coordinada del G 7, como ya se ha señalado. Por último, el Gobierno elaboró un primer presupuesto suplementario para financiar los gastos de reconstrucción por valor de 4 billones de yenes (0,9% del PIB) y se espera que se apruebe otro de mayor cuantía a mediados de año.

En Reino Unido, el PIB creció un 0,5% intertrimestral (+1,8% interanual) en el primer trimestre de 2011, según la estimación preliminar, tras la contracción del 0,5% (+1,5%) registrada el trimestre anterior. Los indicadores muestran que la suave expansión de la actividad en los primeros meses del año ha venido impulsada por la producción manufacturera y por el tirón de las exportaciones, y, en menor medida, por los servicios. Por el contrario, los indicadores de demanda nacional —como las ventas al por menor y la confianza de los consumidores— siguen mostrando cierta atonía, lastrados por el plan de ajuste fiscal y la merma de poder adquisitivo de las familias. La

actividad en el mercado inmobiliario está estancada y el precio de la vivienda se ha estabilizado. El mercado laboral mostró cierta mejoría hasta febrero: la tasa de paro se redujo una décima (7,8%), al tiempo que el empleo creció de forma significativa, mientras que se mantuvo la moderación salarial. En marzo, la inflación se redujo cuatro décimas, hasta el 4%, y la tasa subyacente se situó en el 3,2%, si bien el Banco de Inglaterra, que considera que esta elevada inflación refleja efectos transitorios, ha mantenido el tipo de interés oficial en el 0,5%, supeditando el endurecimiento de su política a la consolidación de la recuperación. Finalmente, el Gobierno presentó el Presupuesto de 2011, en línea con el patrón de consolidación fiscal anunciado en 2010.

En el conjunto de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB aumentó, en promedio, un 2,9% interanual en el cuarto trimestre, superior al 2,3% del tercer trimestre, dejando el crecimiento de la región en 2010 en el 1,9%. Aunque la mejoría fue generalizada y se apoyó en el creciente dinamismo de las exportaciones y de la producción industrial, hay diferencias notables por países, destacando la sólida recuperación de Polonia, frente a la débil situación que atraviesa Rumanía. A lo largo del trimestre, la inflación tuvo un comportamiento heterogéneo, si bien repuntó en la mayoría de países en los dos últimos meses, alcanzando en promedio el 4,4% interanual en marzo. Las crecientes presiones inflacionistas propiciaron un aumento de 25 pb en el tipo de interés oficial de Polonia, hasta el 4%, mientras que en el resto de países se mantuvo inalterado. Por último, en el ámbito fiscal, en 2010 se registraron una mejora de los saldos públicos —salvo en Polonia— y un deterioro de la deuda bruta. El déficit público se situó, en promedio, en el 6,7% del PIB, y la deuda bruta, en el 47,7%.

En China el PIB registró un crecimiento del 2,1% intertrimestral (9,7% interanual) en el primer trimestre de 2011, manteniendo un sólido ritmo de expansión pese al tensionamiento de la política monetaria. La inflación alcanzó el 5,4% en marzo (muy por encima del objetivo del 4%), mientras que el mercado inmobiliario está ajustándose de forma tímida. En este contexto, las autoridades incrementaron los tipos de interés de referencia dos veces en el trimestre (cuatro desde octubre pasado) y cuatro veces el coeficiente de reservas bancarias, al tiempo que ampliaron las medidas para enfriar el mercado de la vivienda. En el resto de Asia, la expansión económica continuó a ritmos elevados en el cuarto trimestre de 2010, con un crecimiento promedio del 6,9% interanual (7,8% en el conjunto de 2010), mientras que la inflación se elevó de forma gradual y casi general a lo largo del trimestre, hasta situarse en el 6,7% en marzo, reflejando crecientes presiones tanto de los precios de alimentos y de energía como, en algunos casos, del propio dinamismo de la actividad. Las políticas monetarias tardaron en adoptar un tono más restrictivo, en parte por el temor a favorecer mayores entradas de capitales, pero el ascenso de la inflación acabó forzando un endurecimiento monetario generalizado.

En América Latina, el PIB aumentó un 1,2% en términos trimestrales en el cuarto trimestre, el doble que en el tercero, dejando la tasa interanual en el 5,3%. El avance del PIB en 2010 fue del 6,3%, casi dos puntos por encima de la media de los cinco años previos a la crisis, impulsado principalmente por la demanda interna. Los indicadores correspondientes al primer trimestre apuntan al mantenimiento del dinamismo observado a finales de 2010. La inflación del área se situó en marzo en el 6,7%, y las expectativas de inflación han repuntado en Brasil, Chile y Perú, de modo que todos los bancos centrales de la región con objetivos de inflación, salvo México, elevaron los tipos oficiales a lo largo del trimestre; en Perú, también se incrementaron los coeficientes de caja, mientras que en Brasil se amplió la base imponible del impuesto sobre las transacciones financieras. En el ámbito fiscal, los saldos públicos en la región tendieron a estabilizarse, aunque el gasto primario ha seguido creciendo a tasas elevadas. Por último, las agencias de calificación elevaron el *rating* de la deuda soberana de Brasil (*Fitch*, hasta BBB, la misma calificación que México). En el «Informe semestral de economía latinoamericana: primer semestre de 2011», en este mismo Boletín, hay información más detallada sobre el comportamiento reciente de las economías de la región.

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

A pesar del contexto de moderada recuperación económica en el conjunto del área del euro, la crisis de deuda soberana que afecta a algunos países continuó durante el primer cuatrimestre de 2011. A diferencia de lo ocurrido en el pasado, durante la mayor parte de este período las turbulencias se mantuvieron relativamente acotadas a Grecia, Irlanda y Portugal, sin apenas repercusión sobre otros mercados financieros del área. La solicitud a principios de abril de asistencia financiera por parte de Portugal, tras la convocatoria de elecciones generales ante la falta de apoyo parlamentario a las nuevas iniciativas de ajuste fiscal, y los avances en la reestructuración del sistema bancario irlandés permitieron una cierta relajación de las tensiones. Sin embargo, esta tendencia se truncó a mediados de abril y los diferenciales soberanos volvieron a elevarse, esta vez de una manera más generalizada y afectando en particular a España. Aunque siempre es complejo identificar qué factores explican rebrotes de las tensiones como este, la secuencia temporal de los acontecimientos parece apuntar que una mayor preocupación por la posibilidad de una reestructuración de la deuda pública griega ha podido desempeñar un papel relevante. Adicionalmente, las dificultades para formalizar la asistencia a Portugal derivadas de la compleja situación política en el país y una mayor incertidumbre sobre el desarrollo de los procesos de ratificación parlamentaria de los compromisos adoptados por los Gobiernos del área en relación con los mecanismos de apoyo financiero a los países en dificultades han podido contribuir también a alimentar las dudas de los inversores. Estos episodios vuelven a poner de manifiesto la necesidad de profundizar en la doble estrategia de, por un lado, consolidación fiscal y reformas estructurales en los países que se han revelado como más vulnerables y, por otro, fortalecimiento de los mecanismos de gobernanza del conjunto del área.

La cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de la UEM del 11 de marzo estableció los principios de funcionamiento del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que entrará en vigor en junio de 2013 para la asistencia financiera a los Estados miembros que lo necesiten, sustituyendo a los actuales mecanismos transitorios. Respecto a estos, se acordó ampliar la capacidad de financiación efectiva de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), aunque los detalles concretos se posponen hasta junio, y se rebajó en un punto el tipo de interés aplicado en los préstamos a Grecia. Todos estos acuerdos fueron refrendados por el Consejo Europeo de 24 y 25 de marzo, donde también se estableció el denominado Pacto del Euro Plus, que refuerza el compromiso de los Gobiernos del área y de algunos países de la UE con la implementación de políticas más favorecedoras del crecimiento y la estabilidad financiera de la UEM. Finalmente, las propuestas legislativas de reforma de la gobernanza (relativas a la reforma del PEC y de sus mecanismos sancionadores, al establecimiento del procedimiento de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y a la directiva de marcos fiscales) han pasado a ser discutidas en el Parlamento Europeo, que tiene de plazo hasta junio para ofrecer su conclusión final (véase recuadro 2).

Con este trasfondo, la información coyuntural disponible es compatible con un dinamismo del PIB del área del euro en el primer trimestre del año algo mayor que el de los últimos meses de 2010, sustentado en el impulso del sector exterior, el estímulo de la política monetaria y la reversión de algunos de los factores transitorios que deprimieron la actividad en el tramo final del pasado ejercicio. Más a medio plazo, las proyecciones disponibles plantean un escenario en el que la recuperación de la actividad seguirá afianzándose durante el año en curso y el siguiente, apoyada en el avance de la demanda externa y en la progresiva normalización de la situación financiera. No obstante, este escenario se encuentra sujeto a una gran

Desde la primavera de 2010 la Unión Europea ha venido afrontando un proceso de reforma de la gobernanza, que afecta de forma particular a la manera en que se articulan los procesos de vigilancia y coordinación de las políticas económicas nacionales en el seno de la UEM y al establecimiento de mecanismos de asistencia financiera que garanticen la estabilidad financiera de la zona del euro. Los avances más recientes incluyen, primeramente, el inicio del Semestre Europeo, donde por primera vez quedan integrados todos los elementos de vigilancia económica de la UEM y que concluirá con el establecimiento de recomendaciones específicas para cada país en el Consejo Europeo de junio. También se ha concretado el nuevo instrumento permanente para la asistencia financiera, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), y se ha llegado a un acuerdo general sobre los principios básicos de las seis propuestas legislativas presentadas por la Comisión y discutidas por el Grupo Especial de Trabajo de Van Rompuy. Se espera que en junio de 2011 el Parlamento Europeo apruebe esta reforma de la gobernanza, para lo que es necesario avanzar todavía en algunos detalles específicos de estos acuerdos. Por último, como novedad se diseñó y se aprobó el Pacto del Euro Plus, para mejorar el mecanismo de coordinación de políticas económicas.

En enero de 2011 se inició, sobre la base del Informe Anual de Crecimiento publicado por la Comisión, el Semestre Europeo de coordinación ex ante de la política presupuestaria y económica. Por primera vez, los países están elaborando de manera simultánea sus Programas Nacionales de Reforma, que deberán especificar medidas orientadas a alcanzar los objetivos y directrices de Europa 2020, y sus Programas de Estabilidad y Crecimiento, que contendrán las medidas que se incorporarán en los respectivos Presupuestos Nacionales de 2012 y los planes de consolidación fiscal a medio plazo, detallando la estrategia para alcanzar estos objetivos. Estos planes se discutirán a lo largo de mayo y junio y finalizarán con el establecimiento de recomendaciones de política económica específicas para cada país en el Consejo Europeo de junio. Todo este proceso permitirá reforzar las sinergias y evitar inconsistencias entre las políticas nacionales.

El Consejo Europeo de marzo de 2011 aprobó la creación del nuevo MEDE y una modificación limitada del Tratado de la UE para que el Mecanismo tenga seguridad jurídica plena. El MEDE entrará en vigor en junio de 2013 y sustituirá al mecanismo de asistencia financiera actualmente en vigor, el MEEF. El Mecanismo se activará a petición de un Estado miembro, y la ayuda, condicional, como en el MEEF, estará sujeta a la existencia de acuerdo unánime. Tendrá una capacidad total de financiación de 500 mm de euros, con un capital suscrito de 700 mm de euros, y la asistencia se realizará a través de préstamos y, excepcionalmente, con intervenciones en los mercados primarios de deuda pública. También se acordó garantizar que el actual mecanismo transitorio amplíe su capacidad de préstamo efectivo hasta 440 mm de euros, aunque se retrasa hasta junio la decisión sobre cómo se llevará a la práctica dicha ampliación.

Después de un año de trabajos intensos, en el Consejo Europeo de marzo de 2011 se aceptaron los principios básicos de las seis propuestas legislativas dirigidas a garantizar y fortalecer la disciplina presupuestaria y evitar los desequilibrios macroeconómicos excesivos. Incluyen una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), cuyos acuerdos más destacados aparecen en el cuadro 1, destinada a reforzar la vigilancia de las políticas presupuestarias y aplicar medidas sancionadoras de forma más coherente y temprana, así como nuevas disposiciones sobre los marcos presupuestarios nacionales y una herramienta nueva para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos. Otra novedad es el acuerdo alcanzado de respetar el principio político de que el Consejo siga como regla general las recomendaciones de la Comisión, debiendo explicar su posición por escrito en caso de no hacerlo. También está prevista la completa traslación de la Directiva de Servicios y el impulso del Acta Única de Mercado, para lo que la CE elaborará un informe este verano sobre la reducción de las barreras administrativas y regulatorias, especialmente para las pymes.

Como novedad, se ha diseñado y aprobado el denominado Pacto del Euro Plus, que supone un compromiso político adicional, al más alto

AVANCES DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

CUADRO 1

VERTIENTE PREVENTIVA

El crecimiento anual del gasto público no debe exceder el crecimiento del PIB a medio plazo o debe ser claramente inferior si no se han alcanzado los Objetivos a Medio Plazo (OMP)

El crecimiento del gasto público podrá superar el del PIB a medio plazo cuando se hayan alcanzado sobradamente los OMP o si el exceso del gasto se compensa con aumentos discrecionales de ingresos

Posibilidad de aplicar sanciones si un país no alcanza los OMP y se producen desviaciones significativas del crecimiento del gasto público

Se propone una senda de ajuste más rápida, pendiente de cuantificar, para los países con una deuda superior al 60 % del PIB o riesgos elevados en términos de sostenibilidad de la deuda

VERTIENTE CORRECTIVA

Cuando la ratio de deuda pública/PIB sea superior al 60%, deberá descender —en el promedio de los tres años anteriores a la valoración— en una vigésima parte respecto a la cantidad en la que difiere en relación con el valor de referencia, para evitar la apertura de un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE)

Para decidir la apertura de un PDE se considerarán —además de la referencia numérica— otros factores relevantes: pasivos implícitos relacionados con el nivel de la deuda privada y el envejecimiento de la población y el coste neto de la aplicación de la reforma de las pensiones

MECANISMO DE APLICACIÓN

Nuevas sanciones políticas y de reputación

Nuevas sanciones financieras: depósito no remunerado por valor del 0,2 % del PIB en la vertiente correctiva

Mayor automatismo, con la introducción del voto inverso, en el proceso decisorio

FUENTE: Banco de España.

nivel, de mejora del mecanismo de coordinación de políticas económicas entre los países del euro. Además, está abierto a los países no pertenecientes a la UEM, de tal forma que algunos han decidido incorporarse (Dinamarca, Polonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía). El Pacto del Euro Plus ha seleccionado cuatro objetivos concretos que representan las prioridades marcadas en el Informe Anual de Crecimiento y cuya consecución se valorará utilizando un conjunto de variables de fácil medición. El Pacto deja plena libertad a los países para decidir la mejor manera de alcanzar dichos objetivos (ver cuadro 2)¹.

1. España, Francia, Bélgica y Alemania ya han anunciado compromisos para los próximos doce meses y los demás países deberán hacerlo como muy tarde a tiempo para su inclusión en los Programas de Estabilidad y Crecimiento y en los Planes Nacionales de Reforma.

La revisión de la gobernanza que se está llevando a cabo representa un indudable fortalecimiento del marco actual en la UE, pero los desafíos a los que se enfrenta el área son también considerables. En este sentido, el Eurosistema ha reclamado la incorporación de criterios más exigentes para la corrección de los desequilibrios y, especialmente en el terreno fiscal, un mayor automatismo de los procedimientos de supervisión y sanción. Por su parte, el FMI considera que sería necesario progresar más en el terreno de la supervisión macroeconómica, y diversos analistas de la OCDE y de la Comisión ponen el acento en que la reforma no está equilibrada, pues opinan que siguen existiendo dificultades relacionadas con el funcionamiento de los mecanismos de aplicación durante tiempos normales y que las normas pueden resultar excesivamente estrictas en períodos realmente problemáticos como el actual.

OBJETIVOS CONCRETOS Y ACCIONES PROPUESTAS DEL PACTO DEL EURO PLUS

CUADRO 2

OBJETIVOS	VARIABLES DE SEGUIMIENTO	ACCIONES PROPUESTAS
Competitividad	Costes laborales unitarios	Adaptar los costes a la productividad Fomentar la productividad
Empleo	Paro de larga duración	Flexiguridad
	Desempleo juvenil	Economía sumergida
	Tasa de participación	Formación ocupacional Reformas fiscales potenciadoras de empleo
Sostenibilidad fiscal	Indicadores de <i>gap</i> de sostenibilidad	Pensiones
		Asistencia sanitaria
		Prestaciones sociales
Estabilidad financiera	Endeudamiento privado de bancos, hogares y empresas no financieras	Pruebas de resistencia bancarias con regularidad a nivel de la UE
		Disolución de entidades bancarias no viables

FUENTE: Banco de España.

incertidumbre y no está exento de riesgos a la baja, como los que surgen, principalmente, de una eventual prolongación de las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana, que puede terminar por propiciar un endurecimiento generalizado de las condiciones financieras en el conjunto del área y el aumento de los precios de la energía en los mercados internacionales. Este último factor ha supuesto, de hecho, un empeoramiento notable del panorama inflacionista en el corto plazo y ha incrementado los riesgos para la inflación en el medio plazo. Así lo consideró el BCE en su reunión de abril, en la que decidió aumentar los tipos oficiales en 25 pb, hasta situarlos en el 1,25 % para las operaciones principales de financiación, después de haberlos mantenido inalterados durante casi dos años. Previamente, en marzo, el Consejo de Gobierno había decidido prolongar durante el segundo trimestre el procedimiento de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las diversas operaciones de provisión de liquidez.

3.1 Evolución económica

En el último trimestre de 2010, el PIB del área del euro creció un 0,3 %, una décima por debajo del incremento registrado en los tres meses anteriores (véase cuadro 1). El avance del producto se apoyó en la fortaleza de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo y, en menor medida, del consumo. En contraste, la aportación positiva de la política fiscal se desvaneció, tal como señala el avance negativo del consumo público; el gasto en construcción volvió a retroceder, afectado por las malas condiciones meteorológicas; y la contribución

	2009		2010				2011	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	0,4	0,2	0,4	1,0	0,4	0,3		
Consumo privado	-0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4		
Consumo público	0,5	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,1		
Formación bruta de capital fijo	-1,3	-1,1	-0,2	2,1	-0,2	-0,5		
Importaciones	1,8	1,1	3,6	4,2	1,5	1,0		
Exportaciones	2,7	2,2	3,0	4,5	2,1	1,5		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	-0,2	0,0	0,1	0,5	0,1	0,1		
<i>Variación de existencias</i>	0,3	-0,2	0,4	0,3	0,0	-0,1		
<i>Demanda exterior neta</i>	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4		
PIB (tasa de variación interanual)	-4,0	-2,1	0,8	2,0	2,0	2,0		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	3,0	1,1	2,6	2,4	1,0	1,8	1,0	
Sentimiento económico	84,2	92,0	96,4	99,1	102,3	105,6	107,3	
PMI compuesto	49,5	53,6	54,4	56,6	55,7	54,9	57,6	57,8
Empleo	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,2		
Tasa de paro	9,7	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	9,9	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	-0,3	0,9	1,6	1,5	1,9	2,2	2,7	
IPRI	-7,7	-2,9	0,9	3,1	4,3	5,4	6,6	
Precio del petróleo (valor en dólares)	67,7	74,4	78,8	75,0	78,4	92,3	115,4	124,0
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,8	4,0	4,0	3,7	3,5	4,1	4,6	4,7
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,45	-0,17	-0,08	-0,72	-1,01	-0,78	-1,14	-1,26
Tipo de cambio dólar/euro	1,464	1,441	1,348	1,227	1,365	1,336	1,421	1,458
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	0,3	-0,9	-4,5	-10,3	-6,3	-8,2	3,5	4,2
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	17,2	21,0	-1,2	-13,2	-7,4	-5,8	4,2	5,1

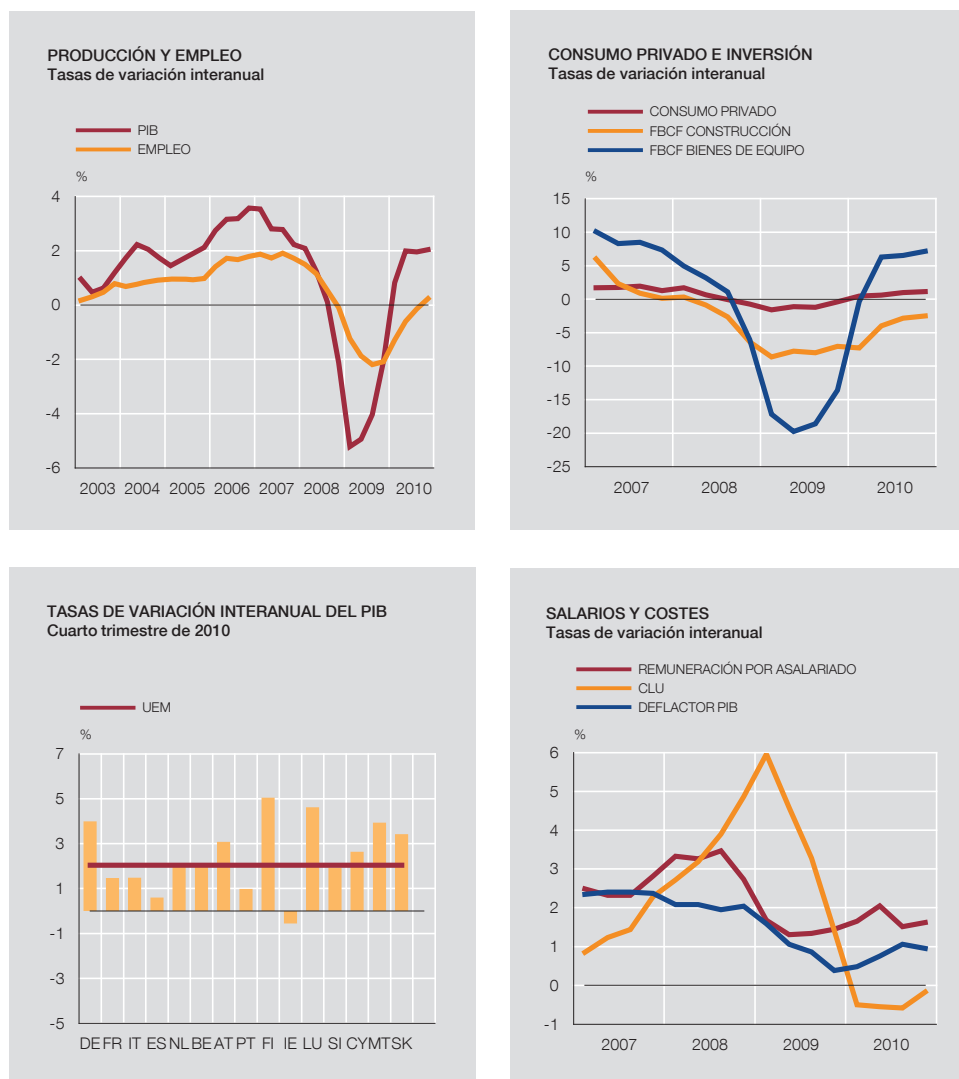
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Información disponible hasta el día 25 de abril de 2011.

b. Variación porcentual acumulada en el año.

de la variación de existencias fue ligeramente negativa. El desglose por ramas de actividad muestra que el valor añadido se aceleró en la industria y la agricultura, se moderó en los servicios y acentuó su caída en la construcción. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, fue un 2 %, similar a la registrada en los dos trimestres anteriores.

