

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

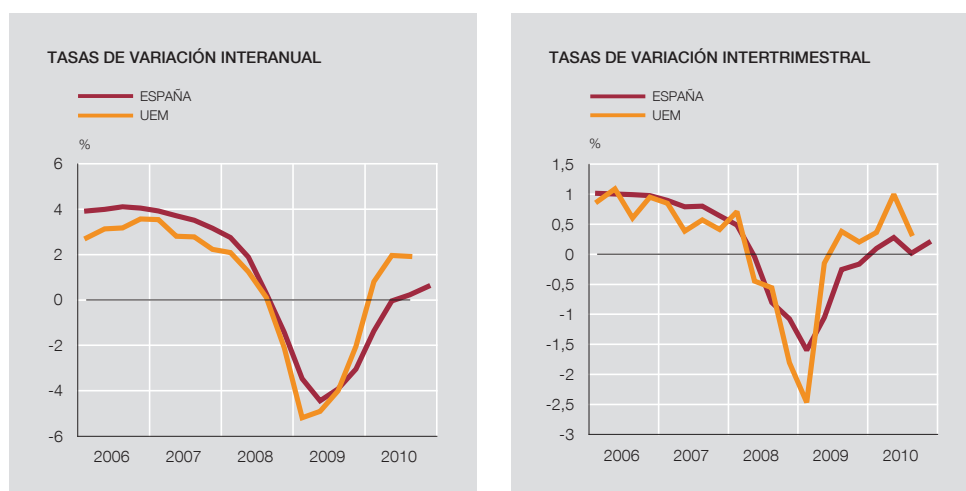
1 Rasgos básicos

A lo largo de 2010, la economía española inició una senda de suave recuperación, sometida a algunas oscilaciones como consecuencia del efecto que algunas medidas de naturaleza transitoria tuvieron sobre el perfil del gasto interno. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible señalan que en el último trimestre habría continuado la recuperación, con un aumento intertrimestral del PIB del 0,2 %, que supone un aumento del 0,6 % en su tasa interanual (gráfico 1). Por el lado del gasto, la demanda nacional retrocedió levemente (un 0,7 % en tasa interanual), mientras que la aportación de la demanda exterior neta al PIB se incrementó en tres décimas, hasta situarse en 1,3 puntos porcentuales (pp).

A pesar de este perfil de mejora gradual, el PIB descendió un 0,1 % en el conjunto de 2010, por el efecto del significativo retroceso del producto en 2009 (3,7 %). Con todo, el débil avance de la actividad a lo largo del año pasado contrasta con registros más elevados en otros países de la zona del euro, lo que pone de manifiesto el mayor alcance de la crisis en nuestro país y el impacto que el necesario proceso de ajuste está teniendo sobre las tasas de crecimiento a corto plazo. La caída de la producción en 2010 fue consecuencia del descenso de la demanda nacional (-1,2 %), aunque esta fue muy inferior a la que se observó en 2009 (-6 %), por el comportamiento más favorable tanto del consumo de los hogares como de la inversión empresarial, que registraron tasas positivas de crecimiento en el promedio del ejercicio. En cambio, los componentes públicos de la demanda interna retrocedieron como consecuencia de las medidas de consolidación presupuestaria, mientras que la inversión residencial suavizó su tasa de descenso. Por su parte, la demanda exterior neta mitigó el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, por tercer año consecutivo, con una contribución positiva de 1 pp, inferior a la del año precedente (de 2,7 pp), apoyada en la fortaleza de las exportaciones.

Por el lado de la oferta, las actividades de servicios mostraron un tono más sostenido, a lo que se sumó el leve repunte de las manufacturas en los meses finales, mientras que el valor añadido de la construcción intensificó su contracción, por el comportamiento más desfavorable del segmento de construcción no residencial. En conjunto, el tímido avance de la producción no fue suficiente para generar empleo neto, que continuó contrayéndose por décimo trimestre consecutivo, con un retroceso del 2,3 %, lastrado por la desfavorable evolución de esta última rama productiva, pero también por las dificultades para generar puestos de trabajo del resto de actividades. La oferta laboral experimentó cierto repunte a lo largo de 2010, lo que también contribuyó al incremento de la tasa de paro, hasta el 20,3 % en el cuarto trimestre, según la EPA. En este entorno de debilidad del mercado de trabajo, el incremento de los costes laborales se ajustó a la baja en 2010, de acuerdo con una pauta de moderación que se intensificó en el segundo semestre, tras el recorte en los salarios públicos. Por último, la inflación se aceleró a lo largo del ejercicio, hasta alcanzar en diciembre una tasa de variación del 3 %, que sitúa el avance promedio del IPC en el 1,8 % (frente a un descenso del 0,3 % en 2009) (gráfico 3). Ello se debió al encarecimiento de los precios del petróleo en el tramo final del año y al efecto de las subidas impositivas que se enmarcan dentro del conjunto de medidas de consolidación fiscal adoptadas. En estas circunstancias, el incremento del IPSEBENE fue algo menor, del 1,6 % en la tasa interanual de diciembre, mientras que el diferencial de inflación con la UEM se amplió hasta situarse en 0,7 pp en ese mismo mes. Por su parte, según el indicador adelantado del IPC, el incremento de los precios de consumo se habría situado en el 3,3 % en enero.

En el panorama económico internacional, las tensiones en los mercados de deuda pública europeos se agravaron durante los últimos meses de 2010 y las primeras semanas de 2011.



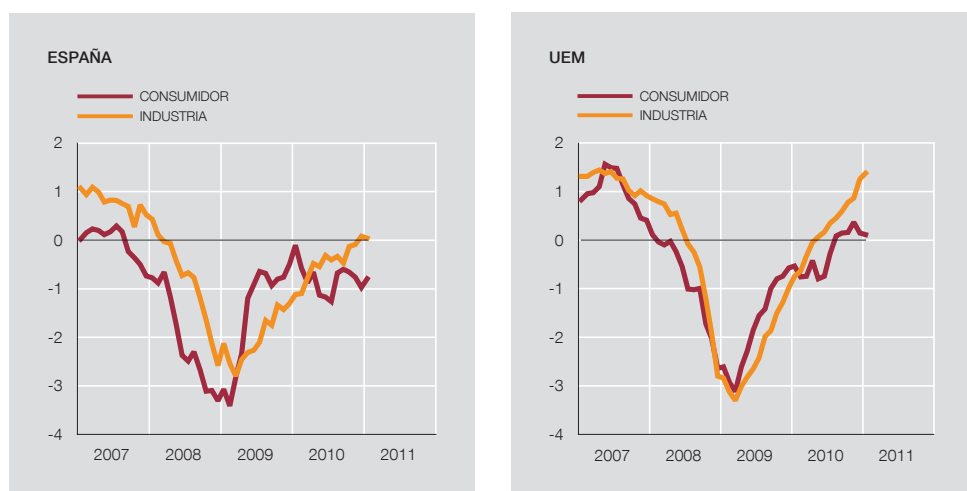
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

El epicentro de este episodio se localizó en Irlanda, ante la creciente preocupación sobre las implicaciones para las finanzas públicas irlandesas de la situación de extrema debilidad de su sistema financiero. Pero sus efectos se propagaron rápidamente hacia otros países de la zona del euro e interfirieron en el comportamiento de los mercados financieros del área, donde se observó una ampliación de los diferenciales soberanos, una elevada volatilidad en los mercados de valores y una nueva depreciación del tipo de cambio del euro, que se ha revertido parcialmente en las últimas semanas. La concesión, a finales de noviembre, por las autoridades europeas, en conjunción con el FMI, de la asistencia financiera solicitada por el Gobierno irlandés (véase recuadro 2) no logró disipar la incertidumbre, de manera que las tensiones han continuado, si bien en las últimas semanas se ha producido un cierto alivio. La repercusión de estas tensiones sobre los mercados financieros del resto del mundo fue, sin embargo, limitada, en contraste con el episodio de la primavera pasada.

Por otra parte, la trayectoria ascendente en los precios de las materias primas se intensificó en el último tramo de 2010 y en las primeras semanas de 2011, de modo que el precio del petróleo alcanzaba a finales de enero el máximo de los dos últimos años (100 dólares por barril), al igual que ocurría con los precios de los metales y de los alimentos. En estas circunstancias, en el transcurso de los últimos trimestres se han producido un incremento relativamente generalizado de la inflación a escala mundial y un deterioro de las perspectivas sobre la evolución futura de los precios en aquellos países que se encuentran en un momento cíclico más avanzado.

La actividad económica mundial siguió su recuperación, liderada por la fortaleza de los países emergentes. Aunque también mejoró la situación económica de los países desarrollados, persisten dudas sobre la fortaleza a medio plazo de la recuperación en numerosas economías. Por su parte, en la zona del euro la reactivación prosiguió a un ritmo moderado y desigual, tanto por componentes —pues continuó basada en las exportaciones— como por países —donde destaca el empuje de la economía alemana frente a la atonía de los países más afectados por la crisis de la deuda soberana—. La inflación repuntó significativamente en la parte final de 2010, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,2% en diciembre, fruto del ascenso de los precios de los alimentos y de la energía, por lo que el IPSEBENE se mantuvo estable, en tasas próximas al 1%. Cabe prever que los elementos de carácter transitorio que comporta el repunte de la inflación en



FUENTE: Comisión Europea.