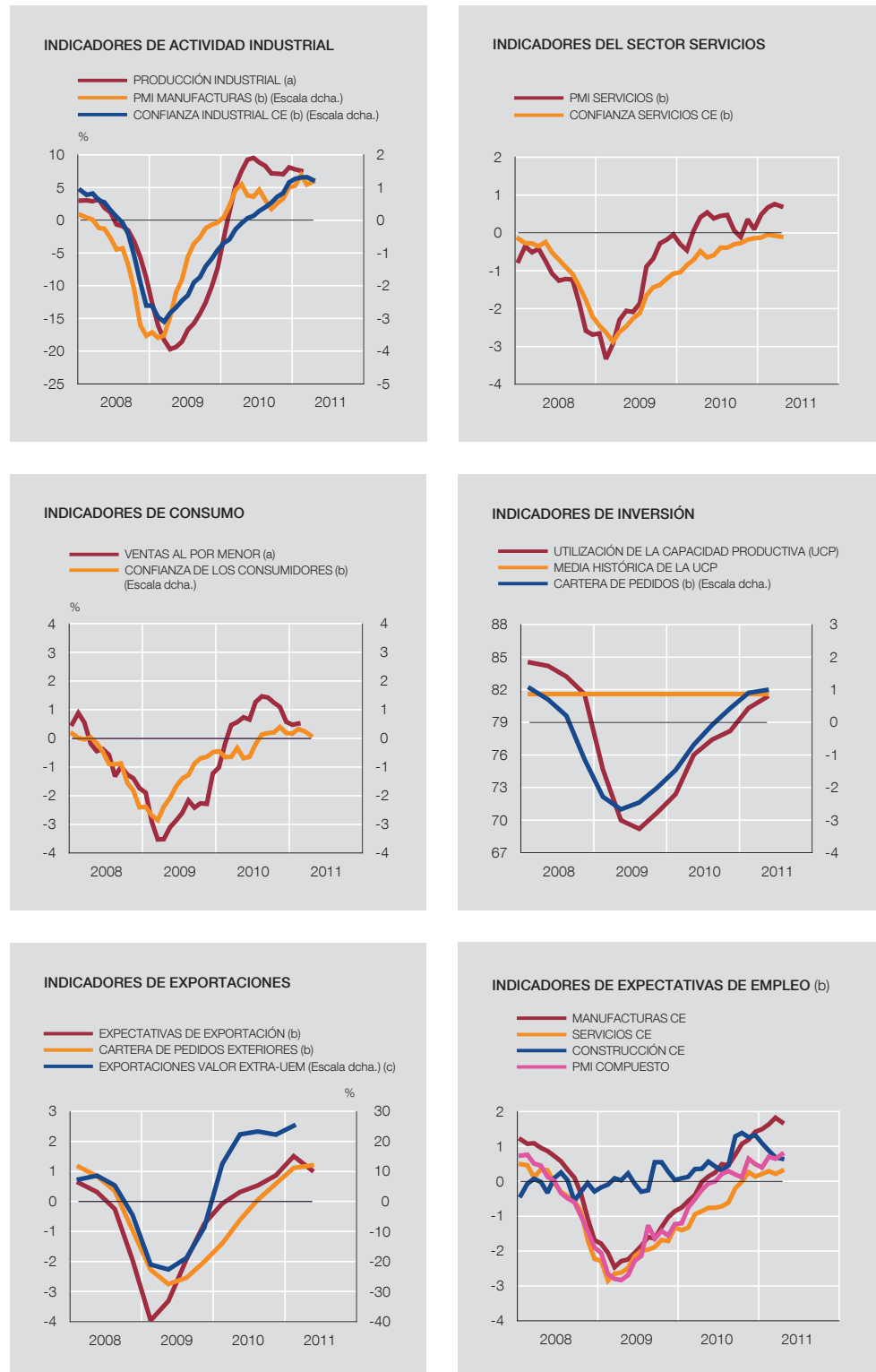
Por países, la actividad en Francia y Alemania avanzó de nuevo por encima de la media europea, un 0,4 % en ambos casos, aunque sustentada en componentes distintos. En Alemania, como en el conjunto de la UEM, el crecimiento estuvo impulsado por las exportaciones y la inversión en bienes de equipo, a la vez que su mejor posición fiscal se reflejó en un avance del consumo público. En Francia, la aportación de la variación de existencias al producto fue muy negativa y se compensó con la fortaleza del consumo privado y con una elevada contribución al PIB de la demanda externa, debido al avance de las exportaciones, pero también al retroceso de las importaciones. Por su parte, en Italia, el PIB solo creció un 0,1 %, en un contexto en el que la demanda interna permaneció estancada y las exportaciones apenas avanzaron. Finalmente, el PIB continuó retrocediendo en el cuarto trimestre de 2010 en Portugal, Grecia e Irlanda, con descensos del 0,3 %, 1,4 % y 1,6 %, respectivamente.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

Según los datos de Contabilidad Nacional, el empleo confirmó su recuperación en el conjunto del área y registró un aumento intertrimestral, que se tradujo en la primera tasa interanual positiva, del 0,2 %, desde septiembre de 2008. Las horas trabajadas por empleado ralentizaron en cambio su ritmo de avance. Esta recuperación más lenta del empleo que del PIB situó de nuevo el ritmo de crecimiento de la productividad en niveles cercanos al 2 %, superior al de la remuneración por asalariado, por lo que los costes laborales unitarios se contrajeron de nuevo, frente a un incremento del deflactor del PIB, de modo que los márgenes empresariales volvieron a ampliarse (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente apunta a que la actividad del área continuó expandiéndose en los primeros meses del año. Por el lado de la oferta, la producción industrial y los nuevos pedidos industriales aumentaron en enero y febrero (véase gráfico 9). También los indicadores de confianza del sector de la industria y los servicios elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras avanzaron en media en el primer trimestre, si bien algunos de ellos experimentaron un ligero retroceso en marzo y abril, como resultado, probablemente, de la incertidumbre generada por la crisis geopolítica surgida en el norte de África y el desastre natural y nuclear en Japón. En el ámbito laboral, la tasa de paro se situó en el 9,9 % en marzo, por debajo del registro de diciembre,



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Series normalizadas.
- c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

y los indicadores de expectativas de creación de empleo mejoraron sustancialmente en la industria y más moderadamente en los servicios.

El crecimiento del comercio mundial vino acompañado de mejoras en las expectativas de exportación y en la valoración de la cartera de pedidos de exportación, que aumentaron en el primer trimestre del año. Paralelamente, los indicadores de inversión, la valoración de la cartera de pedidos y el grado de utilización de la capacidad productiva avanzaron entre enero y marzo, situándose en el caso del segundo indicador muy cerca de su media histórica. Sin embargo, la información coyuntural relacionada con el consumo privado continúa sin dar signos claros de mejora. Así, las ventas minoristas se contrajeron en el primer trimestre, mientras que las matriculaciones de automóviles se expandieron a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior. Por su parte, el índice de confianza de los consumidores se mantuvo estable en estos primeros meses del año, en niveles similares a los registrados en el otoño de 2010. Asimismo, los avances en la renta disponible real son muy limitados, por la lenta recuperación del empleo y por el notable empeoramiento de la inflación (véase el recuadro 3). Esto, junto con la progresiva retirada de los estímulos fiscales, hace prever una contribución limitada de la demanda interna al crecimiento económico en este primer trimestre.

Finalmente, hay que señalar que los indicadores disponibles por países apuntan la continuidad de ritmos de recuperación heterogéneos dentro del área del euro. Así, la actividad en Grecia, Irlanda y Portugal continuaría deteriorándose en estos primeros meses del año, mientras que países como Francia, Alemania o Austria afianzarían su senda de crecimiento.

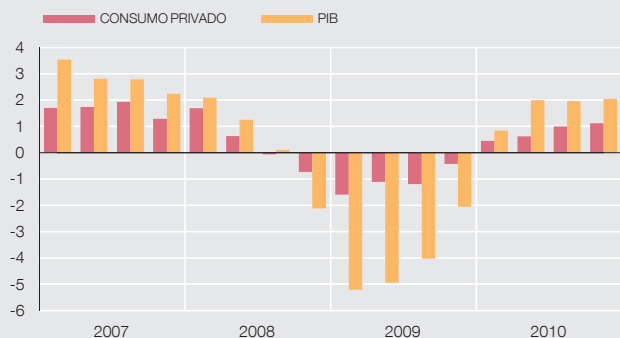
Más a medio plazo, las previsiones de los organismos internacionales coinciden en anticipar ritmos de recuperación, que se irán incrementando a medida que se consolide la contribución de la demanda interna al producto, pero que, globalmente considerados, permanecerán en registros relativamente modestos. Así, de acuerdo con las predicciones disponibles, el aumento del PIB se podría situar en tasas cercanas al 1,7 % en el promedio de 2011 y en el rango del 1,7 %-2,0 % para 2012 (véase cuadro 2). No obstante, este escenario se encuentra sujeto a una gran incertidumbre y no está exento de riesgos a la baja, ligados a la inestabilidad de los mercados de deuda soberana y su potencial traslación al coste de financiación de empresas y familias, a las presiones al alza en los precios de la energía y a los efectos que sobre la cadena de distribución global pueda tener el desastre natural y nuclear de Japón.

A lo largo del trimestre, la tasa interanual de inflación se aceleró, hasta situarse, según la estimación preliminar de Eurostat, en el 2,8 % en abril, 6 décimas por encima de la registrada a finales de 2010 (véase gráfico 10). Este deterioro de la inflación en los últimos meses tiene su origen en el continuado ascenso de los precios de las materias primas, en especial del petróleo, si bien también han repuntado los precios de otros componentes, tales como los alimentos elaborados, los servicios y los bienes industriales no energéticos, que registraron una notable volatilidad debido a los efectos de las campañas de rebajas y a la aplicación de un cambio metodológico en los precios de los bienes estacionales. Aunque todavía no se identifican efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios, sí se aprecian repercusiones de la subida de los precios del petróleo en los precios de algunas partidas de los servicios relacionadas con el transporte. Con todo, la inflación subyacente medida por el IPSEBENE se situó en marzo en 1,5 %, nivel que, aunque modesto, es cuatro décimas superior al registro de diciembre. Por otro lado, los precios industriales crecieron un 6,6 %, en enero y febrero, 1,6 pp por encima de lo observado el pasado diciembre. Todos los componentes mostraron una aceleración en el primer trimestre, aunque el repunte fue mayor en los precios de la energía.

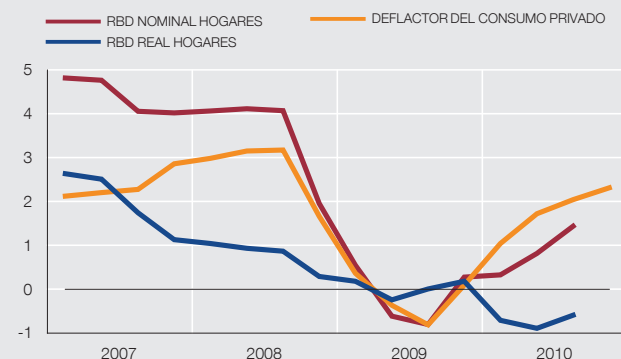
La recuperación de la actividad en el área del euro iniciada a mediados de 2009 se ha basado fundamentalmente en la fortaleza del sector exterior y en el efecto expansivo de las políticas económicas. El impulso de las políticas económicas se ha ido agotando en el período más reciente, por lo que la consolidación de la recuperación requeriría que la demanda interna y el consumo, especialmente, se fortalezcan y compensen el desvanecimiento de dicho efecto expansivo.

Como se observa en el gráfico 1, la tasa de variación interanual del consumo privado mostró una progresiva aceleración a lo largo de 2010, hasta situarse en el 1,1% en el cuarto trimestre, muy por debajo del incremento del 2% registrado por el PIB. El aumento del consumo privado se produjo a pesar de la caída de la renta disponible real —ya que el crecimiento de los ingresos nominales de las familias no fue suficiente para contrarrestar el efecto de la inflación,

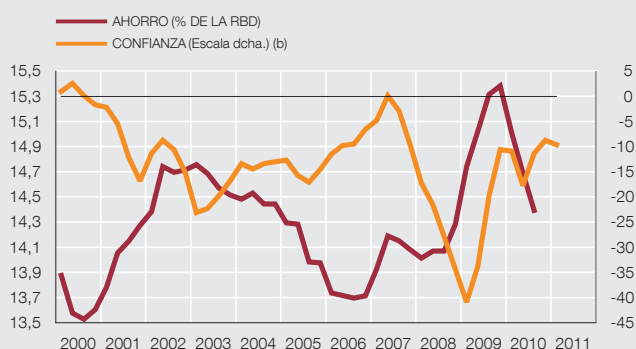
1 CONSUMO PRIVADO Y PIB
Tasas de variación interanual



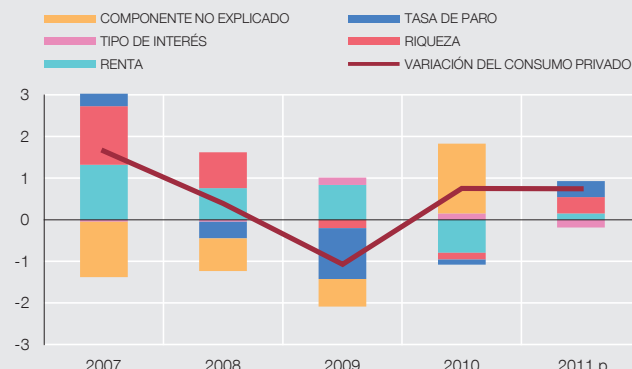
2 RENTA DE LOS HOGARES Y DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO
Tasas de variación interanual



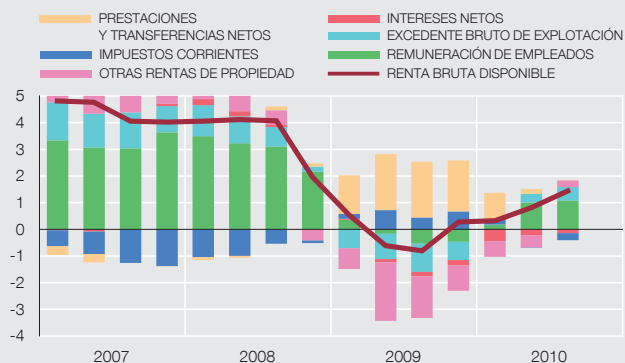
3 AHORRO Y CONFIANZA DE LOS HOGARES



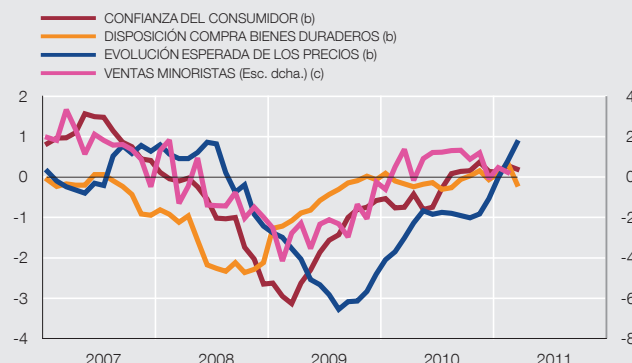
4 CONTRIBUCIONES DE LOS DETERMINANTES DEL CONSUMO PRIVADO



5 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN INTERANUAL DE LA RBD NOMINAL DE LOS HOGARES



6 INDICADORES DE CONSUMO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Opinión sobre la situación económica general en los próximos doce meses de la encuesta de confianza del consumidor de la Comisión Europea.
b. Series normalizadas.
c. Tasas de variación interanual.

como se aprecia en el gráfico 2—, lo que supuso un retroceso del ahorro de los hogares.

La disminución del ahorro a lo largo de 2010 podría relacionarse con la mejora experimentada por las expectativas de los consumidores sobre la situación económica y la consiguiente revisión al alza de las expectativas de renta futuras (véase gráfico 3). En este sentido, cuando se analiza la contribución de los distintos determinantes (renta, riqueza, tasa de paro y tipo de interés) a la evolución del consumo privado utilizando un ecuación estimada para el conjunto de la UEM¹, se aprecia en 2010 un elevado componente positivo no explicado, que podría asociarse con la mencionada mejora de las expectativas de los consumidores (véase gráfico 4). Por su parte, el repunte de la renta disponible nominal se basó fundamentalmente, como se aprecia en el gráfico 5, en el comportamiento de la remuneración de asalariados y del excedente bruto de explotación, mientras que se fue desvaneciendo el impulso positivo sobre la renta procedente de la actuación de los estabilizadores automáticos de la política fiscal —a través de las prestaciones y transferencias públicas, y de los impuestos—.

La evolución reciente de los indicadores de consumo privado apunta a la continuidad del escaso dinamismo de esta variable en los prime-

1. Se emplea la ecuación de consumo de la UEM del *Area Wide Model*. Véase Fagan, Henry y Mestre (2001), *An area-wide model (AWM) for the euro area*, Documento de Trabajo n.º 42 del BCE.

ros meses de 2011. Como se aprecia en el gráfico 6, la tasa de variación interanual de las ventas minoristas ha registrado una moderación en los últimos meses y la confianza del consumidor de la encuesta de la Comisión Europea viene mostrando cierto estancamiento en el período más reciente, que se extiende al componente de la encuesta que indaga sobre la disposición de los consumidores a adquirir bienes de consumo duradero. Por otra parte, la opinión de los consumidores acerca de la evolución esperada de los precios de consumo ha sufrido un rápido deterioro y se sitúa ya en niveles similares a los alcanzados en 2008, durante el episodio previo de repunte de la inflación. Ello puede inducir a los hogares a tomar una actitud de mayor prudencia en sus decisiones de gasto.

Las previsiones disponibles sobre el consumo privado en la UEM apuntan a una suave aceleración, en línea con el leve incremento que cabe esperar para la renta disponible de los hogares (que combina un aumento contenido del empleo y moderación salarial). Como factor de riesgo a la baja sobre este escenario, cabe destacar el repunte reciente de la inflación, que se prevé que se extienda al futuro inmediato. Así, por ejemplo, de acuerdo con *Consensus Forecast*, la inflación esperada en la UEM para el año 2011 ha pasado del 1,6% en diciembre al 2,4% en abril, lo que supone un descuento significativo de la capacidad de gasto de los hogares procedente de sus rentas nominales. En sentido contrario, la evolución favorable de la riqueza de las familias y el nivel comparativamente elevado que ha alcanzado su confianza, en la medida en que se mantengan en el futuro, podrían propiciar una reducción adicional de la tasa de ahorro.

Las perspectivas de inflación a corto plazo se han deteriorado significativamente, tal y como reflejan las previsiones de distintos organismos internacionales, si bien, a plazos más allá del año corriente, se espera que la inflación retorne a tasas claramente por debajo del 2% (véase cuadro 2). De este modo, las últimas previsiones del FMI estiman que la inflación se situaría en 2011 y 2012 en el 2,3% y el 1,7%, respectivamente. Posibles riesgos al alza sobre este escenario podrían derivarse de un mayor encarecimiento del precio del petróleo, motivado por las continuas tensiones políticas en el norte de África y Oriente Medio, así como por eventuales efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios, que provoquen presiones sobre la inflación de medio plazo.

La balanza por cuenta corriente de la UEM, de acuerdo con las estimaciones publicadas por el BCE, acumuló entre enero y febrero de 2011 un déficit de 30,3 mm de euros (un 2% del PIB), superior en 12 mm de euros al registrado en el mismo período del año anterior (un 1,2% del PIB). Este empeoramiento del saldo fue el resultado del mayor déficit en la sub-balanza de bienes, a pesar de la mejora del superávit en la sub-balanza de servicios. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera, y en el mismo período, se produjo un aumento de las entradas netas de capitales, sustentado en el aumento de la inversión en cartera, mientras que se registraron salidas netas en forma de inversión directa. De esta manera, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 29,3 mm de euros entre enero y febrero de 2011, frente al déficit de 1,5 mm observado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

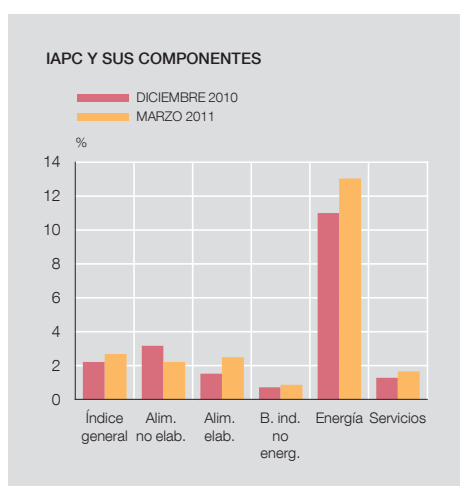
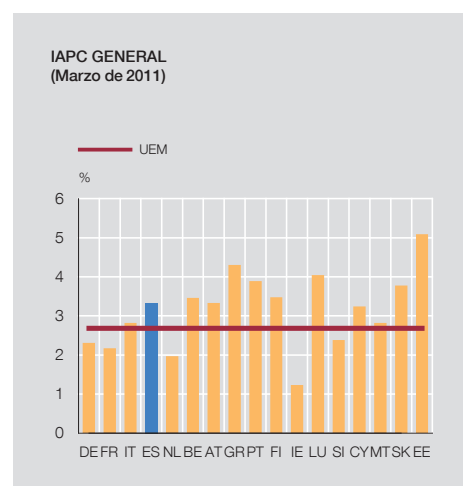
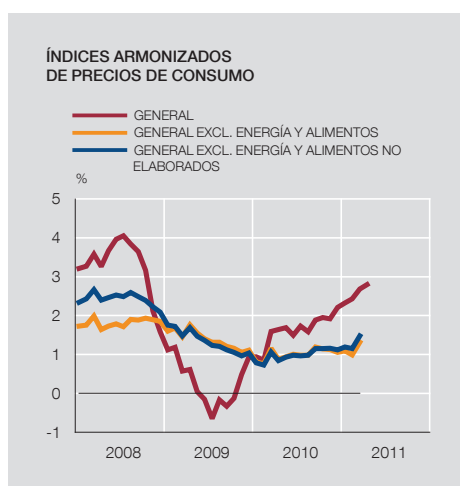
	2010		2011		2012	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (marzo de 2011)	1,7	1,6	1,3-2,1	2,0-2,6	0,8-2,8	1,0-2,4
Comisión Europea (marzo de 2011)	1,7	1,6	1,6	2,2	1,8	1,7
FMI (abril de 2011)	1,7	1,6	1,6	2,3	1,8	1,7
OCDE (noviembre de 2010)	1,7	1,5	1,7	1,3	2,0	1,2
<i>Consensus Forecast</i> (abril de 2011)	1,7	1,6	1,7	2,4	1,7	1,8
Eurobarómetro (abril de 2011)	1,7	1,6	1,7	2,4	1,7	1,8

FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

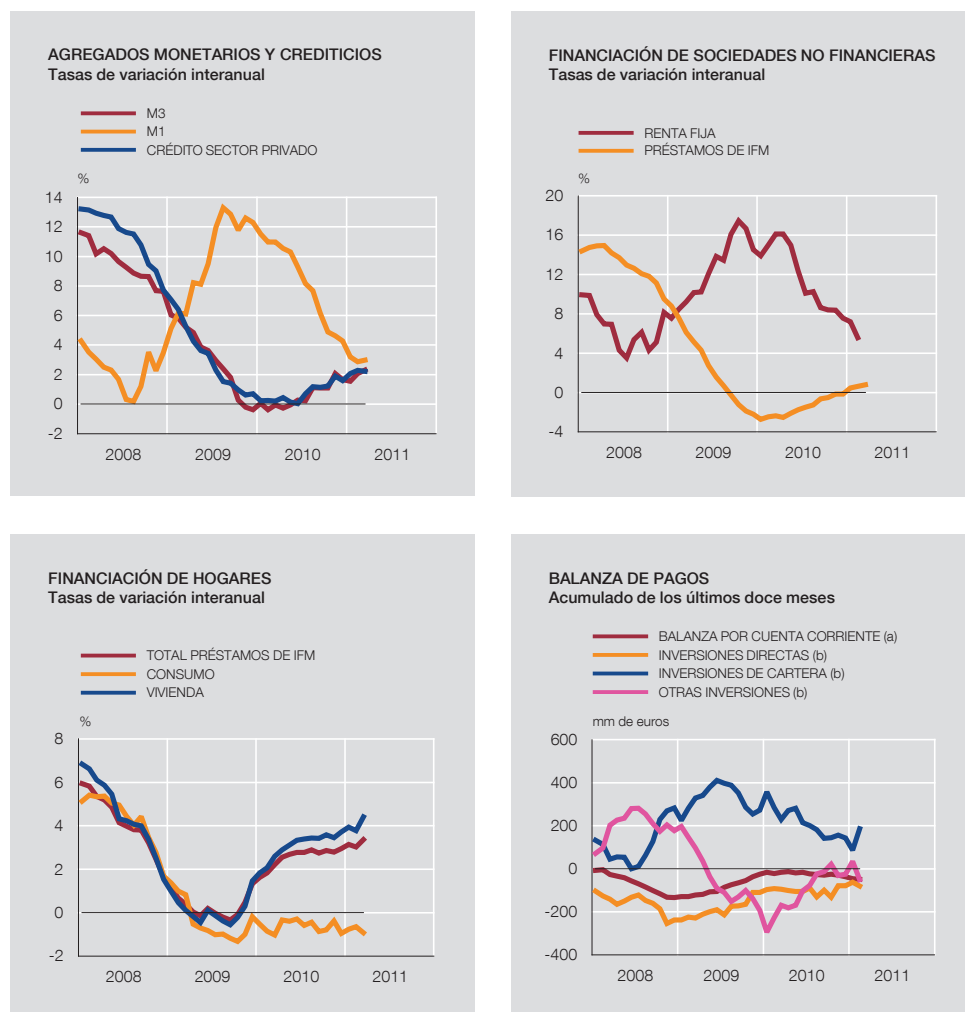
a. Tasas de variación anual.

UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
 b. Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

La última información disponible correspondiente a la comunicación de primavera del Protocolo de Déficit Excesivo revela que el déficit de las AAPP del conjunto del área se situó en 2010 en el 6 % del PIB, en línea con lo previsto en los programas de estabilidad que se habían elaborado a comienzos del año. No obstante, este comportamiento agregado esconde desviaciones en algunos países. Así, en el caso de Grecia, el déficit superó lo acordado en el programa de asistencia financiera, como consecuencia de la revisión de las estadísticas históricas reconocida en otoño, aunque también se aprecian dificultades para llevar a cabo el ajuste fiscal comprometido, dado el escaso crecimiento de los ingresos fiscales en un contexto de recesión económica. Por su parte, el déficit de Irlanda superó el 30 % del PIB, reflejando las pérdidas asociadas al rescate de algunas de sus entidades bancarias. Finalmente, Portugal también revisó al alza sus cifras de déficit, hasta el 9,1 %, y tras el rechazo parlamentario de su cuarto plan de ajuste presupuestario se vio obligado a pedir asistencia financiera a las instituciones europeas y al FMI. Por el contrario, en Francia y Alemania los resultados de las cuentas de las AAPP han sido mejores de lo esperado, debido al favorable contexto económico.

De acuerdo con las medidas recogidas en los presupuestos (véase cuadro 3), en 2011 el tono de la política fiscal en la zona del euro pasará a tener un carácter marcadamente contractivo.

	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)				
	2008	2009	2010	2011	
				CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-1,3	-5,9	-4,1	-4,7	-3,9
Alemania	0,1	-3,0	-3,3	-2,7	-2,3
Estonia	-2,8	-1,7	0,1	-2,0	-1,0
Irlanda	-7,3	-14,3	-32,4	-10,3	-10,8
Grecia	-9,8	-15,4	-10,5	-7,4	-7,4
España	-4,2	-11,1	-9,2	-6,4	-6,2
Francia	-3,3	-7,5	-7,0	-6,3	-6,0
Italia	-2,7	-5,4	-4,6	-4,2	-4,3
Chipre	0,9	-6,0	-5,3	-5,7	-4,5
Luxemburgo	3,0	-0,9	-1,7	-1,3	-1,1
Malta	-4,5	-3,7	-3,6	-3,0	-2,9
Holanda	0,6	-5,5	-5,4	-3,9	-3,8
Austria	-0,9	-4,1	-4,6	-3,6	-3,1
Portugal	-3,5	-10,1	-9,1	-4,9	-5,6
Eslovenia	-1,8	-6,0	-5,6	-5,3	-4,8
Eslovaquia	-2,1	-8,0	-7,9	-5,4	-5,2
Finlandia	4,2	-2,6	-2,5	-1,8	-1,2
PRO MEMORIA: UEM					
Saldo primario	1,0	-3,5	-3,2	-1,6	
Saldo total	-2,0	-6,3	-6,0	-4,6	-4,4
Deuda pública	69,9	79,3	85,1	86,5	87,3

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3 % del PIB.
 b. Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010.
 c. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2011

A lo largo del mes de abril, los Estados miembros deberán presentar sus planes de estabilidad a la Comisión Europea.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Las tensiones en los mercados de deuda pública del área del euro continuaron a lo largo del primer cuatrimestre de 2011, acompañadas de nuevas rebajas en las calificaciones crediticias soberanas. A diferencia de episodios anteriores, durante la mayor parte del período las tensiones se concentraron en los mercados de Grecia, Irlanda y Portugal, donde la rentabilidad de los bonos volvió a rozar valores máximos. La dificultad del Gobierno luso para acometer sus planes de ajuste y de reformas supuso la convocatoria anticipada de elecciones generales y el agravamiento de las condiciones en los mercados financieros, derivando en la petición de apoyo financiero a principios de abril. No obstante, la asistencia no se había formalizado aún en la fecha de cierre de este informe.

Hasta abril, la inestabilidad en Grecia, Irlanda y Portugal no se trasladó al tipo de cambio del euro ni a los mercados financieros de otros países del área. En el caso de Irlanda, las presiones sobre el mercado de deuda mostraron cierta relajación a principios de abril, tras la decisión del BCE de aligerar los criterios de admisión del colateral emitido o garantizado por el Gobierno irlandés y tras los progresos en relación con la reorganización y el refuerzo adicional del capital de la banca irlandesa —por un total de 24 mm de euros, que será cubierto en gran medida con los fondos aportados por el propio Estado dentro de su asignación en el programa de asistencia financiera—. Esta tendencia, sin embargo, se truncó a mediados de abril, tras la rebaja del *rating* irlandés por parte de Moody's hasta Baa3, tan solo un nivel por encima de la calificación

de inversión especulativa. Además, la creciente preocupación por la posibilidad de que la deuda griega se reestructure y la incertidumbre surgida con las elecciones en Finlandia en relación con su participación en el programa de ayuda a Portugal contribuyeron a un nuevo repunte de los diferenciales soberanos del área, esta vez de manera más generalizada.

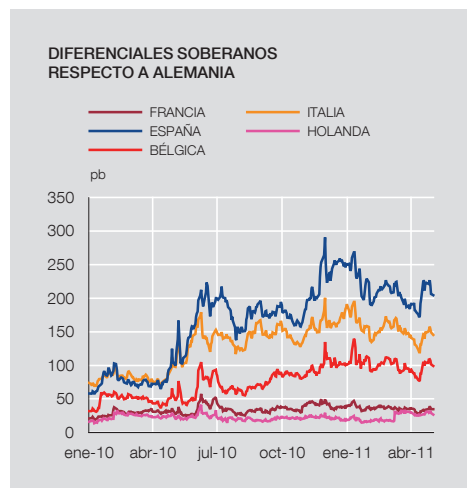
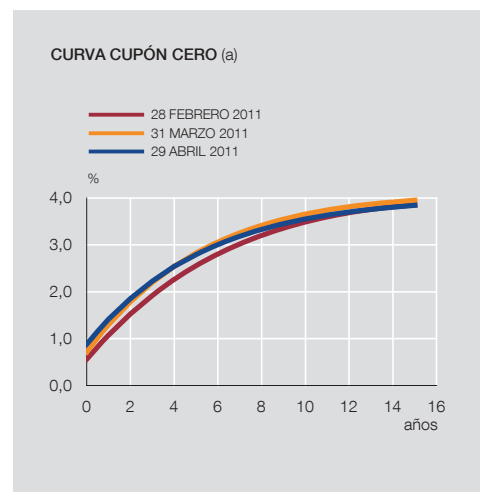
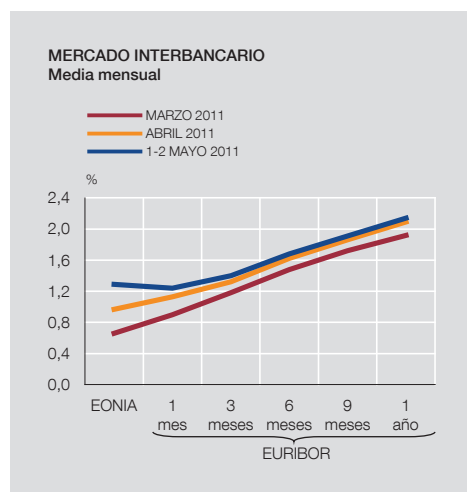
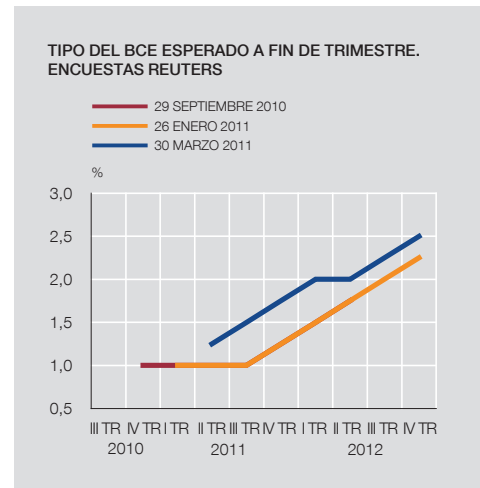
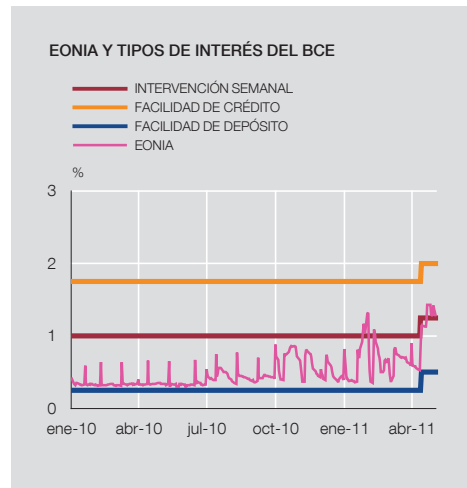
En abril, el Banco Central Europeo decidió ajustar el tono de la política monetaria, que continúa siendo muy acomodaticio en un contexto de recuperación de la actividad económica, con el fin de prevenir que el reciente aumento de la inflación pueda dar lugar a presiones inflacionistas a medio plazo. Así, el Consejo de Gobierno del BCE decidió subir los tipos oficiales en 25 pb en la reunión del 7 de abril, el primer movimiento desde mayo de 2009. El tipo de las operaciones principales de financiación se situó en el 1,25%, y el de las facilidades de crédito y depósito, en el 2% y el 0,5%, respectivamente (véase gráfico 12). A su vez, el Eurosistema mantuvo el suministro generoso de liquidez al sistema bancario y, en su reunión de marzo, el Consejo prolongó la modalidad de adjudicación plena a tipo fijo en las subastas de liquidez durante el segundo trimestre de 2011. Las operaciones de compra de deuda pública dentro del Programa para el Mercado de Valores fueron ocasionales y de importe menor desde febrero, ascendiendo la cartera total adquirida a unos 77 mm de euros. Finalmente, tras una evaluación positiva de la aplicación del programa de ajuste económico y financiero comprometido por el Gobierno irlandés, el Consejo de Gobierno del BCE decidió no aplicar el umbral mínimo de calificación crediticia a los instrumentos de renta fija negociable emitidos o garantizados por el Gobierno irlandés.

Los tipos de interés del mercado interbancario continuaron con la senda de crecimiento iniciada el pasado año. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, alrededor del 1,3% y 2,1% en abril, en torno a 30 pb y 50 pb por encima de los niveles de diciembre. El diferencial del EURIBOR con respecto a la rentabilidad de las operaciones *repo* se redujo ligeramente, oscilando en la banda de los 50 pb y 60 pb en el plazo a un año. Por su parte, los tipos a largo de la UEM continuaron elevándose durante los cuatro primeros meses del año, hasta superar el 4,6% para el promedio de la UEM en el plazo a diez años y próximo al 3,5% en el caso del *Bund* alemán.

El incremento de los tipos de interés en los mercados interbancarios también tuvo su traslación sobre las condiciones de financiación del sector privado no financiero, que mostraron un suave endurecimiento. Así, en los mercados de renta fija privada el coste de la deuda prosiguió la suave tendencia alcista iniciada a finales de 2010, y el coste de los préstamos bancarios aumentó, desde sus niveles históricamente bajos, de forma moderada para sociedades no financieras y más marcadamente en la financiación de hogares destinada a vivienda, que rozó el 4%. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) referida al primer trimestre no señaló cambios en los criterios de aprobación de nuevos préstamos para las sociedades no financieras, mientras que en los contratos a hogares se percibió un ligero endurecimiento. Esta evolución se produjo en un contexto en el que, de acuerdo con la EPB, las entidades siguieron percibiendo un aumento en la demanda de financiación de las empresas no financieras, mientras que la de los hogares se debilitó, fundamentalmente en las solicitudes para adquisición de vivienda.

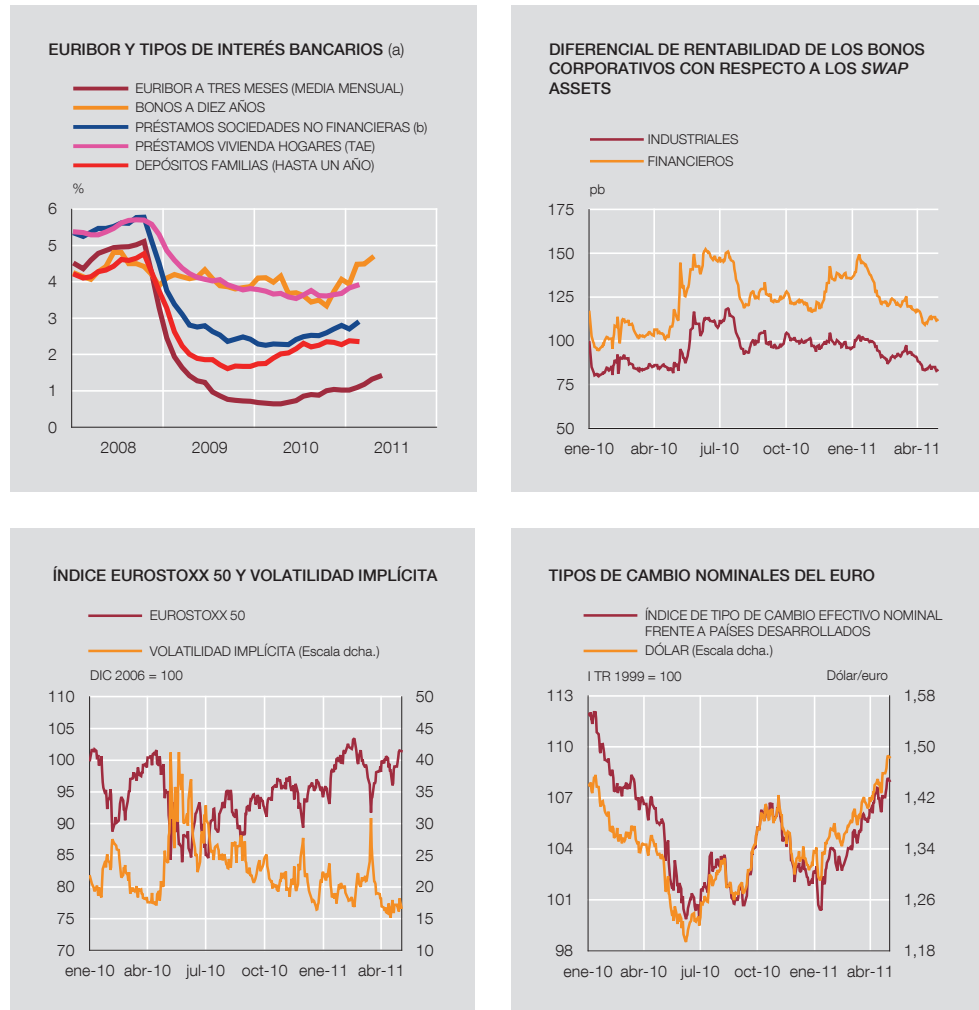
El saldo vivo de los valores de renta fija emitidos por las empresas no financieras continuó desacelerándose, hasta crecer un 5,5% interanual en febrero, mientras que los préstamos bancarios a sociedades prolongaron la senda de suave recuperación con un avance interanual algo inferior al 1% en marzo, frente a una ligera caída del 0,2% en diciembre de 2010. Por su parte, los préstamos a hogares elevaron su crecimiento hasta el 3,4% interanual en marzo, aunque la financiación destinada al consumo siguió contrayéndose en términos interanuales a ritmos cercanos al 1%.

Los mercados bursátiles mostraron un comportamiento relativamente favorable durante los meses transcurridos de 2011, aunque experimentaron una corrección temporal importante



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Correspondientes a nuevas operaciones.

b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

tras el terremoto en Japón y más recientemente con las tensiones renovadas en los mercados del área (véase gráfico 13). El EUROSTOXX 50 acumula una revalorización superior al 4 % desde enero, con aumentos que rebasan el 7 % en los índices español e italiano.

Los aumentos de tipos de interés en el área también contribuyeron a la apreciación del tipo de cambio del euro, a pesar de la situación en los mercados soberanos. El tipo efectivo del euro TCEN-20 experimentó una apreciación notable, de más del 4 % en los meses transcurridos de 2011, con una revalorización superior al 8 % y al 10 % frente al dólar y el yen, respectivamente.

Finalmente, el agregado monetario M3 experimentó un ligero repunte, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 2,3 % interanual en marzo, debido al mayor crecimiento de los activos menos líquidos.

4 La economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB registró un crecimiento intertrimestral del 0,2% en el último trimestre de 2010, con lo que se reanudó la senda de lenta recuperación de la actividad económica mostrada en la primera mitad del año, tras la variación nula del tercer trimestre. En el último cuarto de 2010, tanto el consumo privado como la inversión en bienes de equipo volvieron a registrar un pequeño crecimiento intertrimestral. Por su parte, la demanda exterior neta realizó una contribución positiva de 0,6 pp al aumento del PIB, explicada, sobre todo, por la favorable evolución de las ventas al exterior, pero también por el avance moderado de las importaciones, que se vio contenido por la debilidad de la demanda nacional. En términos interanuales, el producto creció un 0,6%, cuatro décimas más que en el trimestre anterior.

De acuerdo con la información disponible, en el primer trimestre de 2011 la economía española prosiguió su modesta recuperación, registrando, al igual que en el trimestre anterior, un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,2% (véase gráfico 14). Se estima que la demanda nacional apenas retrocedió, mientras que la aportación de la demanda exterior neta siguió siendo positiva, gracias a la fortaleza de las exportaciones, favorecidas por la notable expansión de los mercados exteriores. En términos interanuales, el PIB habría crecido un 0,7%, una décima más que en el trimestre anterior.

En línea con esta evolución de la actividad, el retroceso del empleo fue muy similar al del trimestre anterior, con una tasa de descenso interanual estimada del 1,3%, 0,1 pp menos pronunciada que en el trimestre anterior. Dada la evolución estimada del producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo intenso, en torno al 2% interanual. Por su parte, la remuneración por asalariado se incrementó, tras la caída del trimestre anterior, debido a la evolución expansiva de esta variable en la economía de mercado, que compensó el impacto del recorte de los salarios públicos. Como resultado, los costes laborales unitarios en el conjunto de la economía, que vienen cayendo desde los últimos meses de 2009, ralentizaron su ritmo de descenso. Finalmente, la tasa de variación del IPC prosiguió su senda alcista a lo largo del primer trimestre, de forma que la inflación interanual se situó en marzo en el 3,6% —seis décimas más que en diciembre—. Esta evolución estuvo determinada principalmente por el componente energético, pues el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— repuntó en menor medida durante el trimestre (hasta el 1,7%, dos décimas más que a finales de 2010).

4.1 Demanda

Se estima que el consumo privado mostró un crecimiento intertrimestral modesto en el primer trimestre de 2011, de magnitud similar al de los tres últimos meses de 2010 (véase gráfico 15). La relativa debilidad del consumo privado se explica por la existencia de un contexto poco propicio para el gasto de las familias, caracterizado por la evolución aún negativa del mercado laboral, la disminución del valor de la riqueza inmobiliaria, unas condiciones crediticias relativamente restrictivas, la pérdida de poder adquisitivo por el aumento de la inflación y la trayectoria desfavorable de la renta disponible, que mantendría el perfil descendente que ya se observó en 2010 de acuerdo con la cuenta no financiera del sector de hogares. La confluencia de estos factores explica que el consumo de bienes duraderos acentuara su caída respecto a la situación de finales de 2010. En particular, las matriculaciones de vehículos particulares disminuyeron un 32% interanual en los tres primeros meses de 2011, con una clara intensificación de la caída en términos intertrimestrales (véase recuadro 4). También las ventas del comercio al por menor retrocedieron con más

La incidencia de la crisis económica sobre el sector del automóvil impulsó una serie de planes de ayuda directa a la adquisición de coches en varios países de Europa, entre ellos España. Se pretendía, así, incentivar la demanda de vehículos en el momento en que esta estaba sufriendo su caída más aguda, de modo que se pudiera mantener el empleo en el sector de automoción hasta que llegara la recuperación. Un objetivo adicional era estimular la sustitución de vehículos antiguos por otros menos contaminantes, puesto que, en general, se requería dar de baja un vehículo con una antigüedad determinada de forma simultánea a la adquisición del nuevo. El impacto de estos planes sobre las cifras de matriculación de vehículos es difícil de evaluar, pues ello requeriría conocer el número de coches vendidos en ausencia de dichos planes. A priori, el efecto neto intertemporal podría haber sido reducido, en la medida en que este apoyo económico condujera solo a un adelanto de decisiones de gasto, que, en todo caso, se habrían llevado a cabo en un momento posterior del tiempo. Por otro lado, las ayudas suponen una reducción efectiva del precio de adquisición de los vehículos que cumplen los requisitos exigidos por el plan, lo que podría haber impulsado la demanda neta, de modo que habría aumentado la frecuencia media de reposición de vehículos o el que ciertos consumidores decidieran adquirir un coche que no habrían comprado en ausencia de las ayudas. De cualquier modo, cabe pensar que la incidencia de estos planes sobre la adquisición de vehículos haya diferido por países en función de las características propias de cada plan, incluidos el tiempo de aplicación y el montante total de la ayuda. Este recuadro presenta información que permite comparar la incidencia en España del Plan 2000E, de ayuda directa a la adquisición de vehículos, con la de los planes de ayuda en los principales países del área del euro (Alemania, Francia e Italia).