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

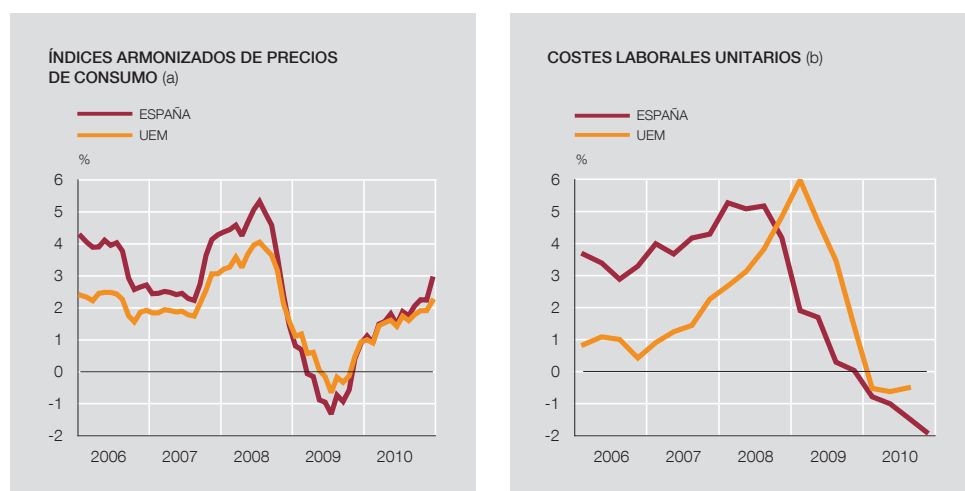
los últimos meses no se traduzcan en presiones inflacionistas subyacentes, dadas la elevada holgura que todavía existe en la economía y la moderación de los incrementos salariales.

La ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política económica propició que el BCE mantuviera el tono acomodaticio de su política monetaria: los tipos de interés oficiales siguieron en niveles reducidos y las medidas no convencionales de apoyo al crédito continuaron operativas. Por otra parte, el aumento de las tensiones en los mercados de deuda hizo que se intensificaran las compras de deuda pública en los mercados secundarios, a través del Programa para el Mercado de Valores.

Por lo que respecta a la mejora de la gobernanza, el Consejo Europeo del 16 y 17 de diciembre acordó los principios generales del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad, el instrumento de carácter permanente para la gestión de crisis que entrará en vigor a partir de 2013. Su funcionamiento será similar a la actual Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, a la que sustituirá, y su objetivo final será salvaguardar la estabilidad financiera del área del euro, concediendo asistencia a los países del área que tengan dificultades para financiarse en el mercado, sujeto a una condicionalidad estricta, tal y como quedó establecido en la reforma del artículo 136 del Tratado aprobada en ese mismo Consejo (véase el artículo sobre la reforma de la gobernanza que se incluye en este *Boletín Económico*).

En España, la inestabilidad financiera se manifestó en acusadas caídas de las cotizaciones bursátiles en el último trimestre de 2010 (que elevaron las pérdidas del IBEX 35 en el conjunto de 2010 hasta el 17,4%), en repuntes en las primas de riesgo de la deuda pública (que elevaron el diferencial con la deuda pública alemana hasta los 250 pb en algunos momentos) y en incrementos en las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado, especialmente de las empresas financieras. En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda atenuó su ritmo de descenso, registrando una caída en su tasa interanual del 3,5% en el cuarto trimestre de 2010 (-6,3% un año antes). Ello sitúa la corrección acumulada, desde el máximo alcanzado en marzo de 2008, en el 13% en términos nominales.

En las últimas semanas han remitido parcialmente algunas de estas tensiones, observándose una revalorización del IBEX 35 y una reducción del diferencial de deuda pública, hasta un nivel



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

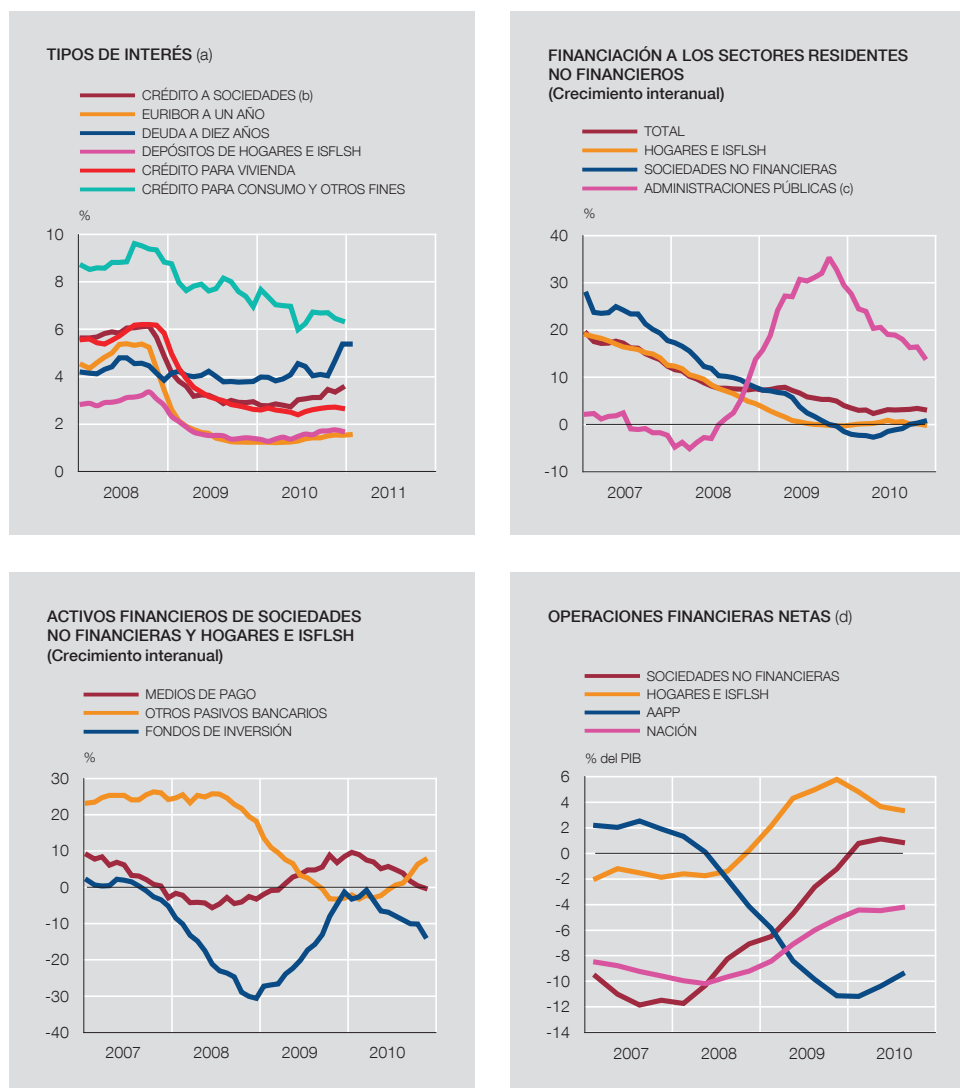
a. Tasas de variación interanual.

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

que llegó a situarse algo por debajo de 200 puntos básicos (pb), pero la incertidumbre y la volatilidad continúan siendo elevadas, lo que mantiene las primas de riesgo en valores muy altos. La prolongación de esta situación podría terminar afectando al coste y al acceso al crédito del sector privado.

En estas circunstancias, y una vez superados los efectos contractivos que incidieron sobre el consumo en el trimestre precedente (finalización del período de vigencia del plan de ayuda directa a la adquisición de automóviles e incremento de la imposición indirecta), los planes de gasto de las familias retomaron la trayectoria de suave recuperación que habían iniciado en la primera mitad del año. Se estima que el consumo se incrementó en 2010 a una tasa del 1,2 %, cifra que contrasta favorablemente con el pronunciado descenso que había mostrado en 2009 (-4,2 %). Su reactivación se produjo en un entorno de disminución de la renta disponible de las familias, como consecuencia de la aportación cada vez más reducida de los componentes de renta que la habían soportado durante la fase más aguda de la recesión (el proveniente de la actuación de las AAPP y el descenso en la carga de intereses) y de pérdida de poder adquisitivo por el aumento de la inflación. Por su parte, la riqueza también disminuyó, si bien con menor intensidad que en 2009, tanto en su componente financiero como en el inmobiliario. Con este trasfondo, la tasa de ahorro de los hogares cayó con intensidad a lo largo del ejercicio, hasta situarse en el 14,4 % de la renta disponible en el tercer trimestre, 3,6 pp por debajo del nivel máximo (18 %) alcanzado a finales de 2009.

La inversión residencial, por su parte, experimentó en los meses finales de 2010 una nueva disminución, aunque, como viene siendo habitual en el último año, de menor cuantía que en trimestres precedentes. Se estima una tasa de descenso de la inversión residencial en 2010 próxima al 18 %, lo que situaría el recorte acumulado de la inversión residencial respecto a su nivel máximo, que se alcanzó en 2007, en un 45 %; y su peso en el PIB, en el 4 %, por debajo del mínimo registrado en el ciclo inmobiliario anterior. Esta información resulta compatible con una cierta estabilización del stock de viviendas sin vender a lo largo de 2010, después de un largo período de acumulación de inventarios, que configura un panorama algo más alentador para la reactivación de la inversión residencial.



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.

En este entorno de debilidad del gasto y de tensiones en las condiciones financieras, la deuda de los hogares tendió a desacelerarse en los últimos meses, de modo que su ritmo de variación interanual se situó en registros levemente negativos en noviembre (-0,1 %, frente a 0,3 % de septiembre) (gráfico 4). Esta evolución, junto con la evolución esperada para la renta en los meses finales de 2010, apunta a la estabilización de la ratio de endeudamiento en el cuarto trimestre, en niveles similares a los de los dos últimos años. Según la información de las cuentas no financieras correspondientes al tercer trimestre, el sector de hogares habría registrado una capacidad de financiación equivalente al 4,8 % del PIB en tasa acumulada de cuatro trimestres, confirmando la trayectoria suavemente descendente que viene mostrando desde el último trimestre de 2009.

La puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las empresas experimentó también una recuperación en los meses finales del ejercicio, localizada, sobre todo, en el componente de bienes de equipo, que se vio impulsada por la fortaleza de la demanda exterior y por la mejora de la situación patrimonial de las empresas a lo largo del año. Se estima una tasa de variación interanual de la inversión en equipo del 2,4 % en el cuarto trimestre, que situaría su crecimiento medio en 2010 en el entorno del 2 % (frente a un descenso de casi el 25 % en 2009). Por el contrario, el componente de inversión en otras construcciones se contrajo debido a la intensificación del proceso de consolidación fiscal en el ámbito de la obra pública, lo que naturalmente repercute sobre aquellos proyectos en los que participa la iniciativa privada.

En conjunto, el sector de sociedades no financieras aceleró el recurso al endeudamiento en el tramo final del año, aunque dentro de registros muy moderados, con una tasa de variación interanual del 0,7 % en noviembre. Con información hasta el tercer trimestre, las ramas no vinculadas al mercado inmobiliario mostraron un mayor dinamismo, lo que se extendió a las compañías de menor dimensión, cuyo acceso a la financiación ajena se había endurecido considerablemente durante la parte más aguda de la crisis. Tanto la ratio de endeudamiento como, en mayor medida, la de la carga financiera habrían descendido durante el cuarto trimestre. Esta cierta mejoría de la posición financiera de las sociedades se refleja también en la evolución de sus necesidades de financiación, que en el último tramo del ejercicio cambiaron de signo, generando una capacidad de financiación equivalente al 0,2 % del PIB en el acumulado de cuatro trimestres, algo inédito en la serie histórica.

La actuación de las AAPP en los meses finales del ejercicio estuvo de nuevo marcada por el efecto de las medidas de consolidación en marcha, de manera que tanto el consumo público como la inversión pública redujeron su aportación a la actividad. La información sobre la ejecución presupuestaria en la fecha de cierre de este artículo apunta a que el objetivo de déficit de las AAPP previsto para 2010 (del 9,3 % del PIB) resulta alcanzable, sobre todo por el margen de maniobra que proporcionan los favorables resultados de la ejecución del Estado, que cerró el año con un saldo deficitario del 5,1 % del PIB, ocho décimas inferior al presupuestado. En cuanto a las CCAA, en diciembre se publicaron por primera vez datos homogéneos relativos a la ejecución presupuestaria hasta septiembre de 2010, según los cuales el déficit habría cerrado el tercer trimestre con una cifra del 1,2 % del PIB (frente al 2,4 % previsto para el conjunto del año). Previamente, el Consejo de Política Fiscal y Financiera había alcanzado un acuerdo para mejorar la transparencia en el ámbito de la información económico-financiera que presentan las CCAA así como los criterios en función de los cuales se tramitarán las autorizaciones de operaciones de endeudamiento.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, la información disponible, todavía incompleta, indica que en los meses finales del 2010 la demanda exterior neta volvió a amortiguar el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una aportación positiva de 1,3 pp, más expansiva que en los dos trimestres previos, en un contexto de marcada recuperación de las exportaciones de bienes. El sector exterior volvió a desempeñar, por tanto, un papel fundamental para amortiguar los descensos de la actividad interna, pero, a diferencia de la pauta observada en los dos últimos años, en los que esta mejoría se había producido fundamentalmente por el desplome de las importaciones, en 2010 este efecto estuvo dominado por el empuje de las exportaciones, que se pudieron beneficiar de la recuperación del comercio mundial con un ajuste de los precios de exportación y con el diseño de estrategias más ambiciosas en cuanto a la diversificación de nuestros mercados. Debe perseverarse en la profundización de esta estrategia para hacer de sector una fuente de crecimiento más potente y estable.

En el contexto descrito, las necesidades de financiación de la nación habrían seguido disminuyendo en los meses finales del ejercicio, tras haberse situado en el tercer trimestre en el 4,2 % del PIB (5,1 % en 2009). Se observa, sin embargo, una cierta ralentización en este proceso, que cabe atribuir al impacto negativo de la factura energética sobre el saldo de los intercambios de bienes. Desde el punto de vista de la contribución de los sectores institucionales, esta nueva reducción de las necesidades de financiación estaría reflejando el recorte del déficit de las AAPP y la mejora en la posición de las sociedades no financieras.

Por el lado de la oferta, durante el cuarto trimestre se produjeron aumentos en el valor añadido de la industria y de los servicios de mercado, mientras que en la agricultura y, sobre todo, en la construcción se observaron sendos descensos. En el conjunto del año, la reactivación basculó sobre las actividades manufactureras (1,4 %) y los servicios de mercado (0,6 %), frente a una intensificación de la caída del valor añadido de la construcción (-6,9 %), que comporta, en comparación con lo ocurrido en los dos últimos años, un descenso del componente de construcción no residencial. Por su parte, el ritmo de destrucción de empleo se elevó al 2,3 %, como resultado de la reducción de la ocupación en la economía de mercado de, aproximadamente, el 3 % (-8,4 % el año anterior) y de un pequeño avance en la de servicios de no mercado (0,8 %). Dada la evolución estimada del producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo relativamente intenso (2,2 %), aunque inferior al de 2009.

Los costes laborales continuaron el proceso de moderación que se inició a comienzos del ejercicio, impulsada en la segunda mitad del año por el recorte en los salarios públicos. Para el conjunto de 2010 se estima un incremento de la remuneración por asalariado próximo al 1 %, cifra que se compara muy favorablemente con el incremento del 4 % que registraron los costes laborales en 2009. Una parte significativa de esta desaceleración se debe al giro que se ha producido en los salarios públicos, que habrían caído en torno a un 2 %, frente al aumento promedio del 6 % en los tres años anteriores. El resto se debe a la ralentización en la remuneración por asalariado de la economía de mercado, para la que se estima una tasa de avance del 1,8 %, casi dos puntos inferior a la de 2009 (3,7 %) o cuatro a la de 2008 (5,9 %). El menor incremento en las tarifas negociadas en convenio, que se situaron en el 1,3 % en el promedio del ejercicio, influidas por las recomendaciones del acuerdo plurianual firmado en febrero y por la ausencia de presiones inflacionistas, determinó este resultado, que ha permitido un descenso de los costes laborales unitarios en la economía de mercado, por segundo año consecutivo.

Resulta imprescindible que estas pautas de moderación salarial se prolonguen en los próximos trimestres. En este sentido, el proceso de negociación colectiva que se inicia debe considerar el carácter temporal que, en ausencia de perturbaciones adicionales, tendrá el repunte de la inflación de los últimos meses. Una parte muy significativa del aumento de la tasa de crecimiento del IPC entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010 se explica por cambios impositivos y de precios regulados (IVA, impuestos de las labores del tabaco, precio de la electricidad y del gas) y por la trayectoria alcista de los precios de las materias primas. Todos estos factores tienen un efecto directo significativo sobre el nivel de precios y sobre la tasa de inflación, pero, en ausencia de una transmisión hacia otros precios, desaparece de la tasa interanual de inflación al cabo de doce meses. Un ejemplo reciente del carácter temporal de la subida de la inflación ante una elevación significativa en los precios del petróleo se produjo entre 2008 y 2009 (véase, para más detalle, el artículo que se presenta en este mismo Boletín). Pero, para que esto ocurra, se han de dar determinadas circunstancias: en particular, que los efectos indirectos sobre los costes de las empresas sean limitados y que los cambios en los precios no generen una revisión generalizada de las expectativas de inflación que se trasladen a los precios finales, bien a través de los precios fijados por los productores, o bien mediante la negociación salarial.

Las perspectivas para el año 2011 en España —aunque también en la zona del euro— siguen dibujando un horizonte de recuperación lenta y muy dependiente del sector exterior, condicionada por el ajuste fiscal y el proceso de saneamiento que afronta el sector privado. Este escenario se encuentra, además, sujeto a una gran incertidumbre y a los riesgos asociados a las tensiones en los mercados de deuda soberana, que, de prolongarse, podrían propiciar un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación y un deterioro de la confianza de los agentes económicos.

A lo largo del mes de enero se han anunciado medidas adicionales de reforma en ámbitos importantes de la economía, orientadas a despejar las incertidumbres y a reafirmar el compromiso de la política económica con los ajustes necesarios. El Consejo de Ministros abordó el 28 de enero el Anteproyecto de Ley de Reforma de la Seguridad Social, que contempla medidas de amplio alcance para asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones. Asimismo, ante el endurecimiento de las condiciones de acceso de las entidades financieras españolas a los mercados exteriores como consecuencia del agravamiento de la crisis de deuda soberana, anunció nuevos pasos para acelerar y profundizar la reestructuración bancaria, mediante un conjunto de medidas destinadas a impulsar el incremento de los niveles de capitalización de las entidades hasta cotas que garanticen la recuperación de la confianza de los mercados.

2 Entorno exterior del área del euro

En el cuarto trimestre de 2010, la economía y los mercados financieros internacionales evolucionaron de manera favorable. La introducción de nuevas medidas expansivas en Estados Unidos proporcionó un soporte adicional a la recuperación global, a pesar del recrudecimiento de las tensiones soberanas en el área del euro. En este entorno, los indicadores más recientes apuntan a una continuidad en la recuperación, persistiendo la dicotomía entre la relativa debilidad del crecimiento en algunas economías avanzadas y la fortaleza de muchas emergentes, que, en algunos casos, muestran signos de sobrecalentamiento. Las medidas adicionales de expansión monetaria y fiscal en Estados Unidos, que suponen una ampliación de las divergencias en el tono de las políticas entre las economías avanzadas, han dado lugar a una mejora de las perspectivas a corto plazo en esta economía y han reforzado el optimismo dominante en los mercados financieros en el período. No obstante, las dudas sobre la sostenibilidad a medio plazo de la demanda privada en Estados Unidos, una vez que se retiren los estímulos públicos, no se han disipado. Por otra parte, el fuerte incremento del precio de las materias primas observado durante el trimestre ha favorecido un repunte generalizado de la inflación (véase el recuadro 1). Aunque las tasas de inflación se mantienen en niveles moderados en la mayoría de las economías avanzadas, en muchos países emergentes y en alguno desarrollado —como el Reino Unido— la mayor intensidad de las presiones inflacionistas ha elevado el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación. En este contexto, las principales economías emergentes han dado un giro contractivo a sus políticas monetarias, retomando el ciclo de subidas de tipos de interés que habían interrumpido al intensificarse las entradas de capitales, y han continuado acumulando reservas, acompañadas, según los casos, de medidas de corte macroprudencial y de controles de capital.

En este contexto, los *mercados financieros internacionales* no acusaron el recrudecimiento de la crisis soberana europea. El sentimiento positivo en los mercados se reflejó en ganancias generalizadas en las bolsas, tanto de países desarrollados como de emergentes, así como en la mejora de las condiciones de financiación fuera del área del euro. Otro elemento a subrayar es el incremento de la rentabilidad de la deuda a largo plazo en Estados Unidos durante el trimestre, aunque desde mediados de diciembre se ha mantenido estable en torno al 3,5 % para los bonos a diez años. Esta tendencia, que también se ha registrado, aunque con menor intensidad, en otras economías, sería el resultado del proceso de normalización de los tipos de interés, desde los bajos niveles observados en meses anteriores, acorde con la mejoría de las perspectivas económicas y el cambio de orientación de la política fiscal en Estados Unidos; en cualquier caso, no responde a una revisión sustancial de los riesgos de inflación. En los mercados cambiarios, se corrigieron, en cierta medida, los fuertes movimientos del trimestre anterior, experimentando el dólar una apreciación frente a las principales divisas. Además, en el caso de las economías emergentes, el comportamiento positivo de los mercados financieros se tradujo en reducciones de sus diferenciales soberanos. Por su parte, los precios de las materias primas han mantenido, o incluso acentuado, la trayectoria ascendente iniciada en el trimestre anterior, de forma que las tasas de crecimiento interanual de los precios de los alimentos y de los metales se situaban en enero en torno al 40 % y al 25 %, respectivamente. El barril de petróleo Brent ha llegado a superar los 100 dólares por barril, lo que supone una subida de un 29 % desde el comienzo de 2010. Estas subidas responden principalmente al aumento de la demanda de las economías emergentes.

En *Estados Unidos*, la estimación avance del PIB del cuarto trimestre muestra un crecimiento trimestral anualizado del 3,2 % (0,8 % intertrimestral, 2,8 % interanual), frente al 2,6 % del tercer trimestre, resultado de las contribuciones positivas del consumo privado y la demanda exterior

A lo largo del último trimestre se ha producido un fuerte repunte en los precios de las materias primas, impulsado, fundamentalmente, por el crecimiento en la demanda de las principales economías emergentes. Este aumento ha sido generalizado, aunque de diferente intensidad entre productos, y ha provocado un ascenso de la inflación en muchos países, especialmente en los propios países emergentes. En el actual contexto de cuantiosas entradas de capitales en estos países, este desarrollo contribuye a acentuar los dilemas de política monetaria presentes en muchos de ellos. En este recuadro se revisa la evolución de los precios de las materias primas en 2010 y su incidencia en la inflación en las economías emergentes.

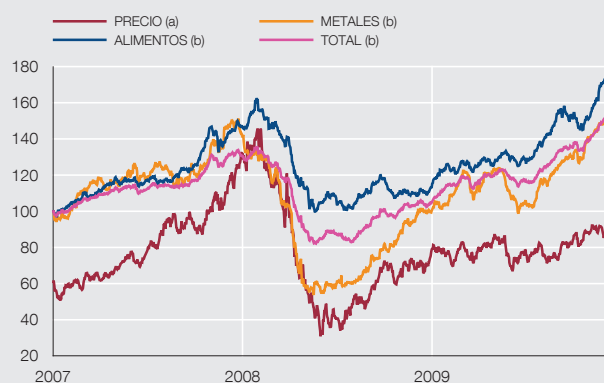
En el conjunto de 2010 los precios de las materias primas han experimentado un ascenso muy acusado. Los precios de los alimentos, de los metales industriales y del petróleo crudo han crecido, en términos interanuales, en torno a un 30 %, un 20 % y un 25 %, respectivamente (véase gráfico 1)¹. Tras estas subidas se encuentra una

1. Para los precios agregados de metales, alimentos y materias primas se considera el índice CRB de materias primas. Para los precios del petróleo crudo se utiliza el barril de Brent. La moneda de cálculo es el dólar americano.

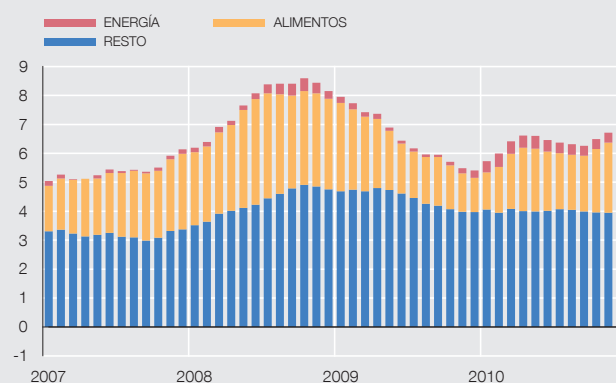
sustancial revisión al alza de las previsiones de demanda, especialmente de los países emergentes, en la segunda mitad del año. Así, en el caso del petróleo, a finales de 2009 la Agencia Internacional de la Energía esperaba un aumento en la demanda global en 2010 de 1,4 millones de barriles/día (mbd), aumento que finalmente ha sido de 2,7 mbd (de los que China ha supuesto un tercio). Este incremento de la demanda total ha sido superior al de la oferta de los productores no-OPEP (1,1 mbd), por lo que la cuota de mercado de la OPEP ha aumentado². En el caso de los alimentos, los factores de demanda se han visto complementados por factores de oferta —que han afectado a productos concretos—, tales como las malas cosechas, debidas, sobre todo, a las condiciones meteorológicas adversas, o las restricciones a la exportación de grano en algunos países. De esta manera, los precios del maíz se han duplicado desde junio hasta diciembre de 2010, mientras que los del trigo han crecido más de

2. Esta situación —elevaciones de precios y cantidades en paralelo a un aumento de la cuota del cartel— se corresponde con lo que la teoría económica predice en el caso de una sorpresa al alza en la demanda esperada. Véase Anton Nakov y Galo Nuño (2009), *Oilgopoly: A General Equilibrium Model of the Oil-Macroeconomy Nexus*, Documentos de Trabajo, n.º 0932, Banco de España.

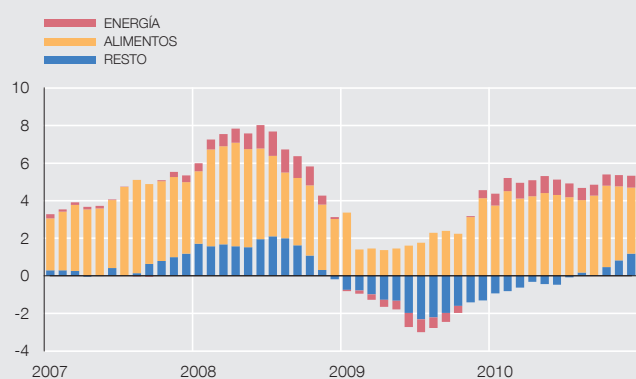
1 PRECIO DEL PETRÓLEO Y OTRAS MATERIAS PRIMAS



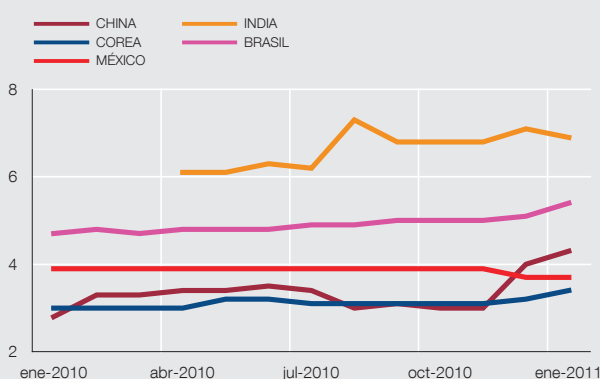
2 CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA (c) (d) (e)



3 CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN ASIA EMERGENTE (c) (d) (e)



4 PREVISIONES DE INFLACIÓN PARA 2011 (f)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a. Precio/barril en dólares.
- b. Índice enero 2007 = 100.
- c. En porcentaje.
- d. Elaboración propia descontando del índice general los índices de alimentos y energía.
- e. AMÉRICA LATINA: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ASIA EMERGENTE: China, India, Tailandia, Filipinas, Corea y Singapur.
- f. % ia.

un 60% en el mismo periodo³. Adicionalmente, no se puede descartar que la tendencia al alza de los precios se haya visto amplificada por un aumento de los flujos financieros dirigidos a los mercados de materias primas, en un contexto de abundante liquidez a escala global y de interés de los inversores internacionales por esta clase de activos.

El alza en los precios internacionales de energía y alimentos se traslada de manera diversa a los precios domésticos en función de las oscilaciones de los distintos tipos de cambio frente al dólar (moneda en la que están referenciados los precios de la mayoría de materias primas), de los aranceles e impuestos existentes, y de los costes de transporte y distribución nacionales⁴. Por su parte, las variaciones en los precios domésticos de las materias primas pueden afectar a la inflación agregada a través de diversos canales. En primer lugar, están los efectos directos del aumento de los precios de las materias primas sobre el índice general de precios, que serán tanto mayores cuanto más elevado sea el peso de la energía y los alimentos en la cesta de consumo representativa del país. En las economías emergentes los alimentos y la energía suponen entre un 30% y un 40% de la cesta de consumo, mientras que en las desarrolladas suponen menos de un 25%. En segundo lugar, se encuentran los efectos indirectos materializados en el incremento en los costes de producción y distribución, que son más relevantes en el caso de la energía. Finalmente, están los llamados «efectos de segunda ronda», que reflejan la incorporación del alza inicial de precios en los procesos de fijación de precios y salarios de modo que la perturbación inicial se acaba trasladando a la inflación subyacente y a las expectativas de inflación. Es por ello que estos efectos tienen especial relevancia para la política monetaria.