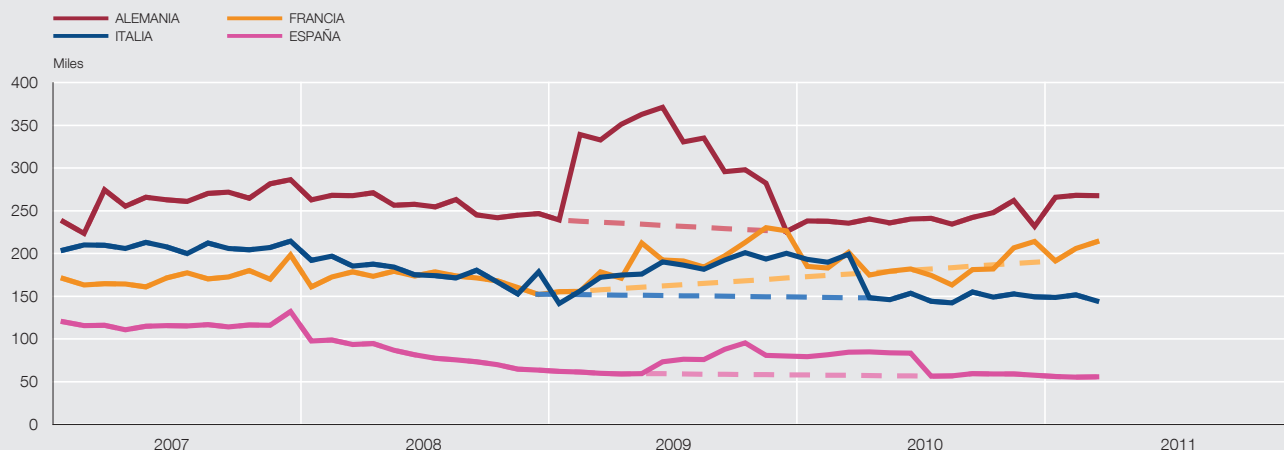
Los programas de apoyo de estos tres países se introdujeron al inicio de 2009. La duración total, incluyendo prórrogas, fue de un año en Alemania y en Italia —con posibilidad de matriculación hasta marzo de 2010— y más prolongada en el caso de Francia, cuyo plan estuvo en vigor, aunque con importes progresivamente decrecientes, hasta

finales de 2010. En España, el plan de ayudas directas (Plan 2000E) se introdujo en mayo de 2009, siendo prorrogado en enero de 2010 por nueve meses, o hasta el agotamiento de los fondos destinados para este fin (lo que tuvo lugar tres meses antes de cumplirse ese plazo). En casi todos los casos, la ayuda se condicionaba a que el comprador entregara un vehículo de cierta antigüedad. La cuantía de la ayuda por vehículo fue de 2.000 euros en el caso de España¹, de entre 1.500 y 4.500 euros en Italia, de entre 1.000 y 5.000 euros en Francia, y de 2.500 euros en Alemania. La cuantía efectiva dependía, en general, del nivel de emisiones contaminantes del vehículo que se adquiriría. En algunos países, el Gobierno estableció una dotación máxima destinada a estas ayudas. Es el caso del plan alemán, cuya dotación fue de 2.500 millones de euros, y del de España, con una dotación total de 200 millones.

Para evaluar el impacto de los planes en cada uno de los países, se ha formulado una hipótesis sobre las ventas de vehículos en ausencia de subsidios, teniendo en cuenta que, en los tres casos en los que las ayudas finalizaron hace más tiempo (Alemania, Italia y España), se ha observado que el número de matriculaciones ha retornado a un nivel similar al del inicio de los programas (véase gráfico adjunto). A partir de este hecho, cabe pensar que una interpolación lineal de las cifras de matriculaciones de vehículos en los meses previos a la entrada en vigor de esas ayudas y en los meses posteriores a su finalización puede constituir una aproximación razonable al hipotético número de matriculaciones que se hubieran realizado en ausencia de los planes de ayuda. La diferencia entre el nivel observado y este hipotético nivel proporcionaría una aproximación al impacto de cada plan. El hecho de que el número de matriculaciones retorne a unas cifras muy parecidas a las del inicio de los programas sugiere que el impacto que ha pre-

1. En España, esa era la cuantía en el caso de la adquisición de vehículos nuevos, resultado de una ayuda pública de 1.000 euros y de un descuento adicional similar a cargo del fabricante. La ayuda ascendía a 500 euros en el caso de vehículos de segunda mano.

MATRICULACIONES MENSUALES DE AUTOMÓVILES



FUENTES: ANFAC, Eurostat y Banco de España.

dominado ha sido un impulso temporal en la demanda de vehículos por el abaratamiento de su precio de adquisición durante el período en que estaban en vigor los programas de ayudas². De acuerdo con esta hipótesis, la estimación del incremento extraordinario de matriculaciones oscila entre el 20 % y el 30 % de la cifra anual registrada en 2007 (véase cuadro adjunto). En el caso de España, ese incremento fue del 22 %, con algo más de 300.000 adquisiciones extraordinarias de vehículos. Si se tiene en cuenta que los automóviles representan en torno al 5 % del total del consumo privado en estos cuatro países, y si se toma 2007 como año base de consumo, las ayudas habrían supuesto un impulso temporal de en torno a 1,5 pp del consumo privado anual en Alemania y en torno a 1 pp en los otros tres países.

El momento en el que se introducen los planes refleja situaciones de partida distintas, ya que el inicio de la crisis incidió sobre la adquisición de automóviles con diferente intensidad en cada uno de los países examinados. Así, en 2008 las matriculaciones de automóviles descendieron un 30 % anual en España y un 14 % en Italia. En Francia y en Alemania retrocedieron, en cambio, menos de un 3 %. La evolución temporal de las matriculaciones durante el período en el que estuvieron en vigor los planes de apoyo respondió a pautas más o menos similares: un período inicial de dos o tres trimestres, en los que las tasas intertrimestrales repuntan de forma intensa, seguido de otro en el que el número de vehículos matriculados vuelve a los niveles previos a la introducción de los programas, con tasas intertrimestrales fuertemente negativas. En Italia y en España este proceso de reversión se produjo muy rá-

pido, en un trimestre, mientras que en Alemania fue algo más escalonado, tal como se observa en el gráfico adjunto³. En el caso de España, el efecto de la finalización o agotamiento de las ayudas estuvo condicionada por el aumento del IVA en julio de 2010, que incentivaba aprovechar las mismas en los meses previos a dicha subida. En consecuencia, el fin de los programas tuvo un impacto negativo sustancial sobre el consumo privado, si bien hay que considerar que ese descenso se produjo sobre un nivel de consumo más elevado, gracias a las ayudas. Con posterioridad, la evolución de las matriculaciones ha mostrado un tono diferente dependiendo de la situación subyacente del consumo en cada país, con un mayor dinamismo en Alemania, donde ya se ha alcanzado el nivel de matriculaciones previo a la crisis, y una mayor debilidad en España, con un número de adquisiciones de vehículos muy inferior a las realizadas en 2007.

En resumen, en España y en los principales países de la UEM los programas de apoyo a la adquisición de automóviles impulsaron sustancialmente las matriculaciones en 2009 y, en algún caso, en 2010, estimulando el consumo privado en el momento más álgido de la recesión. Tras el final de las ayudas no se percibe que el nivel de matriculaciones haya descendido por debajo del que se venía observando previamente a su implantación, si bien sí se produjo un retroceso respecto al período en que estaban en vigor los planes de apoyo. Estos constituyeron, por tanto, un alivio temporal, que no parece haber supuesto un cambio de la tendencia subyacente en la demanda de automóviles en los países analizados.

2. En España, por ejemplo, existe cierta evidencia de que los concesionarios acompañaron las ayudas con rebajas adicionales de los precios de los automóviles.

3. Ello tiene que ver con el procedimiento administrativo empleado: en Alemania bastó con una formalización de la orden de compra para hacerse acreedor a la ayuda, a pesar de que la entrega del coche tuviera lugar meses más tarde.

VEHÍCULOS MATRICULADOS (miles)	ALEMANIA	FRANCIA	ITALIA	ESPAÑA	
2007	3.155	2.065	2.494	1.404	
2008	3.080	2.042	2.144	977	
2009	3.764	2.308	2.166	872	
2010	2.888	2.227	1.922	846	
IMPACTO DE LOS PLANES					
Matriculaciones adicionales (miles)	975,4	404,8	521,0	313,8	
% s/ matric. 2007 (a)	30,9	19,6	20,9	22,4	
% s/ matric. 2008 (a)	31,7	19,8	24,3	32,1	
VARIACIÓN SOBRE 2007 (%)					
Previa a las ayudas	2008	-2,4	-1,1	-14,0	-30,4
Tras las ayudas	2010 (b)	-9,8	18,3	-28,2	-50,8
Actualidad	I TR 2011	1,6	18,3	-28,7	-52,3

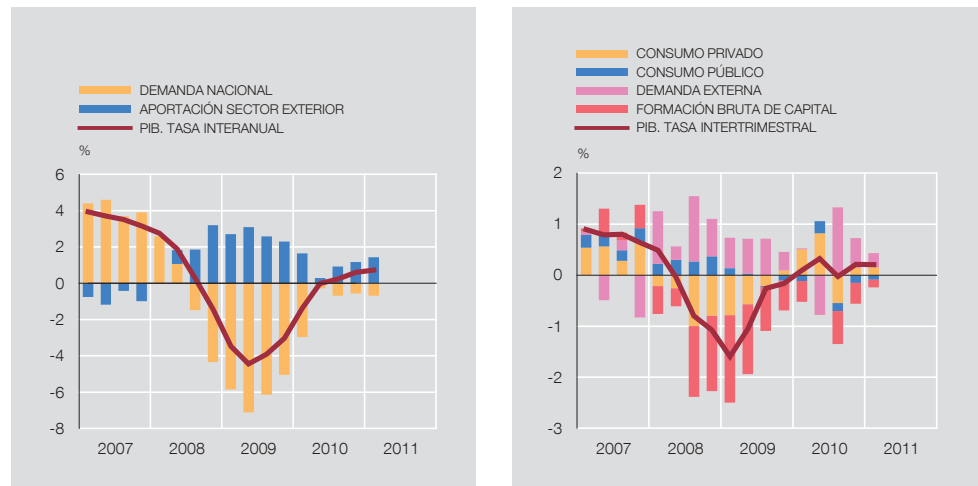
FUENTES: ANFAC, Eurostat y Banco de España.

a. Porcentaje que representan los vehículos adicionales matriculados como resultado de los planes de ayuda sobre el total de vehículos matriculados en 2007 y 2008.

b. Se compara la situación en el trimestre siguiente a la finalización de las ayudas respecto a 2007. Así, en Alemania se compara I TR 2010, en Italia II TR 2010, en Francia I TR 2011 y en España III TR 2010.

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA. APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB

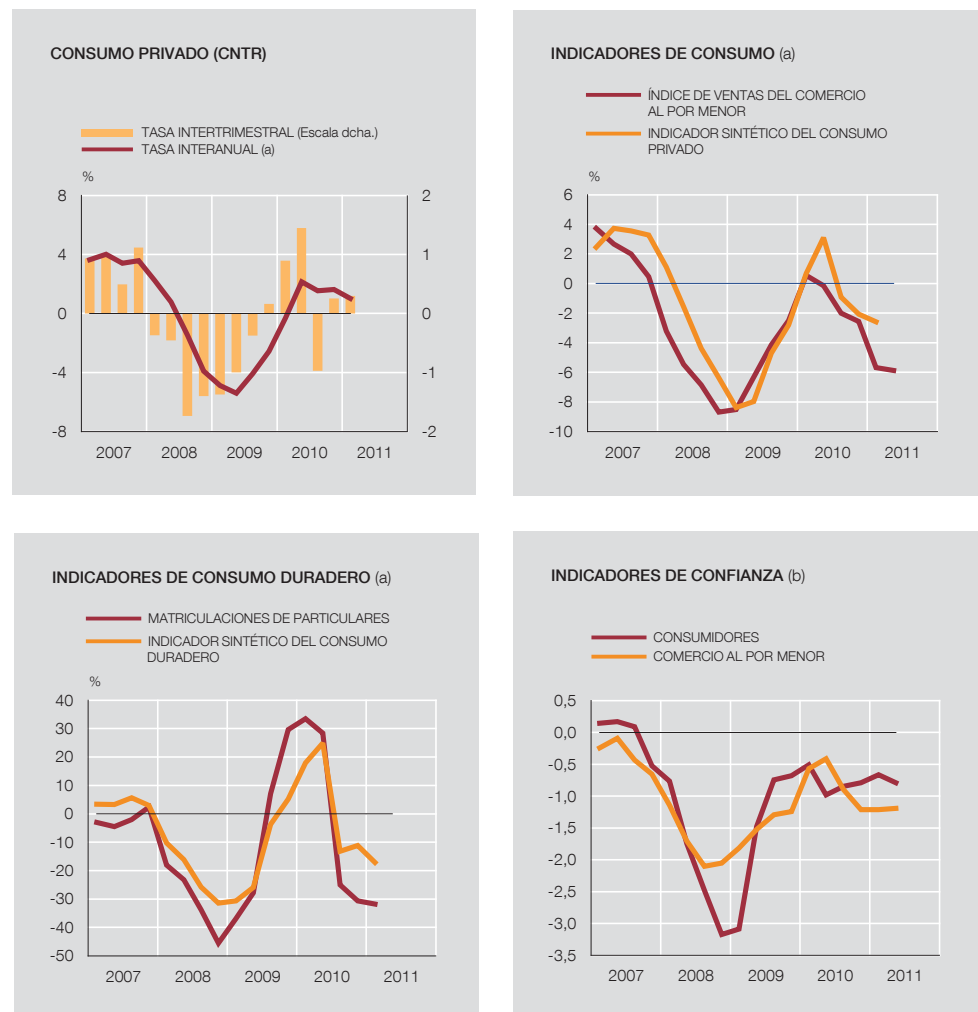
GRÁFICO 14



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 15



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

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

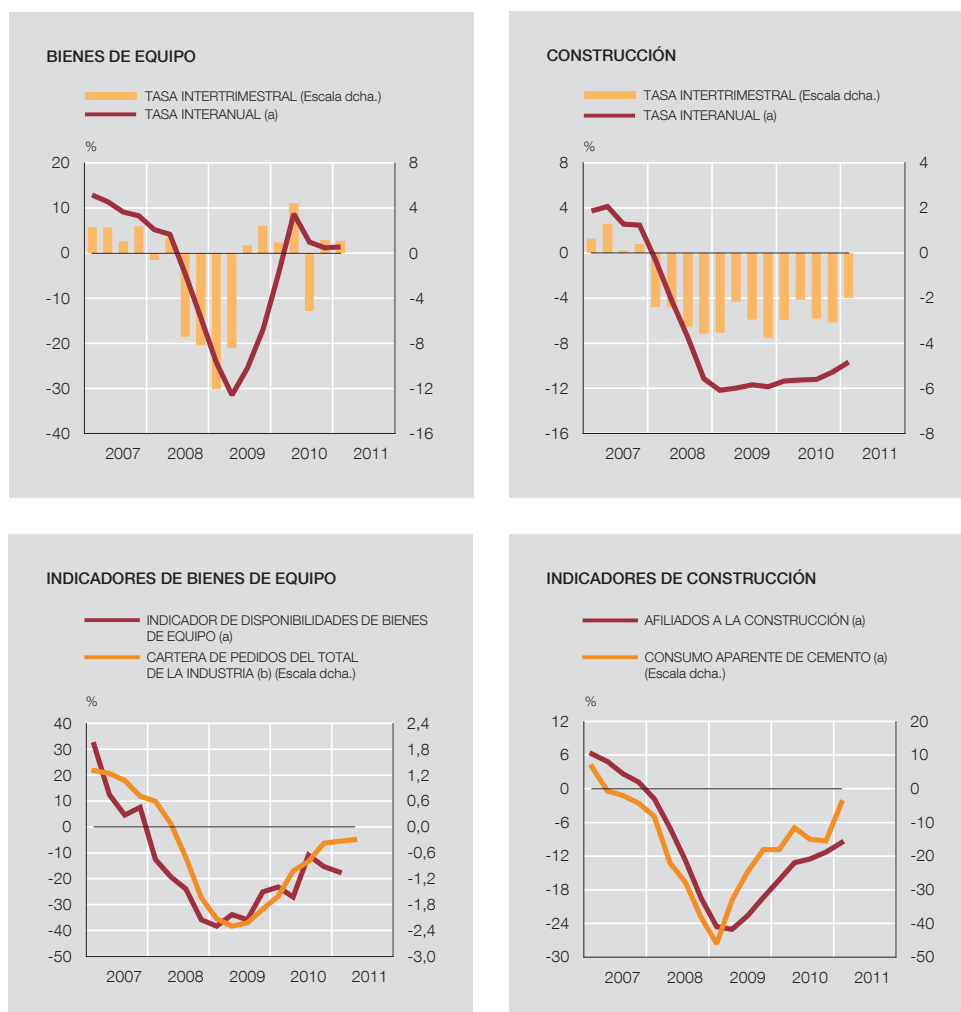
b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

intensidad en el primer trimestre (-5,7% en términos interanuales, 3 pp por debajo de la tasa del período octubre-diciembre). En cambio, con datos hasta febrero, las ventas interiores de las grandes empresas moderaron ligeramente su ritmo de caída interanual en el primer trimestre, con un comportamiento más favorable de los servicios de consumo. Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se mantuvo en el primer trimestre en un nivel medio similar al de los meses finales de 2010, si bien se encuentra por debajo de su nivel medio histórico. También la confianza de los comerciantes minoristas mostró cierta estabilidad en ese período. Ya en abril, tanto el indicador de confianza de los consumidores como el del comercio minorista experimentaron una ligera mejoría.

Como se comentó anteriormente, la renta disponible de las familias retrocedió un 1,8%, en términos nominales, en 2010, de acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. En términos acumulados de cuatro trimestres, el ritmo de caída interanual de la renta de las familias se intensificó en los últimos meses del año, debido, sobre todo, al descenso de las contribuciones de las AAPP y de las rentas netas de la propiedad (en particular, de su componente de intereses). Esta evolución no pudo ser compensada por la mejora de las aportaciones de la remuneración de asalariados y el excedente de los trabajadores autónomos, componentes de la renta que atenuaron sus ritmos de descenso. La caída de la renta disponible en términos nominales y el aumento de la tasa de inflación redujeron el poder adquisitivo de las familias en los últimos trimestres, si bien su potencial impacto en el consumo se vio amortiguado por la disminución de la tasa de ahorro, que descendió casi 5 pp en 2010, hasta el 13,1% de la renta disponible de los hogares.

La inversión en bienes de equipo registró en los tres primeros meses de 2011 un crecimiento intertrimestral positivo, de magnitud similar al del trimestre anterior (véase gráfico 16). Asimismo, la tasa interanual habría permanecido aproximadamente estable. Este comportamiento podría estar ligado a la trayectoria favorable de la industria exportadora y a la necesidad de reponer equipo productivo después del intenso ajuste realizado durante la crisis. La producción industrial de estos bienes experimentó una mejora en términos interanuales en los dos primeros meses del año, aunque las importaciones atenuaron su ritmo de avance en ese período y las matriculaciones de vehículos de carga intensificaron su tasa de caída en el primer trimestre. En promedio trimestral, la confianza de los empresarios, tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo, repuntó ligeramente, si bien con un perfil descendente a lo largo del trimestre, lo que sugiere que la recuperación de este componente de la demanda podría frenarse en los próximos meses. Por último, la utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera continuó aumentando, hasta el 73,5%, si bien todavía se encuentra por debajo de su media histórica.

La posición financiera de las sociedades podría influir también en el ritmo de recuperación de su inversión. En este sentido, las cuentas no financieras de los sectores institucionales muestran que las empresas no financieras cerraron el año 2010 con una capacidad de financiación del 0,4% del PIB, frente a las necesidades del 2% del PIB en 2009, lo que podría señalar la existencia de unas condiciones adecuadas para afianzar el despegue de la inversión, aunque también puede ser consecuencia de las dificultades de las empresas para captar financiación ajena y, por tanto, del deseo de preservar las fuentes de financiación propia. Esta mejora de la posición patrimonial de las sociedades se debió al incremento del ahorro empresarial —con una recuperación del excedente que se benefició del ajuste de plantillas— y a factores de naturaleza más transitoria, como el descenso de los intereses pagados y de los impuestos. Por su parte, la inversión de las sociedades no financieras aumentó ligeramente su peso en el PIB en el conjunto de 2010, tras el retroceso de los dos años anteriores.

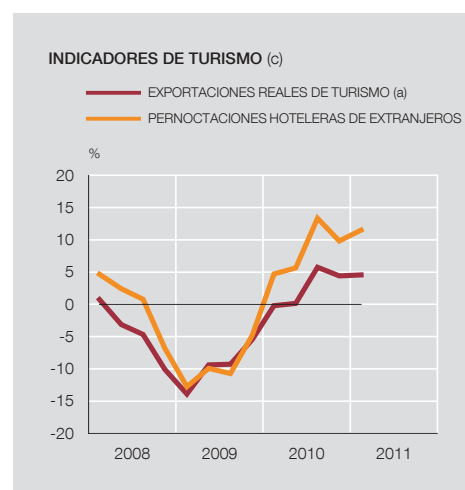
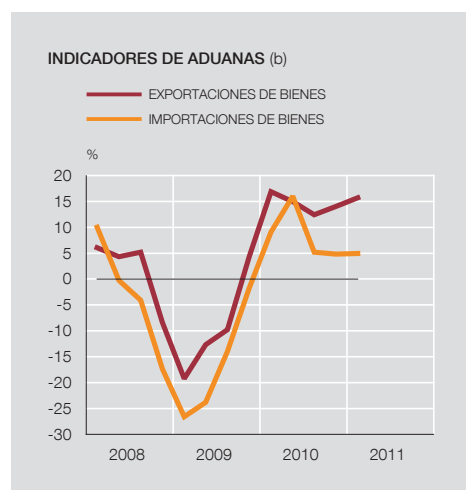
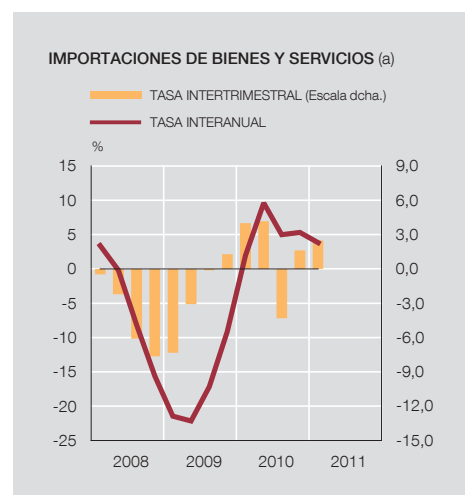
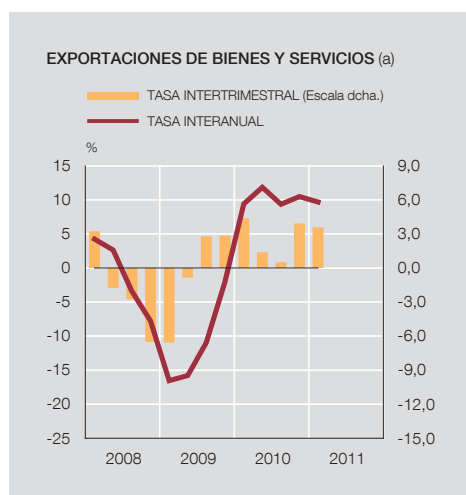


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Eurostat, OFICEMEN y Banco de España.

- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.
- b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

El comportamiento contractivo de la inversión en construcción se suavizó en el primer trimestre, si bien todavía presenta una notable debilidad, reflejo de la continuación del proceso de redimensionamiento en el segmento residencial y del ajuste fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos a la utilización de consumos intermedios, como el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción, y también los relativos al empleo presentaron retrocesos interanuales más moderados que los del trimestre anterior. En cambio, los indicadores de opinión de los empresarios del sector provenientes de las encuestas de la Comisión Europea reflejaron un empeoramiento significativo en la percepción de estos agentes sobre la evolución y perspectivas del sector durante los primeros meses del año.

Respecto a los distintos tipos de obra, la contracción de la inversión residencial continuó en el período enero-marzo, tanto en términos interanuales como intertrimestrales, aunque a un ritmo menos acusado que el registrado a finales de 2010. La reducción en el número de viviendas terminadas ha hecho que este vaya aproximándose gradualmente al de viviendas iniciadas, de modo que en los próximos trimestres se producirá una estabilización del número de viviendas



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

a. Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.

b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.

c. Series ajustadas de estacionalidad.

en construcción. Por el lado de la demanda de activos residenciales, los últimos datos disponibles sobre el número de compraventas registradas, correspondientes a enero y a febrero, muestran una recuperación notable en las cifras de transmisiones. Sin embargo, es preciso puntualizar que esta evolución está relacionada con el desfase temporal existente entre la formalización de las operaciones de compraventa y su inscripción registral, de manera que ese repunte se debe, en realidad, al dinamismo de las transacciones en los meses finales de 2010, como consecuencia del cambio en el tratamiento de la adquisición de vivienda en el IRPF a partir del 1 de enero de 2011. Este cambio normativo de carácter fiscal podría estar determinando una caída significativa de las transacciones de viviendas en los meses iniciales del actual ejercicio, como consecuencia del posible adelantamiento de una parte de las mismas al ejercicio anterior. Por su parte, según los datos de visados y proyectos de obra nueva hasta febrero, tanto la edificación no residencial como la licitación de obra civil mantuvieron una acusada atonía.

La demanda exterior neta volvió a contribuir positivamente al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2011, en una magnitud de 0,3 pp en términos intertrimestrales. En términos

interanuales, la contribución habría sido aproximadamente de 1,4 pp, dos décimas más que en el último trimestre de 2010, en un contexto de evolución más dinámica de las exportaciones que de las importaciones (véase gráfico 17). La fortaleza de las ventas al exterior se apoyó en las elevadas tasas de avance que mantiene el comercio internacional, impulsado, principalmente, por la demanda de importaciones de Estados Unidos y de las economías emergentes. También la mejora de los indicadores de competitividad-precio favoreció las exportaciones, cuya cuota en los mercados internacionales posiblemente aumentó, en términos reales, en el primer trimestre de 2011. Por su parte, las compras al exterior de la economía española avanzaron a un ritmo lento, en consonancia con la debilidad de la demanda interna, y sustentadas, en gran parte, por el crecimiento de las exportaciones, cuyo contenido importador es relativamente elevado.

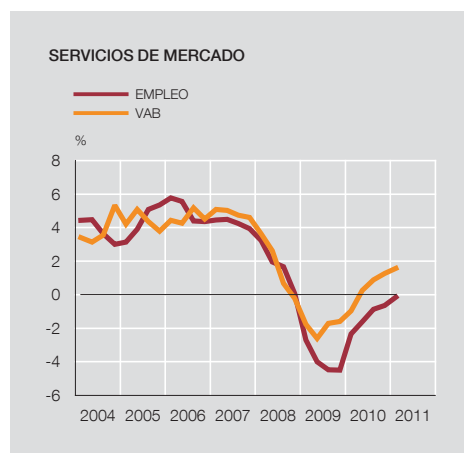
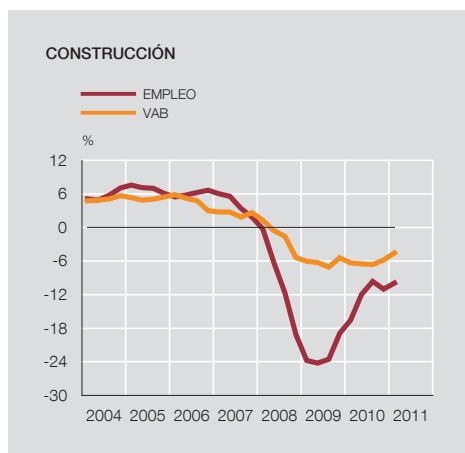
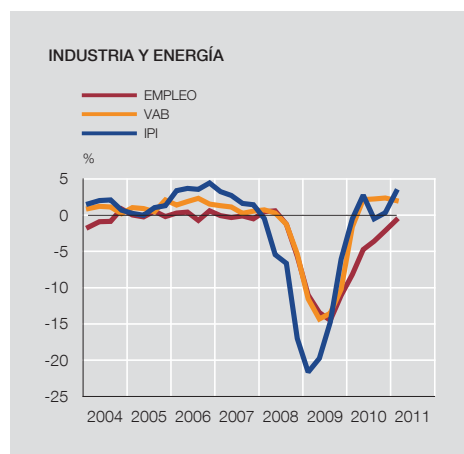
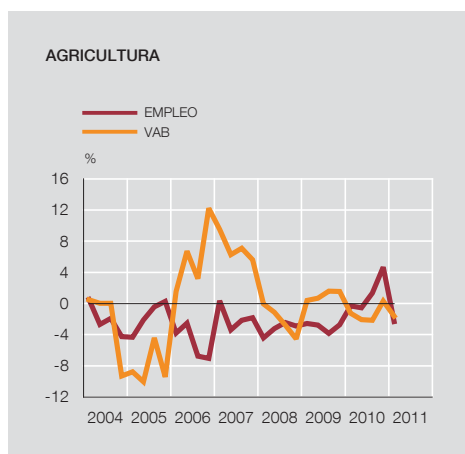
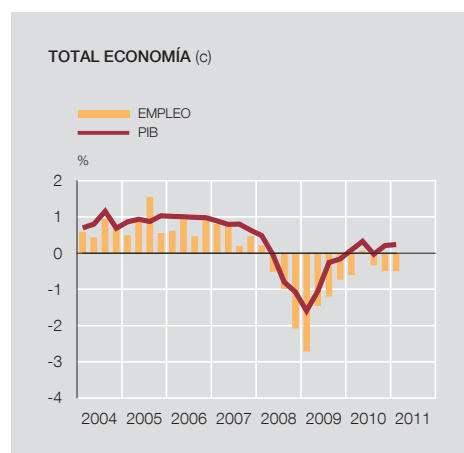
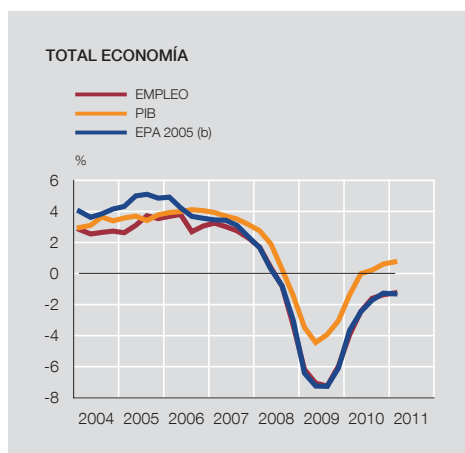
De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron casi un 20%, en tasa interanual, durante el período enero-febrero, frente al 14% observado en el cuarto trimestre de 2010. Esta aceleración fue generalizada, destacando el fuerte repunte de las ventas de bienes de equipo, que crecieron un 32% —apoyadas en las exportaciones de material de transporte terrestre y de maquinaria—, y el mantenimiento de la tónica de elevado crecimiento de los productos intermedios, con un avance del 23%. También mostraron un sensible dinamismo las ventas al exterior de alimentos y de ciertas manufacturas de consumo. Por áreas geográficas, repuntaron tanto las exportaciones destinadas a la UE —en particular, a Alemania y a Italia— como las dirigidas a países extracomunitarios, especialmente Estados Unidos, Rusia, China y América Latina.

En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información disponible apunta a una evolución favorable de esta rúbrica en el primer trimestre, que consolida la senda de recuperación iniciada en 2010. Así, las tasas interanuales de entradas de turistas extranjeros y de pernoctaciones hoteleras se aceleraron en algo más de 1 pp con respecto al cuarto trimestre de 2010, hasta crecer, respectivamente, un 2,9% y un 11% en los tres primeros meses de 2011. El gasto nominal de los visitantes extranjeros también repuntó en dicho período, registrando un crecimiento del 2,4% interanual, de acuerdo con EGATUR, mientras que la información de la Balanza de Pagos, con datos hasta febrero, confirma este tono positivo de los ingresos nominales por turismo. En el primer trimestre, la inestabilidad geopolítica en el norte de África y Oriente Próximo parece haber favorecido una recomposición de los flujos internacionales de turistas hacia España. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos atenuaron su ritmo de avance en el primer trimestre.

Las compras de bienes procedentes del exterior crecieron, según la información de Aduanas, un 8,5%, en términos interanuales, en el bimestre enero-febrero. Esta tasa supera en casi 4 pp al incremento experimentado en el último trimestre de 2010. Por grupos de productos, el mayor vigor descansó en las importaciones de bienes intermedios no energéticos y en las de bienes de equipo, que crecieron respectivamente un 12% y un 9%, respectivamente. Por el contrario, aunque las importaciones de bienes de consumo siguieron cayendo, lo hicieron a un ritmo más moderado que en los meses anteriores, debido al tono más expansivo de los bienes de consumo no duradero y a la atenuación del ritmo de caída de las compras de automóviles. Por último, las importaciones reales de servicios ralentizaron su crecimiento en el primer trimestre de 2011, reflejando una sensible moderación de las compras de servicios no turísticos.

4.2 Producción y empleo

Durante el primer trimestre del año, el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado experimentó un modesto avance en términos intertrimestrales, algo superior al de los últimos meses de 2010 (véase gráfico 18). Entre las ramas de mercado, se estima que los servicios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

y, sobre todo, la industria experimentaron, en comparación con ese período, una cierta mejora en su actividad.

En el caso de las ramas industriales, la estimación de fortalecimiento del ritmo de crecimiento intertrimestral de su VAB en el conjunto del trimestre se sustenta en la evolución del índice de producción industrial (IPI), que experimentó un comportamiento expansivo en los dos primeros meses de 2011. No obstante, la cartera de pedidos de la industria manufacturera fue desacelerándose progresivamente a lo largo del trimestre, al tiempo que el indicador de opinión de la Comisión Europea y el PMI disminuyeron, lo que apuntaría a una moderación de la recuperación.

Los indicadores de los servicios de mercado apuntan a un ligero fortalecimiento del crecimiento del VAB del sector en el primer trimestre del año, tanto en términos intertrimestrales como interanuales, aunque dentro de una tónica de escaso dinamismo. Así, en los dos primeros meses del año se ha mantenido la senda de lenta recuperación del indicador de cifra de negocios del sector servicios, que tuvo un carácter bastante generalizado por ramas y que se vio acompañada por un tono algo más favorable de la ocupación. Los datos de opinión muestran una evolución algo divergente. Por un lado, el indicador PMI mejoró en media trimestral, si bien el marcado deterioro del mes de marzo lo hizo retornar a su nivel de diciembre de 2010. Cabe destacar el comportamiento expansivo de las expectativas de negocio que recoge la encuesta. Por otro lado, el nivel medio de la confianza de los servicios de la Comisión Europea en el primer trimestre del año permaneció en el nivel registrado en el período octubre-noviembre de 2010. Sin embargo, en abril la confianza de este sector retrocedió.

En el mercado de trabajo, los indicadores mensuales señalan que continuó la destrucción de empleo durante el primer trimestre. Así, el promedio mensual de trabajadores afiliados a la Seguridad Social retrocedió un 1,2% respecto al mismo período del año anterior, caída que es apenas una décima menos acusada que la cifra media de los tres últimos meses de 2010. En términos intertrimestrales, el ritmo de caída de la afiliación, con un descenso del 0,3%, fue idéntico al del trimestre anterior. Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) ralentizó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año, con un avance del 0,4% en tasa interanual, con retrocesos en los meses de febrero y marzo. Este menor dinamismo de la contratación ha afectado tanto a los trabajadores temporales como a los indefinidos, que han reducido ligeramente su peso sobre el total de contratos (hasta el 9,4%). En diciembre de 2010 venció el plazo establecido por la reforma laboral para que los contratos temporales existentes antes de su aprobación pudieran transformarse en indefinidos de fomento, lo que explica la fuerte pérdida de dinamismo que han registrado estas conversiones desde el inicio del año.

Por su parte, la EPA del primer trimestre muestra una caída interanual del empleo del 1,3%, idéntica cifra a la del trimestre anterior. La agricultura, la industria y los servicios no de mercado son las ramas que experimentaron un comportamiento peor que en el trimestre precedente. Las restantes ramas presentaron un comportamiento mejor, destacando la tasa interanual positiva en servicios de mercado, por primera vez desde el tercer trimestre de 2008. Por su parte, se intensificó el ritmo de caída del empleo del colectivo de no asalariados, que disminuyeron un 3,5%, frente al 1,9% del trimestre pasado, mientras que los asalariados moderaron ligeramente la intensidad de su descenso, del 1,2% al 0,9%. Por nacionalidad, la destrucción de puestos de trabajo se concentró en los trabajadores extranjeros, con un recorte del empleo del 4,5%, frente al -0,8% de los trabajadores españoles. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales registraron una tasa de variación interanual positiva (0,7%) por primera vez desde 2006, al tiempo que el colectivo con empleo indefinido intensificó seis décimas su ritmo de caída, hasta un 1,4%. Como resultado, la ratio de

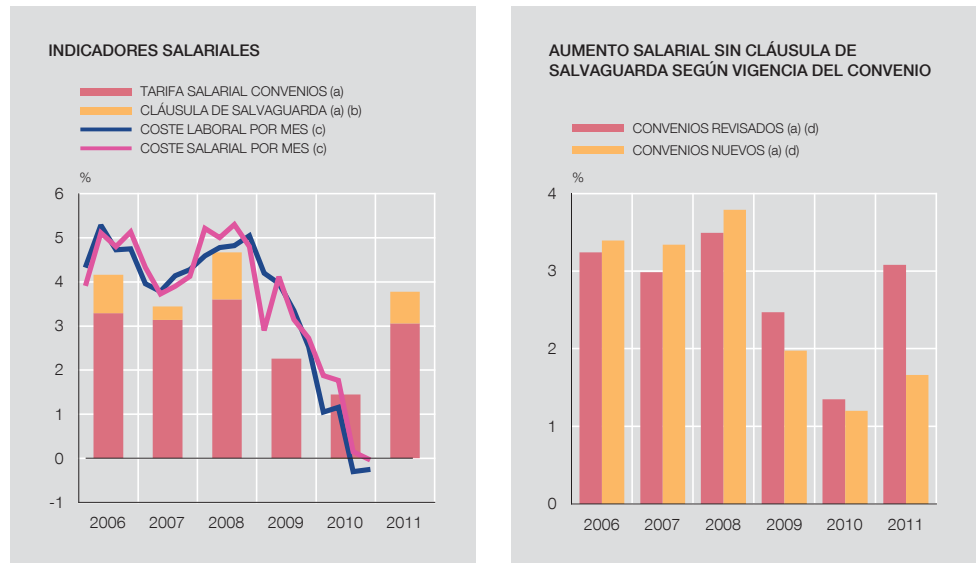
temporalidad se mantuvo en el 24,8%, igual que en el trimestre anterior y cuatro décimas superior a la existente un año antes (24,4%). Por último, la contratación a tiempo parcial repuntó fuertemente en términos interanuales, pasando desde un 0,2% en el cuarto trimestre de 2010 a un 4,7% en el trimestre de referencia, mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 2,2%, siete décimas más que el trimestre previo. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 14,1%, frente al 13,3% de un año antes.

La población activa avanzó a menor ritmo que en el trimestre anterior (0,2% frente al 0,6% previo), en un entorno de estabilidad de la población mayor de 16 años (0,2%) y de la tasa de actividad, que se situó en el 59,9%, frente al 59,8% observado en el primer trimestre de 2010. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa en ambos colectivos moderó su ritmo de variación. Los activos femeninos aumentaron un 1,5% en el primer trimestre de 2011, frente al 2,1% del trimestre previo, mientras que en el colectivo masculino avanzaron un -0,8%, dos décimas menos que el período anterior. Por nacionalidad, hay que destacar la intensificación del ritmo de descenso tanto de los activos como de la población mayor de 16 años de nacionalidad extranjera. Los primeros se redujeron un 2,8%, frente al -0,6% del trimestre previo, y los segundos un 1% (-0,7% el trimestre anterior). Como resultado, la tasa de actividad de este colectivo se situó en el 75,9%, 1,4 pp menos que un año antes. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron un 0,8% y su tasa de actividad se mantuvo en el 57,7% por cuarto trimestre consecutivo.

Finalmente, el desempleo aumentó en 213.500 personas respecto al cuarto trimestre de 2010, de forma que el número de parados se situó en los 4,9 millones. En términos interanuales, el avance del paro se moderó hasta una tasa de variación interanual del 6,4%, en torno a dos puntos por debajo de la cifra del trimestre precedente. Por su parte, la tasa de paro aumentó en un punto en el trimestre, hasta alcanzar el 21,3% de la población activa. De igual forma, los datos del paro registrado del SPEE confirmaron la moderación en la recuperación del mercado de trabajo, con un aumento del número de parados en el primer trimestre de 2011 del 4,2%, frente al 6% del trimestre anterior, frenándose en cierta medida la senda de desaceleración que caracterizó todo el ejercicio anterior.

4.3 Costes y precios

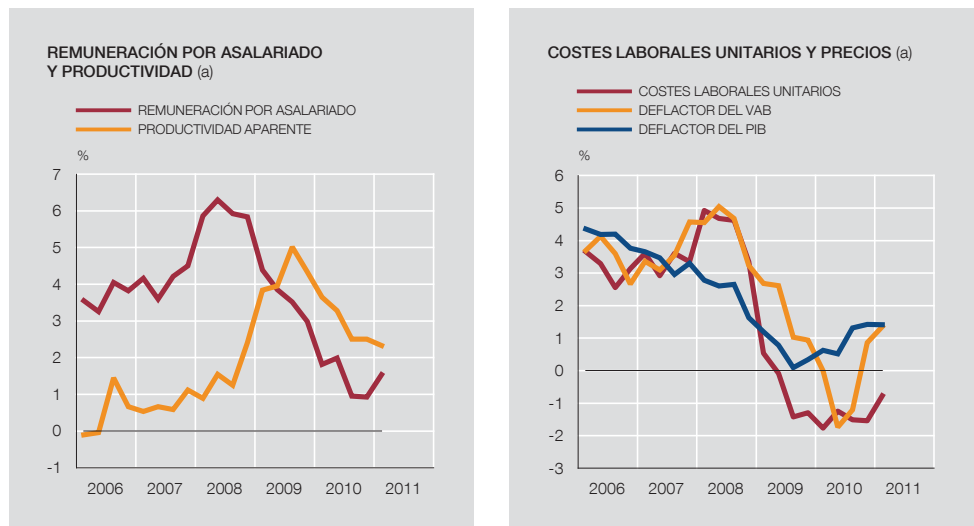
La subida media de las tarifas salariales acordada para el año 2011 en los convenios registrados hasta el mes de marzo ha sido del 3,1%, lo que supone un repunte sustancial con respecto al 1,4% pactado, en promedio, en 2010 (véase gráfico 19). Esta evolución salarial resulta preocupante, pues no parece acorde con la desfavorable situación del mercado laboral, si bien cabe esperar que, a medida que la negociación colectiva avance, la tasa media tienda a moderarse. En este sentido, debe considerarse que la información disponible sesga al alza el aumento de las tarifas salariales, pues casi todos los convenios registrados en el período enero-marzo corresponden a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores, en los que los incrementos de tarifas están, en su mayor parte, referenciados al IPC de diciembre de 2010. Además, dentro de estos convenios revisados, los firmados antes de febrero de 2010, cuando se firmó el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC), contienen un incremento medio de las tarifas salariales del 3,4%, frente al aumento del 2,1% en los firmados con posterioridad a ese Acuerdo. Los convenios de nueva firma en 2011 son escasos, pero muestran un aumento de la tarifa más modesto, del 1,7%. Por otra parte, el reciente incremento de la inflación ha activado las cláusulas de salvaguarda, cuya presencia, aunque menor que en años anteriores, es aún importante, pues afecta a casi un 50% de trabajadores (70% en diciembre de 2009). A partir de este conjunto de información, se estima que el ritmo de expansión interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se incrementó hasta el 1,5% en el período enero-marzo de 2011, frente al 0,9% del trimestre anterior (véase gráfico 20). Esta trayectoria de



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

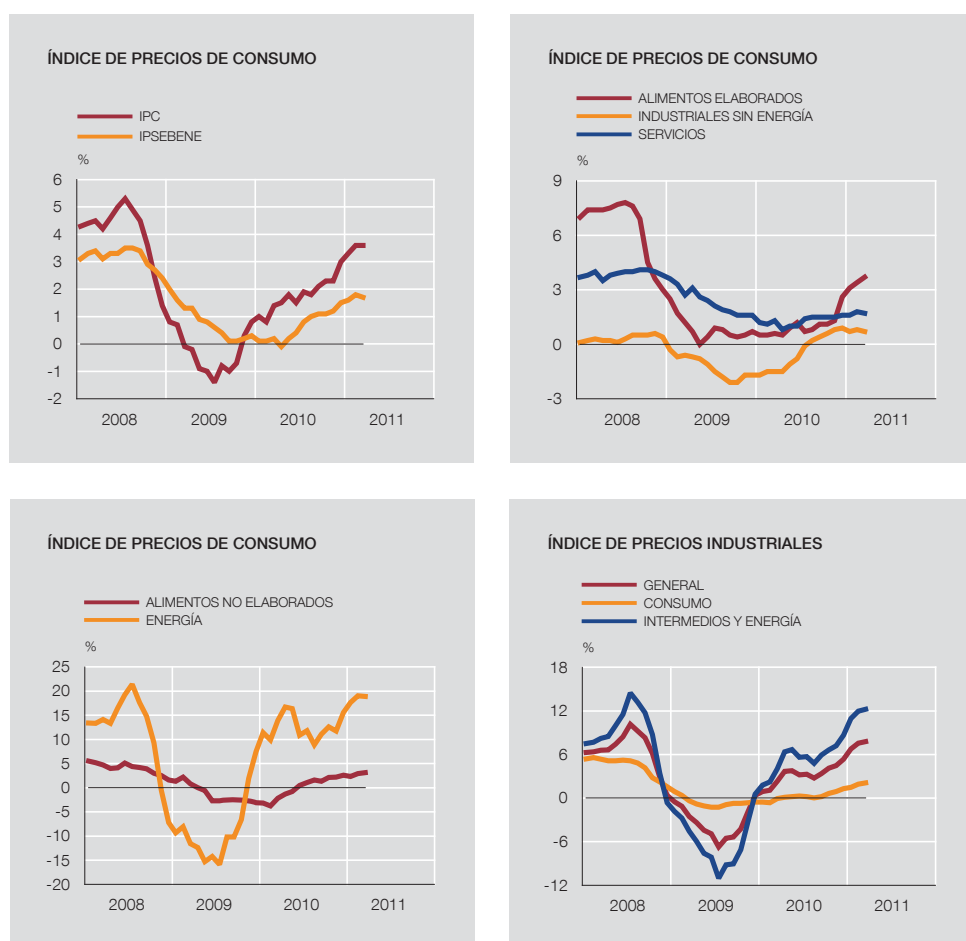
- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2011.
- b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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