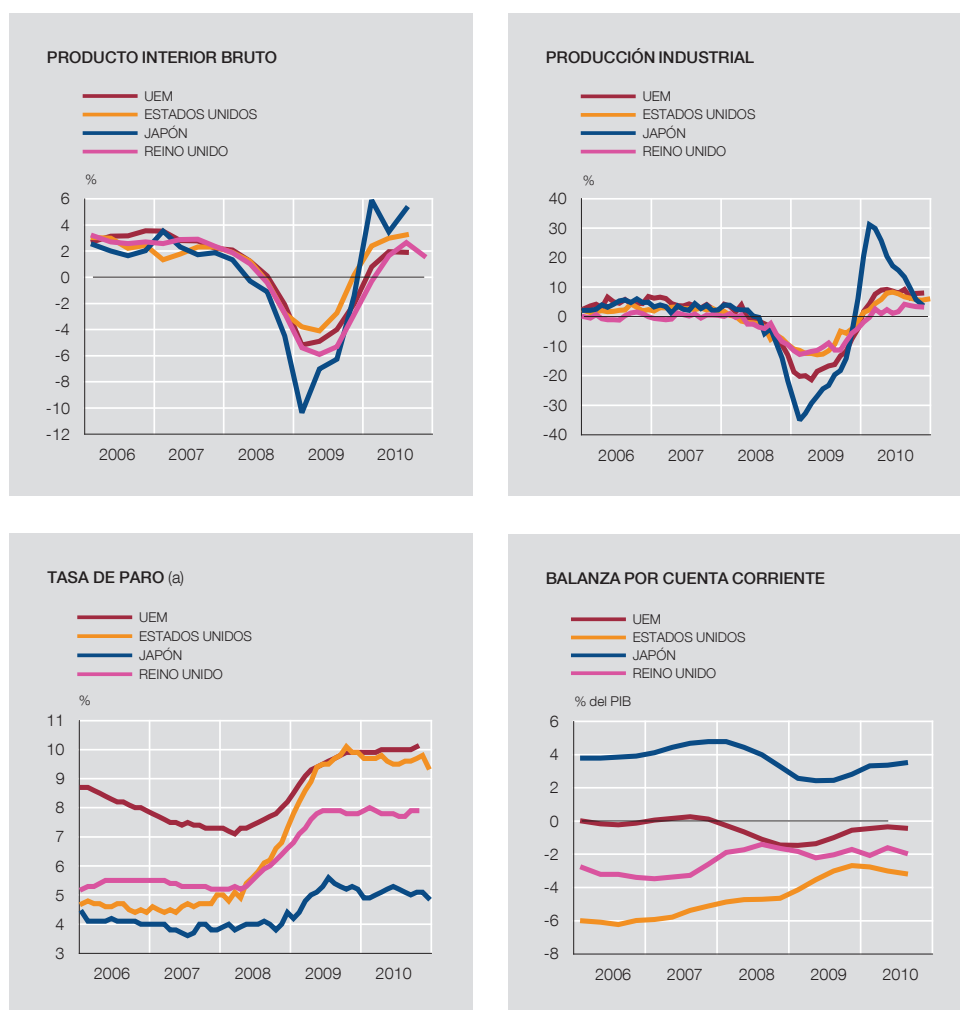
El repunte de la inflación general desde mediados de 2010 en las economías emergentes latinoamericanas ha venido impulsado principalmente por el aumento en el componente de alimentos (véase gráfico 2). La inflación subyacente se ha mantenido bastante estable hasta la fecha, a diferencia de lo ocurrido a comienzos

de 2008, cuando el acusado ascenso del precio de los alimentos vino acompañado de una fuerte escalada en la inflación subyacente. Esto parece indicar que, por el momento, el impacto a través de efectos de segunda ronda ha sido reducido. No obstante, en el caso de las economías emergentes asiáticas, el repunte en la tasa de inflación no se debe únicamente a la contribución de los alimentos, sino al progresivo aumento de la inflación subyacente a lo largo de 2010, que puede estar reflejando efectos de segunda ronda y un estrechamiento de la brecha de producción en estas economías (véase gráfico 3). Cabe destacar también el menor impacto, con respecto a los alimentos, de la escalada del precio de las materias primas energéticas en la tasa de inflación, sobre todo en América Latina. Esto no es solo debido a su menor peso en la cesta de la compra, sino que también obedece probablemente a la extendida presencia de subsidios y precios administrados en este sector.

La respuesta de política monetaria de los bancos centrales a la subida de los precios de las materias primas dependerá de en qué medida se pueda trasladar a las expectativas de inflación de los agentes y a sus decisiones de fijación de precios y salarios (efectos de segunda ronda). En caso de que existan riesgos de que las expectativas de inflación se puedan desanclar o de que tengan lugar efectos de segunda ronda, el banco central debería endurecer el tono de la política monetaria. En la actualidad, con alguna excepción (como México), las perspectivas de inflación están aumentando en varios países emergentes (véase gráfico 4), debido no solo al aumento de los precios de las materias primas, sino a su propia dinámica de crecimiento, lo que plantea un riesgo significativo de desanclaje de las expectativas de inflación para estas economías. Por otra parte, muchas de ellas se enfrentan a un dilema adicional de política monetaria derivado de las fuertes entradas de capitales que están experimentando, que podrían incrementarse con un alza en los tipos de interés. Ante este dilema, las economías emergentes han optado por soluciones pragmáticas basadas en un amplio abanico de medidas: elevación de los tipos de interés oficiales cuando las circunstancias lo permiten, apreciaciones progresivas, del tipo de cambio, aunque controladas a través de intervenciones y acumulación de reservas, y, en otros casos o como complemento, adopción de medidas de corte macroprudencial o, incluso, introducción de controles de capitales.

3. Véase el informe del Banco Mundial *Global Economic Prospects*, enero de 2011, p. 61. 4. El componente de materias primas en la inflación agrupa tanto los alimentos no elaborados como la energía.

—debido, principalmente, a la contracción de las importaciones—, que compensaron sobradamente la fuerte aportación negativa de la acumulación de existencias. Los indicadores más recientes han aportado algunas señales positivas, si bien siguen sin disiparse las dudas sobre la fortaleza de la recuperación a medio plazo. Por el lado de la oferta, a pesar de la desaceleración de la producción industrial, la confianza empresarial, medida por los índices ISM, y la utilización de la capacidad productiva avanzaron ligeramente. Por el de la demanda, tanto las ventas al por menor como el sentimiento del consumidor apoyaban un aumento del consumo. El mercado de la vivienda, por su parte, muestra señales de estabilización, aunque su recuperación sigue siendo muy incierta, dada la debilidad del mercado laboral. En