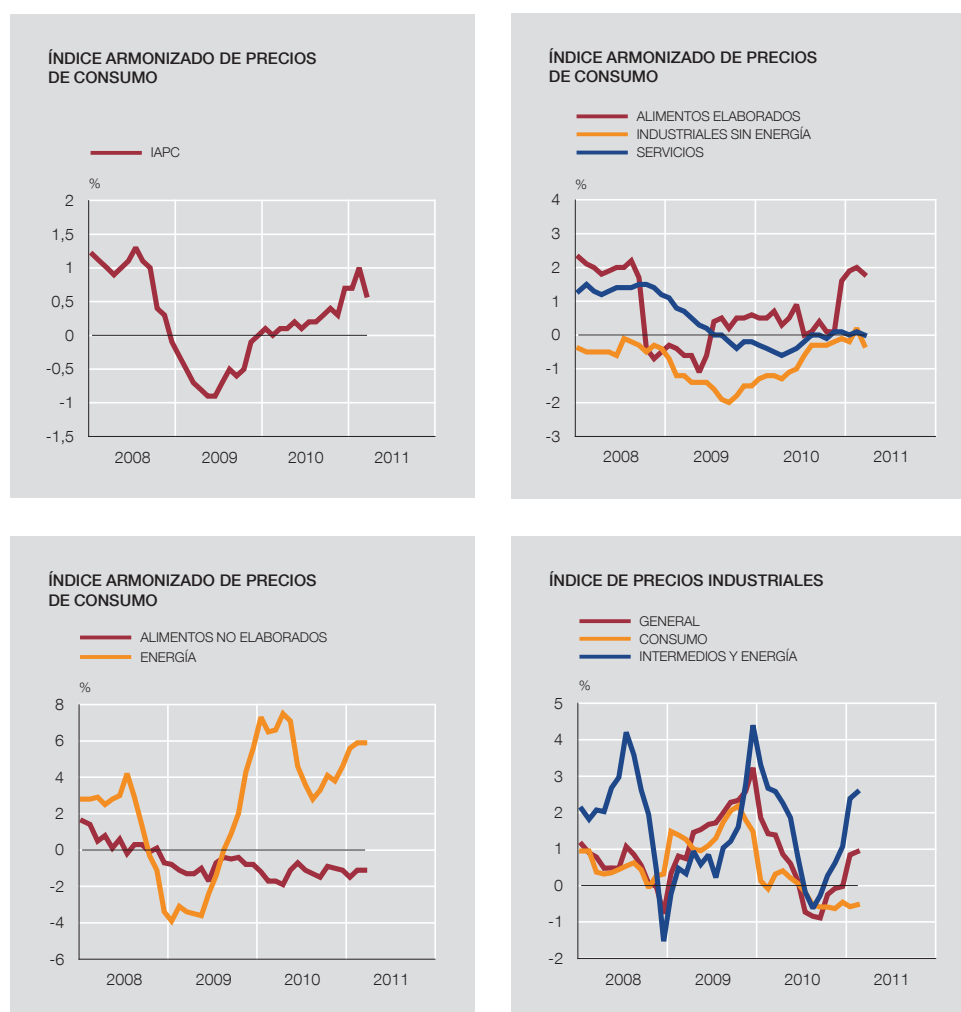
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

los salarios y la ligera desaceleración de la productividad conducirían a un descenso más moderado de los costes laborales unitarios en la economía de mercado.

En el primer trimestre de 2011, los deflatores de la mayor parte de los componentes de la demanda continuaron registrando crecimientos interanuales elevados, aunque algo inferiores a los del trimestre anterior. Cabe destacar la acusada reducción del deflactor del consumo público, como reflejo del recorte de las retribuciones de los empleados de las AAPP. Los precios de los bienes y servicios importados registraron una moderada desaceleración, si bien su tasa de crecimiento se mantuvo en el entorno del 7%. Los precios de la producción interior —medidos por el deflactor del PIB— registraron un avance más moderado, del 1,4%, ritmo de crecimiento similar al del trimestre anterior.

Los principales indicadores de precios de consumo continuaron acelerándose a lo largo del primer trimestre de 2011, si bien un análisis más pormenorizado del fenómeno inflacionista permite concluir que las presiones subyacentes siguen estando, por el momento, contenidas. La variación interanual del IPC en marzo fue del 3,6%, tasa que supera en seis décimas a la correspondiente a diciembre del año pasado (véase gráfico 21). Esta evolución alcista de la inflación se explica, en gran medida, por el componente energético, cuya tasa en marzo fue del 18,9%, 3,3 pp más que en diciembre. El encarecimiento del petróleo en los merca-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

dos internacionales impulsó al alza los precios de los carburantes y de otros combustibles líquidos, como el gasóleo de calefacción. Además, la evolución de este componente reflejó también el alza de los precios de la electricidad y el gas. La tasa de variación del IPSEBENE —índice que excluye no solo los precios de la energía, sino también de los alimentos no elaborados— aumentó, en cambio, solamente en dos décimas, hasta el 1,7 %. Dentro de este indicador, los precios de los alimentos elaborados aumentaron un 3,7 % interanual en marzo, 1,1 pp por encima de la tasa observada en diciembre de 2010, en parte por el encarecimiento de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales. El repunte fue más moderado en el caso de los servicios (0,1 pp), mientras que los bienes industriales no energéticos redujeron su crecimiento interanual en dos décimas. Además, una parte significativa del IPSEBENE refleja el impacto de los aumentos del IVA y del precio del tabaco, que debería ser transitorio. Finalmente, el indicador adelantado del IPC, que publica el INE desde enero, registró en abril un incremento del 3,8 %.

El repunte de la inflación en el primer trimestre de 2011, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue algo menor en España que en el área del euro, de modo que el diferencial de marzo —de 0,6 pp— fue una décima inferior al registrado en diciembre de

Millones de euros y en porcentaje

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010 / 2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011 / 2010	Liquidación		
					2010 ENE-MAR	2011 ENE-MAR	Variación porcentual 2011 / 2010
					1	2	3
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	127.337	24,8	106.020	-16,7	32.759	27.452	-16,2
Impuestos directos	59.262	9,5	55.239	-6,8	14.516	11.559	-20,4
IRPF	39.326	29,2	35.494	-9,7	12.924	10.411	-19,4
Sociedades	16.198	-19,8	16.008	-1,2	693	397	-42,7
Otros (a)	3.738	7,5	3.737	-0,0	899	751	-16,4
Impuestos indirectos	51.825	80,8	36.142	-30,3	14.314	11.844	-17,3
IVA	38.486	143,8	24.968	-35,1	11.311	9.716	-14,1
Especiales	10.338	1,9	8.179	-20,9	2.292	1.364	-40,5
Otros (b)	3.001	9,5	2.995	-0,2	712	765	7,5
Otros ingresos	16.251	-15,7	14.639	-9,9	3.929	4.049	3,0
2 PAGOS NO FINANCIEROS	179.572	-5,1	150.056	-16,4	48.305	36.613	-24,2
Personal	26.975	1,5	26.982	0,0	6.017	6.068	0,8
Compras	4.632	-4,7	3.384	-26,9	954	855	-10,4
Intereses	19.638	11,3	27.421	39,6	7.579	5.819	-23,2
Transferencias corrientes	104.656	-6,9	74.598	-28,7	26.348	18.354	-30,3
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.668	—	—	—	—
Inversiones reales	8.782	-16,1	5.793	-34,0	2.883	2.155	-25,3
Transferencias de capital	14.890	-14,2	9.208	-38,2	4.522	3.362	-25,7
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-52.235	—	-44.036	—	-15.546	-9.161	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales):							
TOTAL	135.862	16,3	141.538	4,2	38.451	39.944	3,9
IRPF	66.977	4,9	71.761	7,1	19.212	19.672	2,4
IVA	49.079	46,2	48.952	-0,3	14.584	15.748	8,0
Especiales	19.806	2,4	20.825	5,1	4.655	4.524	-2,8

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

2010 (véase gráfico 22). Sin embargo, el incremento de los precios energéticos en España fue muy superior al de la UEM, ampliándose el diferencial hasta 5,9 pp en marzo. Los precios de los alimentos elaborados también crecieron algo más que en el área del euro y el correspondiente diferencial se amplió en dos décimas, hasta 1,8 pp. En el caso de los servicios y de los bienes no energéticos, los diferenciales positivos fueron muy reducidos, cambiando incluso de signo una vez ajustados por el efecto de los cambios impositivos. Por último, el crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados continuó siendo inferior en España y el diferencial permaneció en -1,1 pp. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el diferencial en la inflación subyacente disminuyó hasta 0,1 pp, tras haber ascendido a 0,3 pp en diciembre. De acuerdo con el indicador adelantado del IAPC para abril, el diferencial del índice general se amplió una décima en abril, hasta 0,7 pp, pues el IAPC de España aumentó hasta el 3,5%, y el del área del euro, hasta el 2,8%.

El índice de precios industriales también experimentó una trayectoria alcista a lo largo del primer trimestre del año, al repuntar desde el 5,3% en diciembre al 7,8% en marzo. Por componentes, el aumento de las tasas fue generalizado, si bien su intensidad fue particularmente

	Millones de euros y porcentaje					
	2009	2010	2011	Tasas de variación		
				2009 / 2008	2010 / 2009	2011 / 2010
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	135.716	124.559	123.241	-2,1	-8,2	-1,1
Ingresos corrientes	126.539	116.628	114.472	-2,7	-7,8	-1,8
— Impuestos directos	28.553	22.834	31.083	17,4	-20,0	36,1
— Impuestos indirectos	34.671	28.459	40.671	-20,0	-17,9	42,9
— Tasas, precios y otros ingresos	3.751	3.971	3.987	4,1	5,9	0,4
— Transferencias corrientes	59.040	60.878	38.257	1,2	3,1	-37,2
— Ingresos patrimoniales	523	486	474	6,3	-7,1	-2,5
Ingresos de capital	9.177	7.931	8.769	7,7	-13,6	10,6
— Enajenación de inversiones reales	633	518	1.760	2,0	-18,1	—
— Transferencias de capital	8.544	7.413	7.009	8,2	-13,2	-5,5
2 PAGOS NO FINANCIEROS	143.338	142.248	132.536	3,8	-0,8	-6,8
Pagos corrientes	114.592	115.658	111.189	4,8	0,9	-3,9
— Gastos de personal	46.759	47.542	44.951	5,6	1,7	-5,4
— Gastos corrientes en bienes y servicios	21.095	21.120	20.231	3,3	0,1	-4,2
— Gastos financieros	1.808	2.470	2.955	5,0	36,6	19,6
— Transferencias corrientes	44.831	44.438	42.975	4,6	-0,9	-3,3
— Fondo de contingencia y otros imprevistos	99	87	78	51,8	-11,7	-10,8
Pagos de capital	28.746	26.590	21.347	-0,2	-7,5	-19,7
— Inversiones reales	14.260	11.658	8.807	-1,7	-18,2	-24,5
— Transferencias de capital	14.486	14.932	12.540	1,2	3,1	-16,0
SALDO NO FINANCIERO	-7.622	-17.689	-9.295	—	—	—
% del PIB	-0,7	-1,7	-0,9	—	—	—
PRO MEMORIA (% del PIB):						
SALDO NO FINANCIERO (todas las CCAA)	-1,0	-2,3	—	—	—	—
SALDO DE CN	2,0	-3,4	-3,3	—	—	—
SALDO DE CN con aplazamientos (% del PIB)	2,0	-2,8	-1,3	—	—	—

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

a. En 2011, las comunidades de Cataluña y Baleares han prorrogado los presupuestos de 2010.

elevada en el caso de los bienes intermedios y, sobre todo, en el de los productos energéticos, muy afectados por la evolución del precio del crudo en este período. Este repunte de la inflación a lo largo de la cadena de producción apunta a la existencia de riesgos al alza para la evolución de los precios de consumo. Con datos hasta febrero, el diferencial entre los respectivos ritmos de avance de los precios de producción en España y en la zona del euro aumentó hasta 1 pp. Los índices de precios de exportación e importación de productos industriales también se aceleraron, alcanzando en febrero tasas del 7,4 % y del 11,1 %, respectivamente.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible para el conjunto del sector de las Administraciones Públicas (AAPP) se refiere al cierre de 2010. Por agentes, se dispone de información más reciente relativa a la ejecución presupuestaria en el primer trimestre de 2011 para los subsectores Estado y Seguridad Social (véanse cuadros 4 y 6, respectivamente). En el caso de las CCAA, no se dispone de información homogénea relativa a la ejecución presupuestaria del gasto conjunto de las CCAA que permita evaluar el grado de cumplimiento de los presupuestos iniciales (que, de manera agregada, se recogen en el cuadro 5).

En términos de Contabilidad Nacional, según los datos de ejecución presupuestaria hasta marzo de 2011, el Estado habría registrado un déficit de 6,9 mm de euros, 1,8 mm de euros

Millones de euros y en porcentaje

	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010 / 2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011 / 2010	Liquidación		
					2010 ENE-FEB	2011 ENE-FEB	Variación porcentual 2011 / 2010
					1	2	3
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	119.481	-3,4	123.405	3,3	19.760	19.581	-0,9
Cotizaciones sociales	108.358	-4,4	111.778	3,2	17.800	17.564	-1,3
Transferencias corrientes	8.357	12,3	8.154	-2,4	1.140	1.203	5,5
Otros ingresos	2.765	-6,7	3.473	25,6	821	814	-0,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	116.601	1,9	118.826	1,9	15.537	16.125	3,8
Personal	2.483	1,2	2.378	-4,2	324	319	-1,5
Compras	2.032	1,9	1.719	-15,4	146	165	13,1
Transferencias corrientes	111.557	1,9	114.279	2,4	15.054	15.633	3,8
<i>Pensiones contributivas</i>	95.320	2,1	99.090	4,0	13.319	14.012	5,2
<i>Incapacidad temporal</i>	7.373	-9,5	7.009	-4,9	371	326	-11,9
<i>Resto</i>	8.864	11,0	8.181	-7,7	1.364	1.294	-5,2
Otros gastos	529	-6,1	450	-15,0	13	8	-35,2
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	2.880	—	4.579	—	4.224	3.456	—

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo e Inmigración, y Banco de España.

menos que hasta marzo de 2010. Por otra parte, en términos de caja, el Estado registró en el primer trimestre de 2011 un déficit de 9,2 mm de euros, cifra inferior a la observada en el mismo período del año anterior, que ascendió a 15,6 mm de euros (véase cuadro 4). Aunque tanto los ingresos como los gastos siguieron una tendencia decreciente en el primer trimestre del año, la tasa de variación interanual de los gastos en términos de caja, que se situó en un -24,2%, compensó de forma holgada el ritmo de desaceleración de los ingresos, que se redujeron en un 16,2%. No obstante, el significado de estas tasas es reducido, pues las cifras de ingresos y gastos de este año no son comparables con las del año pasado. En concreto, la evolución de los ingresos y gastos del Estado se verá afectada durante todo el año por la aplicación plena del nuevo sistema de financiación de las CCAA, que reciben más participación en los impuestos (lo que, en contrapartida, implica que los ingresos del Estado sean menores) y obtienen menos transferencias del Estado (esto es, se produce una disminución de los pagos de este).

En el caso de los gastos, destacan las caídas observadas en los gastos de capital y en las compras de bienes y servicios, mientras que los pagos de intereses, que también mostraron un descenso, deberían acelerarse en los próximos meses. En cuanto a los ingresos, en la recaudación total de impuestos (véase cuadro 4), que tiene en cuenta tanto la participación del Estado como la de las Administraciones Territoriales (AATT), cabe destacar el buen comportamiento de la recaudación por IVA, que mostró una tasa de crecimiento del 8%, debida en parte al efecto de la subida de los tipos en julio de 2010, y la moderación en la recaudación por impuestos especiales en el primer trimestre del año, que cayó en un 2,8%. Entre los impuestos directos, la recaudación por IRPF exhibió una evolución contenida. En el caso del impuesto de sociedades, los datos disponibles en el primer trimestre de cada año no resultan muy informativos, dado que no incorporan la información referida al primer pago a cuenta de abril.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, los últimos datos de ejecución son los correspondientes a marzo de 2011 (aunque los detalles completos solo se encuentran disponibles

Miliones de euros

		Enero-febrero		TASA DE VARIACIÓN
		2010	2011	2011 / 2010 (b)
INGRESOS	Cuenta corriente	46.615	53.462	14,7
	<i>Mercancías</i>	26.644	33.510	25,8
	<i>Servicios</i>	12.591	12.914	2,6
	— Turismo	4.531	4.834	6,7
	— Otros servicios	8.060	8.080	0,3
	<i>Rentas</i>	5.262	4.939	-6,1
	<i>Transferencias corrientes</i>	2.118	2.100	-0,9
	Cuenta de capital	1.776	1.622	-8,6
	Cuentas corriente + capital	48.391	55.084	13,8
PAGOS	Cuenta corriente	58.112	65.438	12,6
	<i>Mercancías</i>	33.762	40.920	21,2
	<i>Servicios</i>	10.203	10.280	0,8
	— Turismo	1.787	1.825	2,1
	— Otros servicios	8.416	8.455	0,5
	<i>Rentas</i>	8.444	8.723	3,3
	<i>Transferencias corrientes</i>	5.703	5.516	-3,3
	Cuenta de capital	237	183	-22,8
	Cuentas corriente + capital	58.349	65.621	12,5
SALDOS	Cuenta corriente	-11.497	-11.976	-479
	<i>Mercancías</i>	-7.118	-7.410	-292
	<i>Servicios</i>	2.388	2.634	246
	— Turismo	2.744	3.009	265
	— Otros servicios	-356	-375	-18
	<i>Rentas</i>	-3.182	-3.784	-602
	<i>Transferencias corrientes</i>	-3.585	-3.416	169
	Cuenta de capital	1.539	1.439	-99
	Cuentas corriente + capital	-9.958	-10.537	-579

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

hasta febrero, que son los que se muestran en el cuadro 6). Estas cifras muestran un superávit no financiero de 6,1 mm de euros, lo que supone una mejora de 0,2 mm de euros en comparación con el superávit acumulado hasta marzo del pasado año. Por el lado de los ingresos, las cotizaciones sociales registraron una caída del 0,9% (frente a la del 1,3% de febrero) (véase cuadro 6), como consecuencia del comportamiento todavía desfavorable de las afiliaciones a la Seguridad Social en el primer trimestre del año. Por su parte, los gastos registraron un aumento del 2,7%, debido al alza de la partida de pensiones contributivas en un 5,1%, que se vio parcialmente compensado por la reducción del gasto en el resto de transferencias corrientes.

Por lo que respecta al SPEE, los últimos datos disponibles hasta el mes de febrero apuntarían a una significativa reducción en los pagos por prestaciones de desempleo con respecto al mismo período del año 2010, en el entorno del 7%, en consonancia con la disminución en el número de beneficiarios del sistema de protección por desempleo. En este sentido, dada la evolución observada en el número de parados, la tasa de cobertura del desempleo habría caído unos cuatro puntos entre diciembre de 2010 y febrero de 2011, y algo más de siete puntos desde febrero de 2010.

4.5 *La balanza de pagos*

En los dos primeros meses de 2011 la necesidad de financiación de la economía española fue ligeramente superior a la del año anterior (véase cuadro 7). El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital mostró un déficit de casi 12 mm de euros, un 4 % superior al del mismo período de 2010, incremento que es atribuible a la ampliación de los déficits de mercancías y de rentas, que compensó la reducción del saldo negativo de transferencias corrientes y el aumento del superávit de servicios. Por su parte, el superávit por operaciones de capital disminuyó de forma moderada.

En el período enero-febrero de 2011 el déficit de la balanza comercial aumentó un 4 %, hasta 7,4 mm de euros, debido al incremento de la factura energética, que contrarrestó la mejora del saldo no energético. El superávit de la balanza de servicios ascendió a 2,6 mm de euros, un 10 % más que en los dos primeros meses de 2010, como reflejo del aumento del saldo de turismo. En sentido contrario, el saldo negativo de la balanza de rentas se elevó en enero-febrero hasta situarse en 3,8 mm de euros, frente a 3,2 mm en el mismo período de 2010. Por su parte, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se redujo un 5 %, hasta 3,4 mm de euros.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

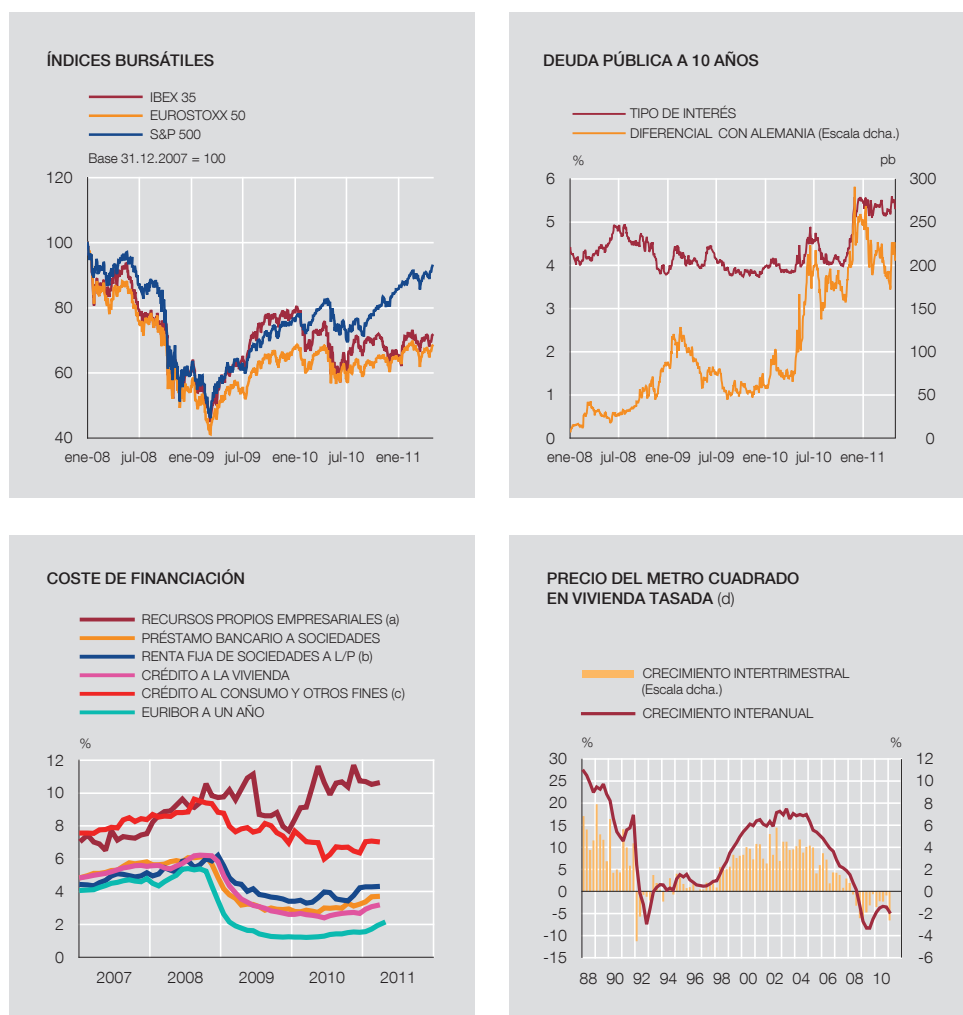
Durante el primer trimestre de 2011 España tendió a desligarse del grupo de países más severamente afectados por la crisis de la deuda soberana, desarrollo que se vio favorecido tanto por las diversas medidas tomadas por las autoridades nacionales como por los acuerdos de los jefes de Estado o de Gobierno de la UE en el ámbito de la reforma de la gobernanza económica europea. La evolución de los mercados financieros durante este período se vio condicionada también por el aumento de la incertidumbre a raíz de las crisis geopolíticas en el norte de África y Oriente Medio y, más recientemente, por el terremoto en Japón y su crisis nuclear, que se tradujeron en una caída de las cotizaciones, que reversionó posteriormente, y en un repunte de su volatilidad.

Así, en el mercado español de deuda pública, a pesar de la rebaja de un escalón, el 10 de marzo, de la calificación crediticia a largo plazo por Moody's de Aa1 a Aa2, la rentabilidad a diez años se redujo, a lo largo de los tres primeros meses de 2011, en 20 pb y su diferencial respecto al bono alemán a idéntico plazo retrocedió en unos 60 pb (hasta situarse en torno a los 190 pb). Asimismo, las primas de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados registraron una trayectoria descendente, más acusada en el caso de las entidades de crédito que en el de las empresas no financieras. Como consecuencia de este clima de recuperación de la confianza de los inversores en la economía española, mejoró el acceso de los emisores residentes a la financiación mayorista, lo que se reflejó en un aumento de la actividad en los mercados primarios de renta fija y en los de *eurepos* con contrapartida central. No obstante, durante abril se ha vuelto a producir un repunte de los tipos de interés de la deuda soberana en algunos países del área del euro que, en esta ocasión, ha afectado también a la española, situándose a finales de dicho mes la rentabilidad a diez años en torno al 5,3% y el diferencial, con respecto a la referencia alemana al mismo plazo, alrededor de los 205 pb. Por su parte, el IBEX 35 se revalorizó durante el primer trimestre un 7,3%, frente al ascenso del 4,2% del EUROSTOXX 50 y del 5,4% del S&P 500 (véase gráfico 23). En la fecha de cierre de este informe, el índice español se situaba casi un 3% por encima de los valores registrados un mes antes.

En el mercado interbancario los tipos de interés tendieron a elevarse, como consecuencia de las expectativas de subida de los tipos oficiales, que se confirmaron el 7 de abril con un aumento de 25 pb. Así, a finales de ese mes, el EURIBOR a un año se situaba en el 2,1% (más de 60 pb por encima del dato de diciembre).

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda libre siguió reduciéndose durante los tres primeros meses de 2011 y lo hizo a un ritmo más intenso que en el trimestre anterior, probablemente inducido, en alguna medida, por la eliminación parcial en enero de 2011 de las deducciones fiscales por la compra de vivienda habitual. La tasa de disminución interanual se situó en marzo en el 4,7%, frente al retroceso del 3,5% en diciembre (véase gráfico 23). La caída acumulada desde los máximos alcanzados a principios de 2008 asciende a un 15% (20% en términos reales).

La última información disponible sobre los costes de financiación bancaria del sector privado, correspondiente a marzo, muestra que, durante los primeros meses de 2011, las entidades han tendido a elevar los márgenes aplicados, lo que apunta a que ya habrían empezando a trasladar a sus clientes el encarecimiento que experimentaron en sus pasivos a lo largo del año pasado como consecuencia de las tensiones financieras en los mercados mayoristas. A ello se



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de la Vivienda y Banco de España.

- a. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- b. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
- c. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
- d. Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

unió el efecto del incremento de las rentabilidades interbancarias, que habitualmente se utilizan como referencia para los préstamos (véase recuadro 5).

Por su parte, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de abril, los criterios de concesión de créditos durante los tres primeros meses del año se endurecieron ligeramente para los hogares, mientras que se mantuvieron estables para las sociedades¹. La demanda de fondos por parte de las empresas mostró un incremento moderado, al tiempo que las peticiones de las familias disminuyeron, en particular, las destinadas a la adquisición de vivienda.

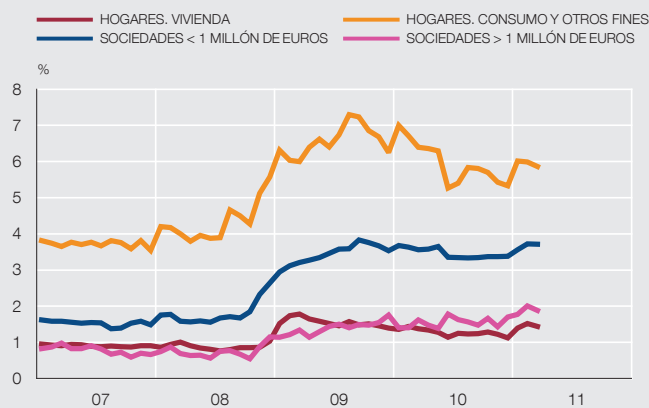
1. Para más detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2011», de Maristela Mulino, en este mismo *Boletín Económico*.

En España, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las entidades de crédito están mayoritariamente referenciados, o siguen muy de cerca, a la evolución de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios¹. No obstante, la diferencia entre el coste de las nuevas operaciones y los tipos de referencia (es decir, el margen aplicado) no es constante, sino que fluctúa en el tiempo. El gráfico 1 adjunto muestra como, desde mediados de 2008, estos márgenes tendieron a elevarse de forma generalizada, aunque con diferente intensidad en unos casos y otros. Dicho aumento respondió tanto a factores transitorios (como el retraso con el que los descensos en los tipos

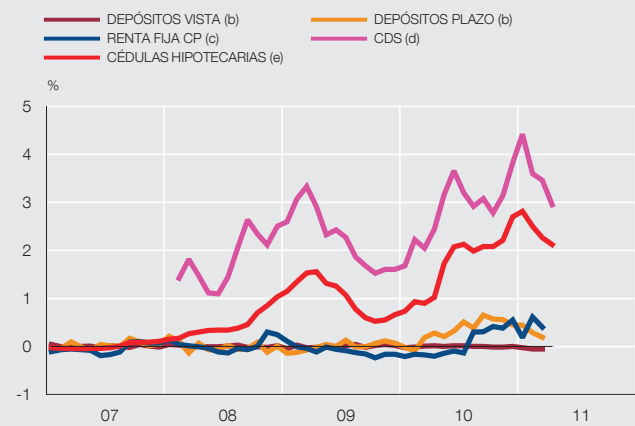
de interés de referencia se transmiten a los de las operaciones bancarias) como a una revisión de las primas requeridas, debido a la crisis económica y a la reevaluación generalizada del riesgo, ocurrida a nivel tanto nacional como internacional, después de un largo período en el que estas se habían situado en valores muy reducidos. Así, por ejemplo, en los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, tras un repunte inicial en el comienzo de 2009, el margen medio aplicado a las nuevas operaciones tendió a reducirse progresivamente en los meses posteriores, hasta alcanzar, a finales de 2010, niveles parecidos a los de antes de la crisis. Por el contrario, en los segmentos que llevan aparejada una mayor probabilidad de impago (como el crédito al consumo o la financiación a pymes, aproximada aquí por los préstamos a sociedades por importe inferior a un millón de euros), el incremento fue más acusado y más permanente.

1. Véase, por ejemplo, el artículo de F. Sáez «La relación entre los tipos de interés del crédito bancario y los del mercado interbancario», en el *Boletín Económico* del Banco de España de mayo de 1996.

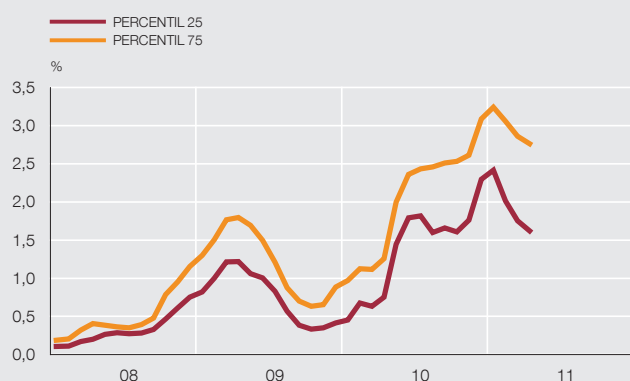
1 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO BANCARIO (a)



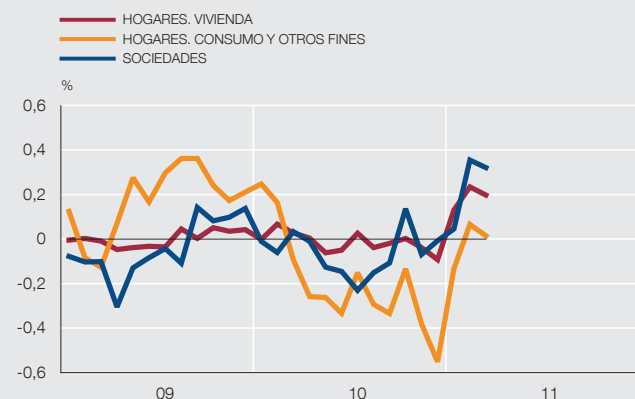
2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS DE LOS PASIVOS BANCARIOS



3 DISTRIBUCIÓN DEL DIFERENCIAL DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS POR EMISIONES INDIVIDUALES (e)



4 SORPRESAS EN LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS (b)



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

a. Calculados respecto al EURIBOR a un año en el caso del crédito para adquisición de vivienda y respecto al EURIBOR a tres meses en el resto. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines, como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.

b. Diferencia entre dato observado y dato previsto con un modelo estimado hasta diciembre de 2009. Dicho modelo incorpora como variables explicativas las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario y la tasa de paro como indicador de la evolución del ciclo.

c. Tipo de interés medio negociado en AIAF menos EURIBOR a un año.

d. Obtenido a partir de la media aritmética de los datos individuales de siete entidades para las que se dispone de información.

e. *Asset swap spread* a tres-cinco años.

BANCARIO (cont.)

En 2010, como consecuencia, principalmente, de las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro, se produjo un notable encarecimiento de la financiación de las instituciones de crédito españolas (véase gráfico 2). Prácticamente todas sus fuentes de recursos ajenos se vieron afectadas. Las primas exigidas a nuestras entidades en los mercados mayoristas de renta fija a medio y largo plazo llegaron a alcanzar, en media, niveles superiores a los 250 pb, para las operaciones con garantías hipotecarias, y los 400 pb, para las realizadas sin colateral (aproximadas por el precio de los CDS). Los aumentos fueron menores en el segmento de valores a corto plazo, pero también significativos. Como consecuencia, las entidades españolas intensificaron sus esfuerzos para captar depósitos a plazo de la clientela y el tipo de interés de estos se incrementó por encima de lo que cabría esperar de acuerdo con la evolución de las rentabilidades interbancarias. Únicamente los tipos de interés de los depósitos a la vista siguieron evolucionando en línea con su patrón histórico. Aunque las tensiones —y las correspondientes primas— tendieron a moderarse en los meses iniciales de 2011, aún permanecen elevadas. Por otra parte, como muestra el gráfico 3, existe una importante dispersión entre entidades en el coste de financiación en los mercados. Este aumento de los costes del pasivo ha introducido un nuevo elemento de presión sobre las cuentas de resultados de las entidades de crédito españolas. Según algunos ejercicios realizados, ponderando las distintas fuentes de financiación de acuerdo con su peso relativo, se estima que el incremento medio en el coste de los recursos ajenos destinados a financiar el crédito, a lo largo de 2010, habría sido de en torno a 60 pb.

El gráfico 4 muestra la diferencia entre los tipos de interés del crédito observados y los valores previstos de acuerdo con un modelo que incluye como variables explicativas tanto las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios como el ciclo económico, pero no el encarecimiento del pasivo de las entidades por las tensiones en

los mercados financieros. Como puede verse, hasta finales de 2010 no se aprecia que estas trasladaran dicho encarecimiento al coste de sus operaciones crediticias con hogares y sociedades, ya que la evolución observada se ajustó en gran medida al comportamiento de los determinantes incluidos en la ecuación, aunque en los préstamos a hogares para consumo y otros fines las diferencias fueron mayores, como consecuencia del comportamiento más volátil de este segmento y el consiguiente peor ajuste del modelo.

Sin embargo, la persistencia de las tensiones y el consecuente impacto sobre las cuentas de resultados habrían llevado a un cambio en los primeros meses de 2011. Como puede verse en el gráfico 4, entre diciembre de 2010 y marzo del año en curso, los tipos de interés del crédito a sociedades no financieras y a hogares para adquisición de vivienda registraron un incremento (no explicado por los determinantes distintos del coste de la financiación) de unos 30 pb. En el caso de las operaciones de financiación para consumo y otros fines, se observa también un aumento notable, aunque partiendo de niveles negativos.

Esta evidencia apunta a que en el primer trimestre del año las entidades de crédito españolas habrían comenzado a trasladar a sus operaciones de activo sus mayores costes de financiación, haciéndolo de una forma significativa, pero todavía incompleta. No cabe descartar, por tanto, incrementos adicionales en los próximos meses, si bien la evolución futura dependerá del comportamiento de las tensiones en los mercados financieros, de la competencia en la captación de depósitos y de la capacidad de los prestamistas para trasladar esos mayores costes al crédito. Las divergencias existentes dentro del sector en el grado de acceso a los mercados, por otra parte, hacen que su necesidad de repercutir dichos costes en el activo sea distinta. Esto podría limitar, por un lado, el grado de traslación en un entorno de competencia y, por otro, implicaría una mayor presión sobre la cuenta de resultados de algunas instituciones.

Los datos más recientes sobre la financiación del sector privado, correspondientes a febrero, evidencian un menor dinamismo en el crédito a las familias, que pasó a avanzar a una tasa ligeramente negativa, al tiempo que el ritmo de expansión de la deuda de las sociedades sigue situándose en valores reducidos, si bien se aprecian algunas diferencias importantes por instrumentos (véase gráfico 4). Así, en los préstamos procedentes de las entidades residentes se intensificó algo el ritmo de contracción, mientras que para el resto de los recursos ajenos se continuó observando un comportamiento más expansivo. La información provisional del mes de marzo apunta a una continuación de estas tendencias.

La estabilidad de los pasivos de las familias, durante los tres últimos meses de 2010, junto con el estancamiento de los ingresos observados, se tradujo en un mantenimiento de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de este sector, de modo que permanece en niveles elevados. Sin embargo, la carga financiera siguió reduciéndose, gracias a los menores pagos por intereses, que recogen con un cierto retraso los cambios en el coste del crédito de las operaciones nuevas y en las rentabilidades interbancarias. La tasa de ahorro

bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda también continuaron descendiendo. Por su parte, la riqueza neta de los hogares se redujo ligeramente, como resultado del moderado avance del valor de sus tenencias de instrumentos financieros y de la reducción del de los activos inmobiliarios. Los datos de avance disponibles apuntan a una continuación de las tendencias anteriores durante los primeros meses de 2011.

En el caso de las sociedades, la ratio de endeudamiento registró una ligera disminución durante el cuarto trimestre de 2010, por lo que se mantiene en niveles elevados. En cambio, la de carga financiera empezó a repuntar levemente, en línea con el ascenso del coste de los fondos durante los últimos meses. Estas mismas pautas se habrían prolongado durante los primeros meses de 2011. Los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) correspondientes al cuarto trimestre del pasado ejercicio revelan una cierta recuperación de las rentas empresariales en 2010 en comparación con 2009. No obstante, el dinamismo de los resultados fue perdiendo intensidad a medida que transcurría el año.

El volumen de créditos dudosos ha continuado creciendo durante los primeros meses de 2011. Como consecuencia de ello y de la estabilidad de la deuda, la ratio de dudosos ha seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios distintos de las entidades de crédito), dicho indicador se situó, en febrero, en el 6,2 %, 0,4 pp por encima del dato de diciembre de 2010.

En el caso de las AAPP, el crecimiento interanual de la deuda repuntó durante los primeros meses de 2011, concentrándose las emisiones netas en instrumentos a largo plazo. La rápida expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad en el crecimiento del PIB, se tradujo en nuevos incrementos en la ratio de endeudamiento.

La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al cierre de 2010, recoge una nueva disminución de las necesidades de financiación de la nación, que supusieron el 3,9 % del PIB en términos acumulados de doce meses (0,5 pp por debajo del nivel de septiembre; véase cuadro 8). Esta evolución resultó de un ascenso de la capacidad de financiación de las familias y las empresas no financieras, que fue parcialmente compensado por el aumento del déficit de las AAPP y por la ligera disminución del ahorro de las instituciones financieras. Por instrumentos, la financiación exterior se cubrió en parte mediante entradas de capital (en especial, de las materializadas en valores emitidos por las AAPP, que compensaron la contracción neta de las tenencias de no residentes de títulos emitidos por el resto de emisores nacionales) y también a través de la reducción de los activos exteriores de los sectores residentes (en particular, de los inversores institucionales). La información disponible de la Balanza de Pagos apunta a una prolongación de estas mismas pautas durante los meses de enero y febrero.

En resumen, durante el primer trimestre de 2011, España se distanció del grupo de países más duramente afectados por la crisis de la deuda soberana en el área del euro, lo que permitió una cierta relajación de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas. No obstante, las primas de riesgo se mantuvieron todavía en niveles elevados desde una perspectiva histórica y estuvieron sujetas a nuevos vaivenes ligados a los cambios de percepción del mercado sobre los distintos acontecimientos que pueden condicionar la evolución de la crisis de deuda soberana en los diversos países. Por su parte, el repunte de los tipos de interés en los mercados monetarios y el ascenso de los diferenciales que

Porcentaje del PIB	2005	2006	2007	2008	2009				
					2010				
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	-6,5	-8,4	-9,6	-9,2	-5,1	-4,4	-4,5	-4,4	-3,9
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-8,4	-11,1	-13,4	-6,8	4,6	5,3	4,3	3,6	4,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-7,1	-9,5	-11,5	-7,1	-1,3	0,5	0,8	0,8	1,3
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-1,3	-1,7	-1,9	0,2	5,9	4,8	3,5	2,8	3,1
Instituciones financieras	0,9	0,7	1,9	1,8	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0
Administraciones Públicas	1,0	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-11,0	-10,0	-9,1	-9,2
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-11,4	-17,8	-15,9	-11,9	-1,3	0,7	0,9	-0,8	-0,8

FUENTE: Banco de España.

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

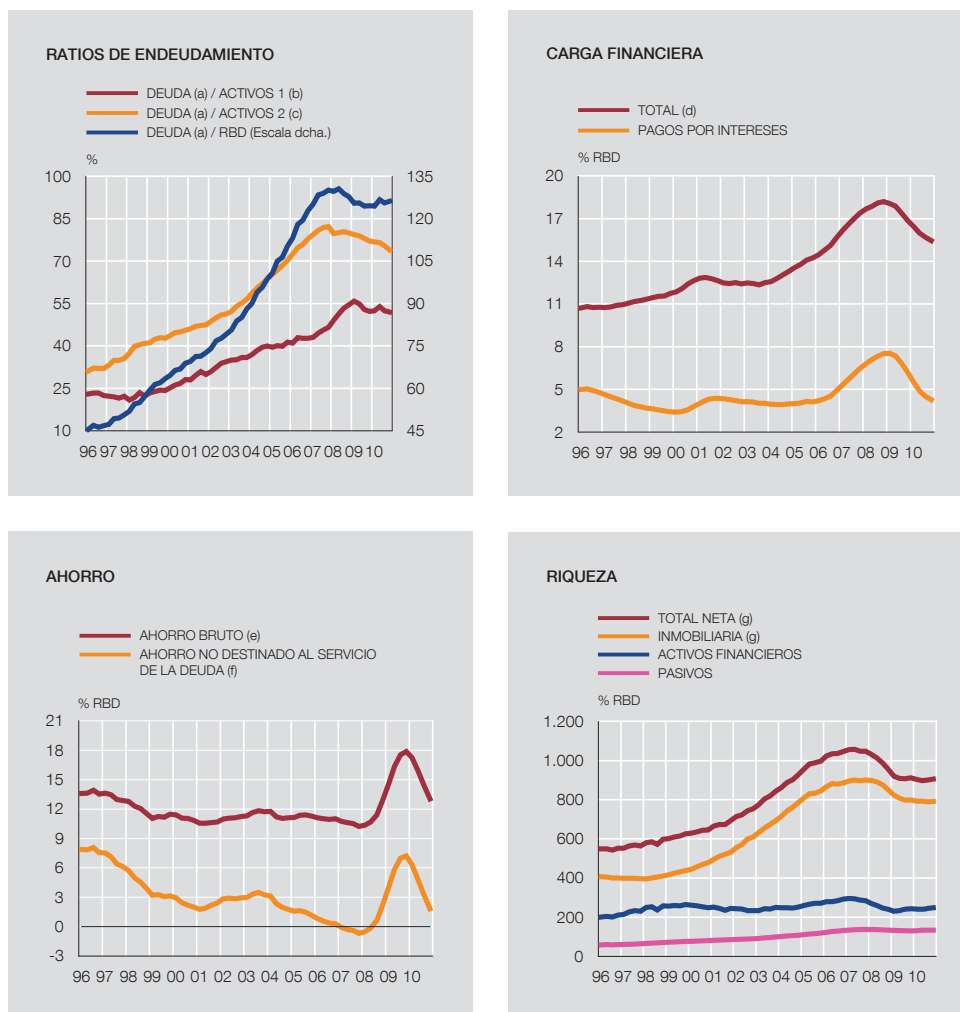
aplican las entidades de crédito a familias y empresas se está traduciendo en un aumento de los costes de financiación del sector privado. Esta evolución, junto con el necesario desapalancamiento de estos agentes, está limitando el avance del crédito bancario, que tendió a contraerse ligeramente durante los primeros meses de este año.

5.2 El sector hogares

Entre diciembre de 2010 y marzo de 2011, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a los hogares aumentaron 49 pb y 70 pb en los préstamos para la adquisición de vivienda y en los destinados a consumo y otros fines, respectivamente (véase gráfico 23). Además, de acuerdo con la EPB de abril, los criterios de concesión de créditos a lo largo de los tres primeros meses del año se endurecieron ligeramente, mientras que la demanda de fondos por parte de las familias disminuyó, en particular, la de los créditos para compra de inmuebles.

En este contexto, el ritmo de crecimiento de la deuda de los hogares se situó, en febrero, en un nivel ligeramente negativo en términos interanuales (-0,5%), frente a un 0,2% en diciembre. Esta evolución resultó fundamentalmente de la pérdida de vigor de los préstamos para adquisición de vivienda (-0,4%), que se vieron afectados por un efecto de anticipación a 2010 de la decisión de compra de inmuebles tras la desaparición de la desgravación fiscal, desde principios de 2011, para las rentas medias y altas. Por su parte, el crédito al consumo y otros fines también se contrajo (un 0,8%, en términos interanuales). Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas alcanzaron, a su vez, cifras negativas en ambos casos.