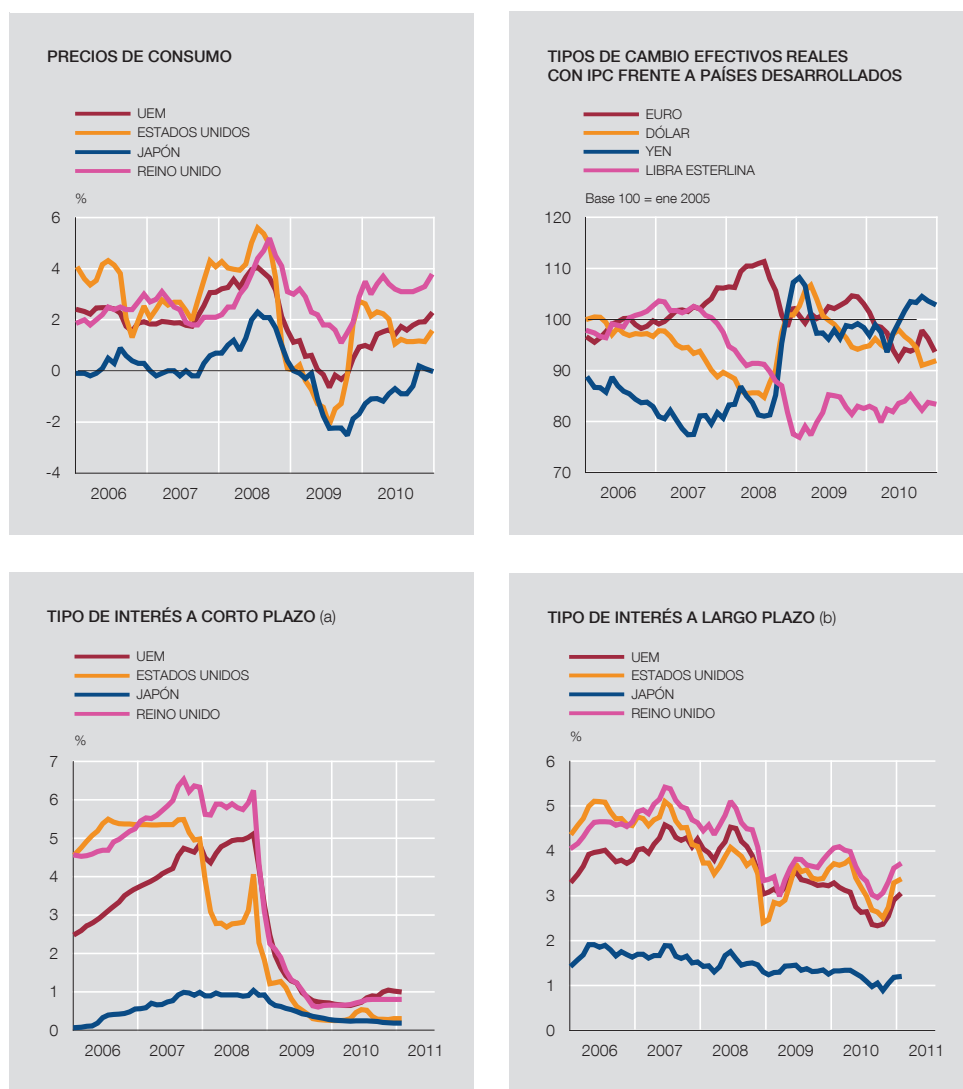


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

particular, la creación neta de empleo en el sector privado continuó siendo muy modesta, mientras que el descenso registrado en la tasa de paro, de cuatro décimas, hasta el 9,4 % de la población activa, enmascara la salida de la fuerza laboral por el desánimo en la búsqueda de empleo. Por su parte, el fuerte aumento del precio de la energía hizo repuntar 4 décimas el IPC, hasta el 1,5 % interanual, en diciembre, si bien la inflación subyacente se estabilizó en el 0,8 %. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0-0,25 % —reiterando que permanecería en niveles reducidos por un tiempo prolongado—, y anunció, en su reunión de noviembre, la compra de bonos del Tesoro por una cuantía de 600 mm de dólares, a realizar escalonadamente hasta junio de 2011; también mantuvo el compromiso de reinvertir en bonos públicos los fondos procedentes de las amortizaciones de MBS en su poder. En el plano fiscal, en diciembre se aprobaron una serie de medidas, entre ellas la extensión de determinadas exenciones fiscales. Estas medidas incrementarán el déficit público en 858 mm de dólares hasta 2020 y suponen un fuerte estímulo a la actividad en el corto plazo, que se estima entre 0,6 pp y 2 pp en 2011, y entre 0,5 pp y 1,9 pp en 2012.

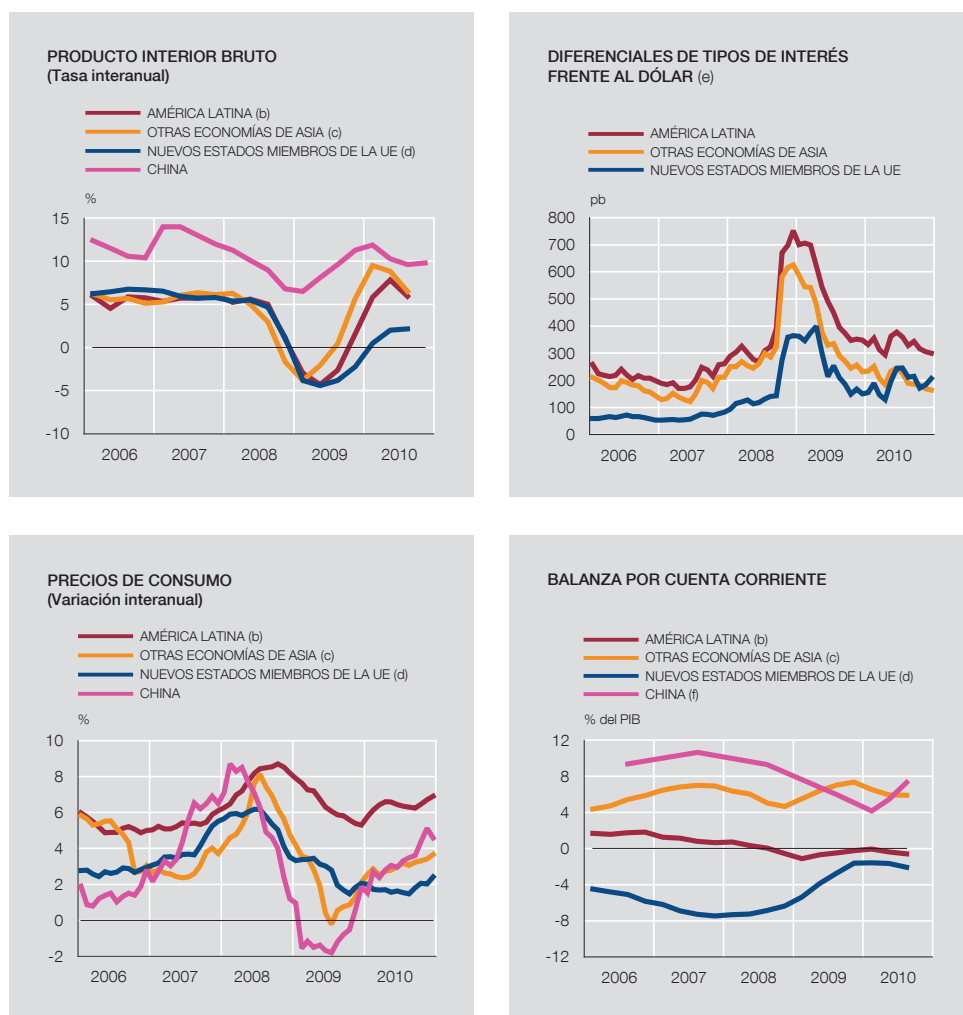
En *Japón*, el PIB creció un 1,1 % trimestral en el tercer trimestre, muy por encima del 0,4 % registrado en el trimestre anterior, lo que elevó el crecimiento interanual hasta el 5,3 %. La



FUENTE: Banco de España.

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

aceleración se apoyó en la anticipación de compras de automóviles previa a la expiración de las ayudas públicas y, en menor medida, en la mayor contribución de las existencias y la inversión privada. Sin embargo, los indicadores más recientes anticipan una contracción de la actividad en el cuarto trimestre —más marcada en el sector manufacturero—, debido al deterioro de las exportaciones y a la progresiva desaparición de los estímulos fiscales, aunque se espera una recuperación progresiva durante 2011. En cuanto al sector exterior, el superávit de la balanza por cuenta corriente se redujo en noviembre, como consecuencia del impulso de las importaciones y la debilidad de las exportaciones, en un contexto de menor demanda mundial. La tasa de paro se redujo una décima en el trimestre, hasta el 4,9%, y otros indicadores laborales han dado señales positivas. Por otra parte, la inflación medida por el IPC registró un crecimiento nulo en diciembre, debido al alza de los precios de los alimentos y la subida del impuesto sobre el tabaco, mientras que la tasa subyacente se mantiene en terreno deflacionario. En este contexto, el Banco de Japón no ha modificado el rango del tipo de interés oficial, de 0-0,1%. Por último, el Gobierno aprobó un nuevo paquete de estímulo fiscal (de un 0,9% del PIB), destinado a fomentar el empleo y apoyar a las pymes, y publicó el proyecto de presupuestos para el año fiscal 2011, con una reducción del tipo del impuesto sobre



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 Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
 f. Datos anuales hasta 2009.

sociedades de 5 pp, hasta el 35%, con el fin de incrementar la competitividad internacional de las empresas japonesas.

En el *Reino Unido*, la estimación preliminar del PIB del cuarto trimestre señala una caída del 0,5% intertrimestral (+1,7% interanual), frente al crecimiento del 0,7% del trimestre previo. Esta contracción está en gran parte motivada por el efecto de las adversas condiciones meteorológicas de diciembre sobre la actividad de los sectores de la construcción y de los servicios. Los indicadores contemporáneos recientes ya sugerían una moderación del crecimiento en el trimestre, aunque no tan intensa, con una evolución diferenciada por sectores: las encuestas de opinión empresarial mostraban un avance significativo de la actividad manufacturera, espoleada por la demanda externa, frente al mal comportamiento de la construcción y los servicios. Asimismo, se apreciaba una atonía de las ventas minoristas, en un contexto de reducida confianza. El mercado laboral se deterioró ligeramente en el trimestre —la tasa de

paro aumentó dos décimas, hasta el 7,9% en noviembre—, ya que la creación de empleo privado fue incapaz de compensar la pérdida de empleo público resultante del ajuste fiscal. El mercado inmobiliario también se ha debilitado en los últimos meses y los precios de la vivienda han iniciado un nuevo ajuste a la baja. El IPC se aceleró cuatro décimas en diciembre, hasta el 3,7% interanual —la tasa subyacente aumentó hasta el 2,9%—, lo que, unido a las subidas impositivas aplicadas a principio de año, llevará a un incremento notable de la tasa de inflación en los próximos meses. No obstante, el Banco de Inglaterra considera que este repunte es debido a factores transitorios y ha mantenido el tipo de interés oficial en el 0,5%, sin reactivar su programa de compra de activos.

En los *nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro*, el PIB en el tercer trimestre creció, en promedio, un 2,2% interanual, frente al 1,9% del segundo trimestre, prosiguiendo la senda de recuperación gradual. Se aprecian notables diferencias por países, destacando la solidez de la recuperación en Polonia, frente a la profundización de la recesión en Rumanía. La evolución favorable sigue apoyándose en la demanda exterior —salvo en Polonia, donde el consumo privado también muestra un notable dinamismo— debido al empuje de la economía alemana. Los indicadores del cuarto trimestre reflejan una continuidad en la mejora de la producción industrial y una recuperación del consumo privado en algunos países, si bien la situación de inestabilidad del área del euro introduce una elevada incertidumbre. A lo largo del trimestre, la inflación ha seguido una senda al alza, ligada al incremento de los precios del combustible y de los alimentos, aumentando hasta el 4% interanual en el promedio de la región. La creciente preocupación por la inflación ha propiciado el inicio de las subidas de los tipos de interés oficiales en Hungría (hasta el 6%) y en Polonia (hasta el 3,75%).

En *China* la actividad económica mantuvo un fuerte dinamismo en el cuarto trimestre de 2010, creciendo el PIB real un 9,8% interanual (10,3% en el conjunto del año). Además, el ritmo de expansión se ha acelerado debido al vigor de la demanda interna, aunque la externa también se ha recuperado. El principal riesgo para la economía china se encuentra en la posibilidad de sobrecalentamiento: la inflación se incrementó en 1 pp en el último trimestre, hasta el 4,6% en diciembre. En este contexto, las autoridades han aumentado los tipos de interés de referencia y la ratio de reservas bancarias (dos y cuatro veces, respectivamente, en el trimestre) y han introducido cambios en su estrategia monetaria y financiera, para facilitar un control más efectivo del crédito nuevo. En el *resto de Asia*, la actividad mantuvo un notable dinamismo, aunque algo menor que durante el primer semestre, con la excepción de la India, donde el crecimiento continúa acelerándose, guiado por la fortaleza de su demanda interna. La inflación aumentó a lo largo de trimestre de forma generalizada, aunque gradual, debido a los mayores precios de los alimentos, y los países de la región que soportan mayores presiones inflacionistas (Corea, Tailandia y la India) han reanudado las subidas de sus tipos oficiales, que habían pospuesto en los meses anteriores ante el temor a generar mayores entradas de capitales. En un marco de abundante liquidez global estas subidas se han complementado con intervenciones en el mercado de divisas, medidas macroprudenciales y, en Tailandia y Corea, controles de capitales.

En *América Latina*, el crecimiento interanual del PIB se situó en el 6% en el tercer trimestre, frente al 7,9% del trimestre previo. La desaceleración es mucho más evidente si se considera la tasa intertrimestral, que fue del 0,6%, frente al 2,1% del trimestre anterior. El menor crecimiento en la tasa interanual de la región obedece tanto a una menor aportación de la demanda interna (que aún así fue de 9,2 pp) como a una ampliación de la aportación negativa de la demanda externa. Los indicadores de actividad del cuarto trimestre ofrecen señales mixtas, pues la producción industrial continúa desacelerándose, mientras se mantiene la fortaleza de

los indicadores de demanda y del mercado laboral. El aumento del precio de las materias primas ha atenuado el efecto del fuerte dinamismo de las importaciones sobre las balanzas comerciales, que en algunos casos (Chile y Perú) han visto incluso aumentar el superávit. La inflación continuó incrementándose durante el trimestre en el conjunto de la región, desde el 6,3% registrado en septiembre hasta el 6,9% en diciembre, en un contexto de tendencia alcista de los precios de las materias primas. En algunos países se produjo un cierto deterioro de las expectativas de inflación de más corto plazo, pero las de más largo plazo permanecen ancladas. En este entorno macroeconómico, los bancos centrales de Brasil y Perú retomaron en enero el ciclo de subidas de tipos oficiales, tras haberlo interrumpido en el tercer trimestre, mientras que el de Chile los elevó en todas las reuniones del cuarto trimestre (aunque no en la de enero). Asimismo, tanto en Brasil como en Perú se adoptaron nuevas medidas orientadas a contener el crecimiento del crédito, y en Brasil y Chile se introdujeron medidas para moderar las presiones apreciatorias (con un límite a las posiciones cortas en dólares al contado del sistema financiero en Brasil, y un programa de compras de divisas en Chile).

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

Las tensiones en los mercados de deuda soberana se agravaron durante los últimos meses de 2010 y los primeros días de 2011. El principal detonante de esta evolución fue la preocupación creciente sobre las implicaciones para las finanzas públicas irlandesas de la situación de extrema debilidad de su sistema bancario. Las tensiones se extendieron rápidamente a Portugal, ante la incertidumbre sobre el cumplimiento de sus compromisos de consolidación presupuestaria, a España y, en menor medida, a Italia y a Bélgica. Las turbulencias en los mercados de deuda soberana afectaron a otros mercados financieros, de manera dispar por sectores y países, y al tipo de cambio del euro, que se depreció marcadamente. A finales de noviembre, las autoridades europeas decidieron unánimemente responder de forma positiva a la solicitud del Gobierno irlandés y conceder, en conjunción con el FMI, la asistencia financiera solicitada, condicionada a una profunda reestructuración de su sistema bancario y al cumplimiento de un programa muy exigente de ajuste macroeconómico y de reformas estructurales (véase recuadro 2). Como en el caso griego, la intervención no ha despejado la incertidumbre y los tipos de interés en el mercado secundario de deuda han permanecido en niveles muy elevados, aunque en las últimas semanas se han relajado algo.

A pesar de estos nuevos episodios de inestabilidad financiera, la actividad económica en el conjunto del área del euro prosiguió su recuperación en los últimos meses del año pasado, si bien a un ritmo moderado y desigual, tanto por componentes como por países (véase recuadro 3). La expansión sigue estando liderada por las exportaciones, mientras que el gasto interno —y, en particular, el consumo privado— no acaba de remontar. La fortaleza de la economía alemana contrasta con la del resto de la UEM, y en especial con algunas economías afectadas por la crisis de la deuda, que mantienen crecimientos mucho más moderados o permanecen inmersas en una grave recesión.

Las perspectivas de analistas y organismos internacionales para el año 2011, aunque se han revisado ligeramente al alza, dibujan un horizonte de recuperación lenta y muy dependiente del sector exterior, ya que en numerosas economías los hogares y las empresas continúan inmersos en un proceso de desapalancamiento que frena el ritmo de avance de sus decisiones de consumo e inversión. Además, este escenario se encuentra sujeto a una gran incertidumbre y a riesgos a la baja, asociados en buena medida a las tensiones en los mercados de deuda soberana, que, de prolongarse, podrían propiciar un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación del sector privado y un deterioro de la confianza de los agentes económicos. En estas circunstancias, resultaría más difícil que la demanda del sector privado tomara, de cara a la consolidación de la recuperación, el relevo del papel que hasta ahora han desempeñado los estímulos procedentes de las políticas económicas. A ello se añade un ligero deterioro del panorama inflacionista a corto plazo, que está ligado en buena medida al incremento del precio de la energía en los mercados internacionales, cuyo impacto se ha visto acrecentado por la depreciación del tipo de cambio del euro. No obstante, no se prevé que estos elementos de carácter transitorio se traduzcan en presiones inflacionistas subyacentes, dadas la elevada holgura que todavía existe en la economía y la moderación de los incrementos salariales.

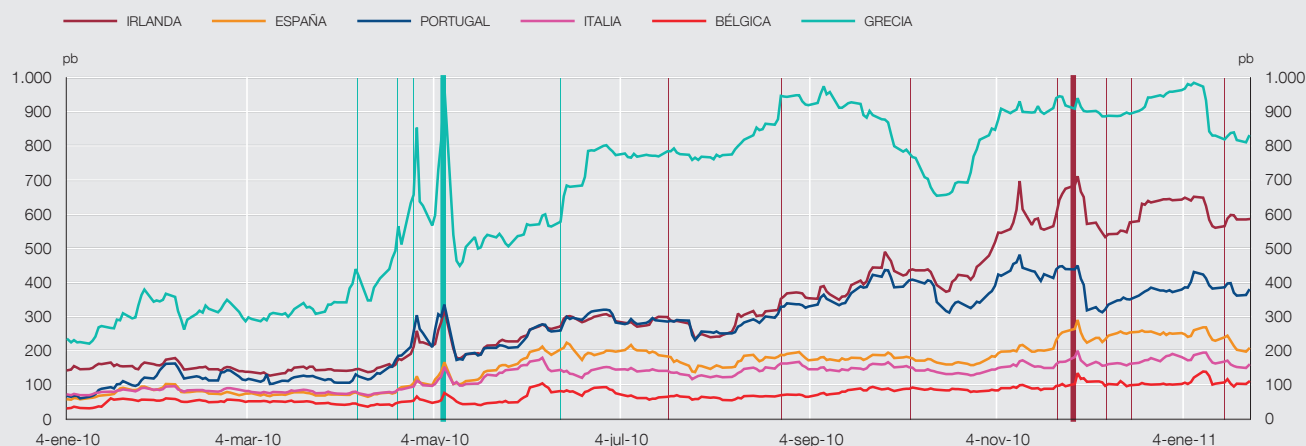
La ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria propició que el BCE mantuviera el tono acomodaticio de la misma: los tipos de interés oficiales siguieron en niveles reducidos y las medidas no convencionales de apoyo al crédito continuaron operativas. Por otra parte, como respuesta al aumento de las tensiones en los mercados

En el cuarto trimestre de 2010, las tensiones sobre la deuda pública irlandesa se agudizaron y la inestabilidad se extendió a otros países periféricos del área del euro (véase gráfico adjunto). Entre los factores que alimentaron este proceso hay que destacar, en primer lugar, la crítica situación del sobredimensionado sector bancario irlandés y los riesgos que entraña para el sector público. Así, a pesar de estar fuertemente intervenido por ayudas públicas desde septiembre de 2008, las pérdidas masivas que ha supuesto la compra de activos por parte de la agencia pública NAMA, con un descuento agregado del 58 % sobre el valor en libros, han conducido a la práctica nacionalización de las entidades rescatadas —con un impacto sobre el déficit público del 20 % del PIB en 2010—, sin que desaparezca la desconfianza sobre el sector. La interacción entre los problemas de la banca nacional irlandesa y la solvencia del Estado se realimentó en ambas direcciones y fue estrangulando el acceso de ambos a los mercados, haciendo que los bancos irlandeses se volvieran absolutamente dependientes de la financiación del Eurosistema y de su banco central. A comienzos del otoño, las autoridades irlandesas revelaron que el déficit presupuestario se situaría en 2010 en cifras próximas al 32 % del PIB, debido al efecto combinado de la crisis económica y de las recapitalizaciones del sector bancario. En con-

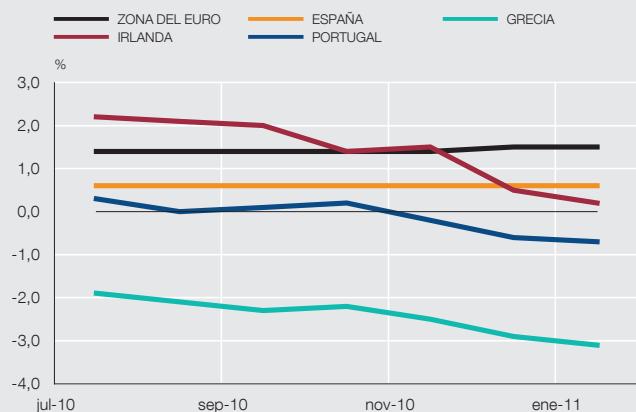
secuencia, la ratio de deuda podría alcanzar valores cercanos al 100 % del PIB.