Como resultado de la estabilidad relativa de los pasivos de este sector y del estancamiento de sus ingresos, durante el cuarto trimestre del pasado año la ratio de endeudamiento sobre la RBD apenas varió, situándose en el 126% (véase gráfico 24). Sin embargo, debido a los menores pagos por intereses, que recogen con retraso la evolución de las operaciones nuevas y de las rentabilidades interbancarias, la carga financiera siguió reduciéndose, hasta aproximarse al 15% de la RBD. La tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda también continuaron descendiendo. Por su parte, la riqueza neta de los hogares se redujo ligeramente, como resultado del moderado avance del valor de los instrumentos financieros y del descenso del componente ligado a los activos inmobiliarios.



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

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

De acuerdo con la información de las Cuentas Financieras, correspondiente al cuarto trimestre de 2010, la capacidad de financiación del sector aumentó en 0,3 pp, alcanzando el 3,1 % del PIB. En este contexto, la inversión en activos financieros se recuperó ligeramente respecto de los tres meses anteriores, hasta el 4,4 % del PIB, en términos acumulados anuales, con un mantenimiento de las tendencias por instrumentos de períodos precedentes (véase cuadro 9). Más concretamente, siguieron creciendo a buen ritmo los depósitos a plazo y, en menor medida, las reservas técnicas de seguros, mientras que continuó descendiendo el ahorro materializado en acciones y, de forma más acusada, en participaciones de fondos de inversión y medios de pago (efectivo, depósitos a la vista y de ahorro), rúbricas en las que la inversión neta fue negativa, lo que refleja el desplazamiento hacia depósitos a plazo en un contexto de elevación de las rentabilidades ofrecidas por estos.

Los datos más recientes de la ratio de morosidad de los hogares, correspondientes al último trimestre de 2010, muestran una nueva reducción (3,2 % en diciembre, frente a 3,4 %

Porcentaje del PIB	2007	2008	2009	2010		
				II TR	III TR	IV TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	7,2	2,4	4,5	4,4	4,1	4,4
Medios de pago	-1,1	-0,4	4,2	1,8	0,6	-0,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	7,5	6,8	-1,1	0,6	2,0	3,5
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	-0,3	1,2	1,4	1,0	0,6
Fondos de inversión	-1,1	-3,4	0,0	-0,4	-1,2	-1,7
Reservas técnicas de seguros	0,9	0,2	0,9	0,6	0,6	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,2	-0,2	0,6	0,3	0,2	0,3
<i>De jubilación</i>	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Resto	0,3	-0,5	-0,6	0,4	1,0	1,4
Operaciones financieras (pasivos)	9,1	2,2	-1,4	0,9	1,3	1,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,4	3,4	-0,5	0,6	0,0	0,0
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	7,1	2,7	0,1	0,7	0,5	0,5
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,1	0,8	-0,4	0,1	-0,4	-0,3
Resto	-0,3	-1,2	-0,9	0,3	1,3	1,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	13,4	1,8	-8,1	-1,9	5,0	7,1
Medios de pago	-0,4	-1,1	-0,3	1,0	0,2	-0,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,0	2,3	-0,6	-0,7	0,0	1,5
Acciones y otras participaciones	8,1	3,0	-0,5	0,2	2,0	2,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	6,6	3,1	0,1	0,6	1,9	2,3
Crédito comercial e interempresas	2,1	-3,0	-6,9	-1,9	2,3	3,0
Resto	1,5	0,7	0,1	-0,5	0,6	0,0
Operaciones financieras (pasivos)	24,9	8,9	-6,8	-2,7	4,2	5,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,8	5,5	-3,0	-2,6	-1,3	-0,9
Préstamos exteriores	2,8	3,0	-0,1	-1,6	-0,6	0,8
Valores de renta fija (d)	0,5	0,3	1,3	1,7	1,3	0,7
Acciones y otras participaciones	5,3	2,3	1,6	1,5	1,6	1,7
Crédito comercial e interempresas	3,3	-3,3	-7,0	-1,9	2,4	3,3
Resto	-0,9	1,1	0,2	0,1	0,8	0,2
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	15,5	6,4	-1,0	-0,5	0,1	0,7
Hogares e ISFLSH	12,5	4,4	-0,3	0,9	0,1	0,2
Sociedades no financieras	17,7	7,9	-1,5	-1,5	0,1	1,0

FUENTE: Banco de España.

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

en septiembre) como consecuencia del descenso tanto en el crédito para la compra de vivienda (2,44 %, frente al 2,62 %) como en el destinado al consumo y otros fines (6,56 %, frente al 6,89 %).

5.3 El sector de sociedades no financieras

En los primeros meses de 2011, los costes de financiación de sociedades tendieron a elevarse en la mayoría de instrumentos. Así, entre diciembre de 2010 y marzo de este año, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias de importe inferior al millón de euros subió 50 pb, y 33 pb para los créditos de cuantía superior (véase gráfico 23). El coste de las emisio-

nes de valores también aumentó en los instrumentos de renta fija a corto plazo (24 pb) y en los de largo plazo (8 pb), mientras que en los de renta variable descendió (15 pb). No obstante, de acuerdo con la EPB de abril, los criterios de concesión de créditos a las empresas se mantuvieron estables, al tiempo que la demanda de fondos mostró un ligero incremento.

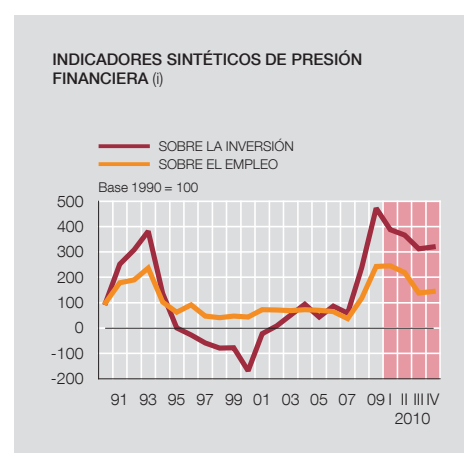
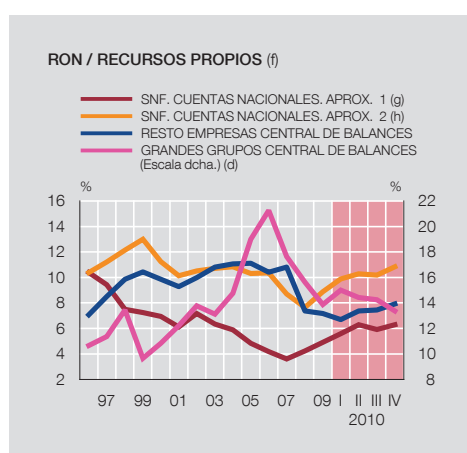
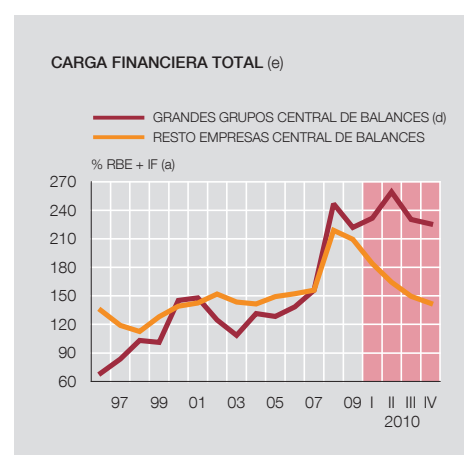
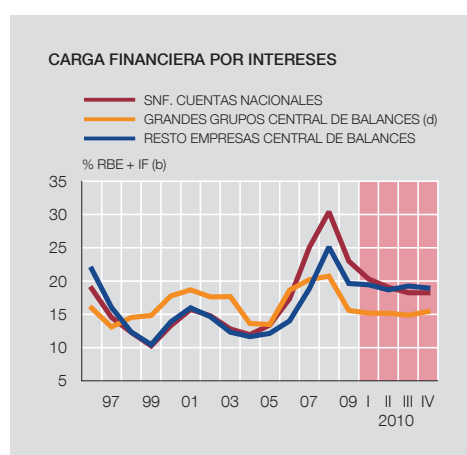
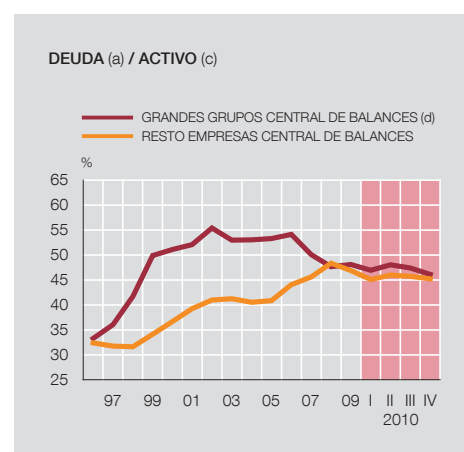
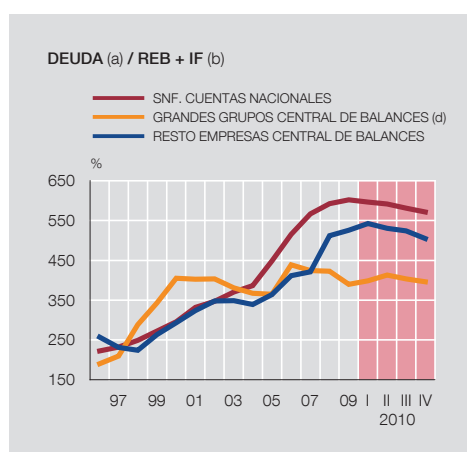
La tasa de crecimiento de los recursos ajenos de las sociedades sigue situándose en valores reducidos (1,1 % en febrero), si bien se aprecian algunas diferencias importantes por instrumentos. Así, en los préstamos procedentes de las entidades residentes se intensificó algo el ritmo de contracción, tanto en términos interanuales (1,4 %, frente al retroceso del 1 % en diciembre), como, en mayor medida, intertrimestrales (2,4 %, anualizado y corregido de efectos estacionales, frente al 1,5 % dos meses antes). Por el contrario, en el resto de la financiación (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión) se continuó observando un comportamiento más expansivo.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cuarto trimestre de 2010, refleja que el retroceso interanual de estos pasivos se había intensificado en la construcción y los servicios inmobiliarios (12 % y 2 %, respectivamente), mientras que se moderaba en la agricultura y se registraban crecimientos positivos en la industria y, en mayor medida, en los servicios no inmobiliarios (4,6 %, frente al 3,5 % de septiembre).

De acuerdo con los datos más recientes de las Cuentas Financieras, correspondientes a diciembre de 2010, el saldo de las operaciones financieras netas del sector empresarial (en términos acumulados de cuatro trimestres) volvió a presentar un signo acreedor, y alcanzó un importe equivalente al 1,3 % del PIB (0,5 pp más que en septiembre). Sin embargo, la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, continuó presentando un saldo negativo (-0,8%), como consecuencia del aumento de la inversión de las empresas españolas en renta variable en el extranjero.

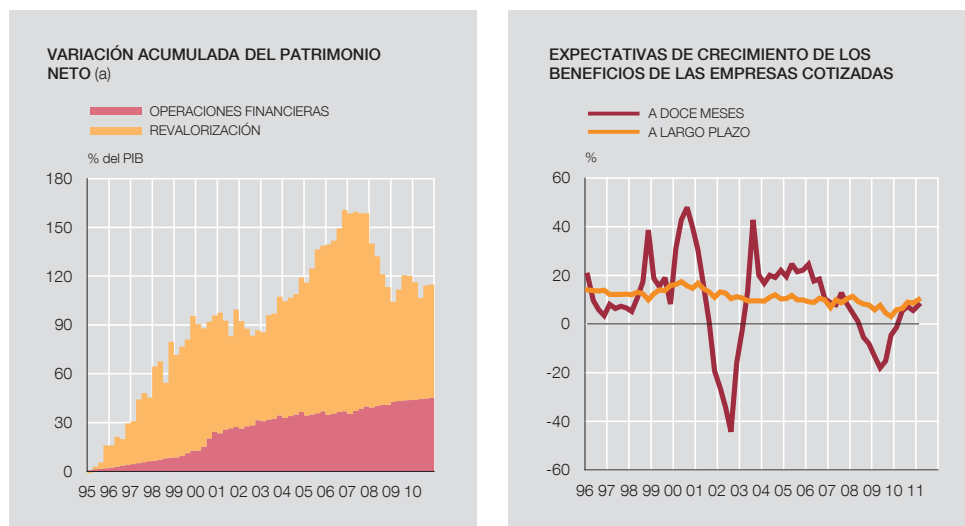
La ratio de endeudamiento registró una ligera disminución durante el cuarto trimestre de 2010, situándose en el 570 % de la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros (véase gráfico 25). Se mantiene, por tanto, en niveles elevados tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con otras economías. Por el contrario, la ratio de carga financiera empezó a repuntar levemente, como reflejo del ascenso del coste de los fondos durante los últimos meses. Los últimos datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, correspondientes al mismo período, revelan una cierta recuperación de las rentas empresariales. En particular, el resultado ordinario neto de estas sociedades creció un 6,5 % en 2010, lo que contrasta con la disminución del 7,6 % en 2009, aunque el perfil de mejoría tendió a perder fuerza a medida que avanzó el ejercicio. Este desarrollo, unido al mantenimiento de los niveles de deuda, permitió que las ratios de endeudamiento y de carga financiera se redujeran ligeramente para estas compañías. Sin embargo, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo se mantuvieron en los mismos valores de tres meses antes. Por su parte, los analistas han revisado al alza sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas a corto plazo y, en menor medida, las correspondientes a horizontes más largos (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó elevándose durante los últimos meses de 2010, alcanzando en diciembre el 8,1 %, 0,8 pp más que en el tercer trimestre de 2010. Este incremento se explica por el comportamiento del crédito a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio pasó del 11,4 % al 13,5 %, ya



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- d. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- e. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- f. El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- g. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- h. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- i. Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

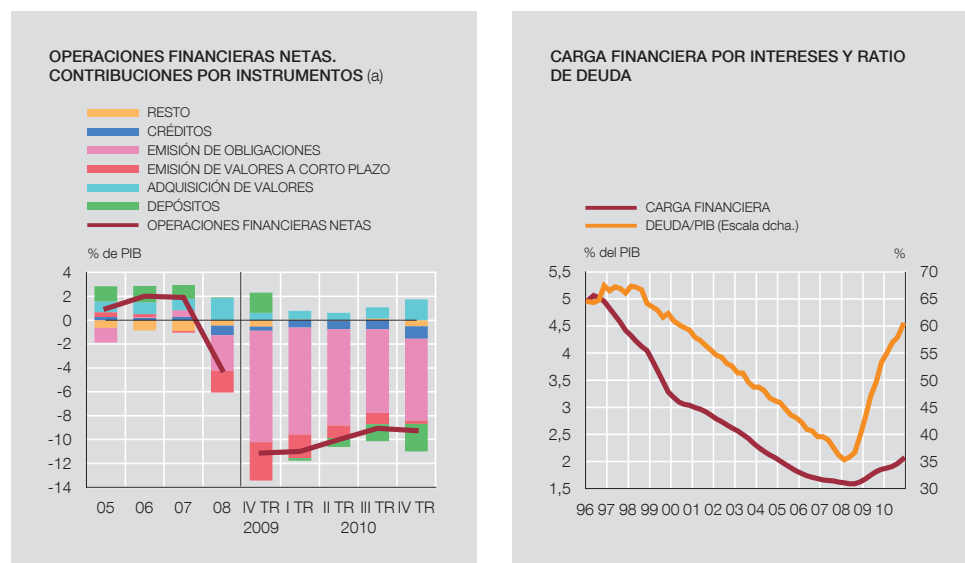


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Datos acumulados de cuatro trimestres



FUENTE: Banco de España.

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

que en el resto de ramas se produjo, por primera vez desde diciembre de 2007, un descenso, de una décima, hasta situarse en el 3,9%.

5.4 Las Administraciones Públicas

En el cuarto trimestre de 2010, según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP aumentaron ligeramente en términos acumulados anuales, por lo que continúan en valores elevados (9,2% del PIB; véase cuadro 8).

Una vez más, la principal vía de financiación de este déficit fue la emisión de valores de renta fija, canal por el que se obtuvieron fondos equivalentes al 7,1% del PIB en términos acumulados

Porcentaje del PIB	2007	2008	2009	2010		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,6	-9,2	-5,1	-4,5	-4,4	-3,9
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	14,1	0,7	-0,2	-1,7	-2,8	-3,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,4	-1,3	-3,2	-1,4	-2,3	-1,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	4,2	-0,5	-1,7	-1,1	-1,8	-1,3
Valores distintos de acciones	1,6	1,3	0,0	-3,9	-5,8	-7,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,8	1,6	1,2	-2,0	-2,7	-3,0
<i>Inversores institucionales</i>	0,0	-1,3	-0,5	-1,4	-2,4	-3,3
Acciones y otras participaciones	8,8	1,9	1,5	1,7	2,7	2,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	6,6	3,1	0,1	0,6	1,9	2,3
<i>Inversores institucionales</i>	-1,1	-1,6	0,3	1,0	1,0	0,8
Préstamos	1,2	0,8	0,2	-0,5	0,0	0,4
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	23,7	9,9	4,9	2,8	1,6	0,6
Depósitos	6,7	8,0	-0,5	1,6	-0,2	-0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,7	6,2	0,7	-4,7	-2,9	-7,3
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	1,8	5,7
<i>Interbancario BE (posición intrasistema)</i>	-0,3	1,9	-0,8	6,0	0,5	0,2
Valores distintos de acciones	8,1	-2,7	3,8	0,6	0,6	-1,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,3	1,1	5,4	4,2	3,4	2,0
<i>Entidades de crédito</i>	3,6	-1,9	1,1	-0,4	-0,6	-1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,8	-1,9	-2,6	-3,2	-2,2	-2,4
Acciones y otras participaciones	4,6	3,2	1,1	1,3	0,8	0,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,7	2,4	0,3	0,9	1,0	1,1
Préstamos	3,1	2,9	0,3	-1,1	-0,2	1,2
Otros neto (c)	0,2	0,4	-1,1	-2,0	-2,1	-1,9
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	9,5	4,7	0,7	-0,5	1,2	1,6
Inversión directa del exterior en España	4,5	4,8	0,6	0,0	0,5	1,5

FUENTE: Banco de España.

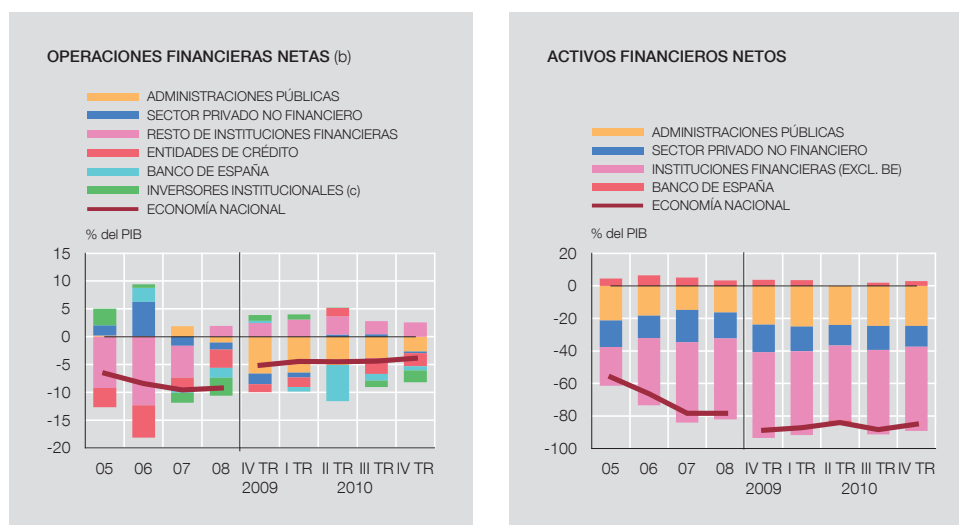
a. Excluidas operaciones temporales.

b. Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activo que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

de cuatro trimestres (véase gráfico 27), lo que supone 0,8 pp menos que tres meses antes. La mayor parte de las colocaciones se produjo con títulos a largo plazo (6,9%), frente a un reducido volumen de los de corto plazo (0,2%). Los créditos, al igual que el período anterior, también aportaron otro 1% del PIB, mientras que, por el lado del activo, crecieron las adquisiciones netas de valores (1,7% del PIB, 0,8 pp más que en septiembre) y se redujeron los depósitos (2,3% del PIB, 0,9 pp más que en el tercer trimestre).

La rápida expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad en el crecimiento del PIB, se tradujo en nuevos incrementos en la ratio de endeudamiento, hasta situarse en el



FUENTE: Banco de España.

a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.

b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.

c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

60,1 % del PIB en diciembre, más de 2 pp por encima del dato de septiembre. Por su parte, la carga financiera asociada a estos pasivos siguió situada en niveles relativamente reducidos (2 % del PIB), ya que el ascenso de los tipos de interés negociados en los mercados apenas afectó al coste medio de financiación, dado el retraso con el que los cambios en las condiciones de financiación se incorporan en este indicador.

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el cuarto trimestre de 2010 continuaron reduciéndose las necesidades de financiación de la nación, hasta situarse en el 3,9 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,5 pp por debajo del nivel de septiembre y 1,3 pp menos que al cierre de 2009 (véase cuadro 8). En línea con las menores necesidades de financiación y con las mayores dificultades para la captación de recursos que se derivaron de las tensiones en los mercados, los fondos recibidos del exterior descendieron durante los últimos tres meses del año pasado, limitándose a una cifra equivalente al 0,3 % del PIB (un 0,6 % en términos acumulados de doce meses, frente al 1,6 % observado en septiembre; véase cuadro 10). Por instrumentos, el grueso de las entradas de capital se materializó en valores emitidos por las AAPP (0,7 % del PIB y 2 % en términos anuales), lo que compensó la contracción neta de las tenencias de títulos emitidos por el resto de emisores nacionales en manos de los no residentes. Asimismo, aumentó la captación de recursos de las entidades de crédito en el interbancario, con una recomposición hacia la financiación con garantías instrumentada a través de cámaras de contrapartida central. No obstante, los préstamos concedidos por este sector al resto del mundo aumentaron en mayor medida, por lo que se redujo la posición interbancaria neta deudora de estas instituciones financieras. Por su parte, la inversión directa del exterior en España se elevó en 1 pp hasta el 1,5 % del PIB, en términos anuales.

El resto de las necesidades de financiación se cubrió mediante la reducción de la cartera de activos exteriores en poder de los sectores residentes, por un importe equivalente al 0,4 % del PIB (3,3 % en términos anuales). La contracción de las tenencias de activos se concentró en los valores distintos de acciones y fue realizada especialmente por parte de los inversores

institucionales y, en menor medida, por las entidades de crédito, en un contexto de mayor preferencia por los instrumentos emitidos por agentes nacionales. Las adquisiciones netas de acciones fueron prácticamente nulas, a pesar de lo cual la inversión directa de España en el exterior fue ligeramente positiva, elevándose hasta el 1,6% en términos anuales.

A pesar del signo neto negativo que presentaron las operaciones financieras de la nación, la evolución de los precios (revalorización de los activos y caídas en los pasivos) hizo que el saldo de los pasivos netos frente al resto del mundo se redujera en algo más de 3 pp en comparación con el registro de septiembre, hasta el 85% del PIB en diciembre de 2010 (véase gráfico 28). El desglose por sectores muestra un descenso (de 2 pp del PIB) del saldo deudor frente a los no residentes del sector privado y, en menor medida, del de las instituciones financieras (excluido el Banco de España), un mantenimiento de los pasivos netos de las AAPP y un aumento de la posición acreedora frente al exterior del Banco de España.

29.4.2011.