También contribuyeron a estas tensiones las dificultades de las autoridades griegas y portuguesas para cumplir sus compromisos de ajuste fiscal, las especulaciones sobre la disponibilidad de recursos para hacer frente a un contagio a otros países de mayor tamaño y el debate en curso sobre el diseño del mecanismo permanente de resolución de crisis llamado a sustituir a mediados de 2013 los dispositivos actualmente en vigor. Asimismo, las dudas de los inversores sobre la capacidad de las economías afectadas para crecer en el futuro, como se ilustra en el segundo gráfico, y las advertencias negativas sobre las calificaciones crediticias soberanas contribuyeron a agudizar este episodio. Entre noviembre y diciembre, el *rating* soberano de Irlanda fue rebajado varios escalones por parte de las tres principales agencias, hasta situarlo en niveles BBB+(Baa1) por parte de Fitch y Moody's, dos niveles por debajo del *rating* A asignado por S&P. Fitch rebajó en diciembre la calificación soberana portuguesa un escalón, hasta A+, y en enero asignó la calificación de bono basura y especulativo a las emisiones soberanas griegas, lo que con anterioridad ya habían hecho las otras dos principales agencias calificado-

DIFERENCIALES SOBERANOS A DIEZ AÑOS. DATOS DIARIOS (a)



PREVISIONES DEL PIB 2011. CONSENSUS FORECAST



PROGRAMA DE ASISTENCIA A IRLANDA

FONDOS DISPONIBLES	85,0
PROCEDENCIA DE LOS FONDOS:	
Gobierno de Irlanda	17,5
FMI	22,5
Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF)	22,5
Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF)	17,7
Préstamos bilaterales:	
Reino Unido	3,8
Suecia	0,6
Dinamarca	0,4
DESTINO DE LOS FONDOS:	
Recapitalización bancaria	10,0
Fondos contingentes. Sector bancario	25,0
Necesidades financieras del Estado	50,0

FUENTES: Consensus Forecast y Banco de España.

a. Grecia e Irlanda: Las líneas finas representan rebajas en las calificaciones. Las líneas gruesas representan las intervenciones o rescates.

ras. También hubo avisos de posibles rebajas para el *rating* Aa1 de España y el Ba1 de Grecia por parte de Moody's, y para el AA+ belga por parte de S&P. Todo ello aumentó el riesgo de una crisis de deuda a gran escala en la UEM y precipitó la solicitud de asistencia financiera por parte de las autoridades de Irlanda, con la doble finalidad de estabilizar la delicada situación de sus bancos y la de las finanzas públicas.

El 28 de noviembre, el Consejo ECOFIN aprobó la concesión de asistencia financiera a Irlanda por un importe de 85 mm de euros (un 52 % del PIB). Como puede apreciarse en el cuadro adjunto, Irlanda contribuirá al programa con fondos del *National Pension Reserve Fund* (NPRF) y con otras fuentes nacionales. Del resto, los recursos serán aportados por el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), los Estados de Reino Unido, Suecia y Dinamarca, y el FMI. El interés medio aplicado a los préstamos será del 5,8 % anual. Por su parte, en enero, la UE y la FEEF realizaron sendas emisiones para financiar los primeros desembolsos, por un importe de 5 mm de euros en ambos casos.

La asistencia financiera está supeditada al cumplimiento de un programa de medidas que descansa en tres pilares: la recuperación del sector bancario, el ajuste presupuestario y las reformas estructurales para favorecer el crecimiento económico. Además, se suspende la participación de Irlanda en la facilidad de préstamo concedida a Grecia en mayo.

Las medidas destinadas a la recuperación bancaria tienen como objetivo redimensionar y reorganizar el sector, recapitalizarlo a los niveles más altos de los criterios internacionales y mejorar su acceso a los mercados financieros. El sector bancario podrá percibir hasta 35 mm de euros (más del 20 % del PIB), destinándose 10 mm a recapitalizar los bancos y 25 mm a un fondo de contingencia. Por otra parte, el Banco Central aumentó los requisitos de capital desde el 8 % al 10,5 %, aunque a tres entidades con problemas (AIB, BOI y EBS) se les exige de forma inmediata un 12 %. Además, realizará pruebas de liquidez para identificar necesidades de despalancamiento y reducir la financiación a corto plazo, y exigirá, antes de finales de abril de 2011, planes de venta o titulación de activos. También se prevé finalizar

los planes de reestructuración de Anglo Irish y de INBS, un régimen específico de liquidación de entidades, y la regulación más estricta de las cooperativas de crédito.

Para restaurar la sostenibilidad presupuestaria del país, deberá corregirse el déficit excesivo en 2015 —un año adicional al plazo ya acordado. El Estado irlandés recibirá 50 mm de euros del programa de rescate para estabilizar las finanzas públicas y ejecutará nuevas medidas de ajuste en los próximos cuatro años, por un importe de 15 mm de euros (de los cuales 6 mm corresponden a 2011). El ajuste recae en sus dos terceras partes en recortes del gasto (7 mm en gastos corrientes y 3 mm en inversión pública), y el tercio restante, en medidas de aumento de los ingresos (IRPF, IVA e impuestos locales, y la eliminación de gastos fiscales y cambios en la fiscalidad de las pensiones).

Las reformas estructurales aprobadas tienen como fin promover el crecimiento sostenible de la economía, permitiendo un desarrollo de la competitividad y la creación de empleo. También se contemplan políticas sectoriales de estímulo a las exportaciones y de recuperación de la demanda interna para respaldar el crecimiento económico y reducir el desempleo de largo plazo.

La activación de la asistencia financiera a Irlanda tuvo un impacto limitado en la reducción de los diferenciales de deuda soberana en la UEM. Entre otras razones, porque los mercados parecen haber adoptado, como ya hicieron en el caso de Grecia, una actitud de espera ante las medidas de salvamento, hasta despejar las dudas sobre la capacidad de las autoridades para corregir sus desequilibrios y, en particular, los riesgos procedentes del sector bancario. La reacción de los mercados no fue ajena tampoco a las discusiones sobre las condiciones del mecanismo permanente que entrará en vigor en 2013. No obstante, en fechas recientes se han relajado significativamente las tensiones en los mercados de bonos, al hilo de los comentarios sobre la posibilidad de que las autoridades europeas pudieran acordar un aumento de los fondos que podría movilizar el FEEF, así como dotar a este de una mayor flexibilidad mediante la ampliación del conjunto de instrumentos a través de los cuales puede materializarse la asistencia financiera.

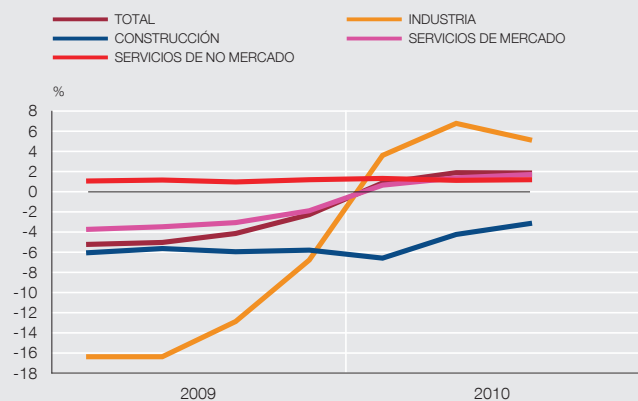
de deuda y sus efectos negativos sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el BCE intensificó las compras de deuda pública en los mercados secundarios, a través del Programa para el Mercado de Valores.

El Consejo Europeo del 16 y 17 de diciembre acordó los principios generales del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad, el instrumento de carácter permanente para la gestión de crisis que entrará en vigor a partir de 2013. Su funcionamiento se basará en la actual Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, a la que sustituirá, y su objetivo final será salvaguardar la estabilidad financiera del área del euro, concediendo asistencia a los países del área que tengan dificultades para financiarse en el mercado, sujeta a un proceso de aprobación por unanimidad y a una condicionalidad estricta, tal y como quedó establecido en la reforma del

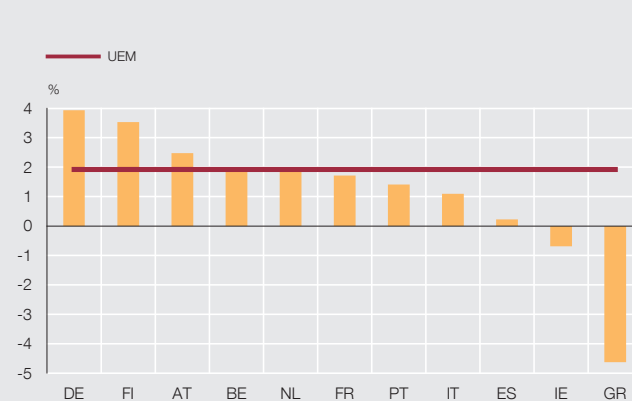
A lo largo de 2010 se ha consolidado el proceso de recuperación económica iniciado el año anterior en la UEM. Cuando la información para el conjunto del área se desglosa por ramas de actividad y por países, se perciben, sin embargo, ritmos de avance muy heterogéneos en ambos casos, que se extienden hasta el período más reciente. Como se observa en el primer gráfico, en el tercer trimestre de 2010 la variación interanual del valor añadido bruto total en la UEM alcanzó el 1,9%, como resultado de un incremento especialmente

elevado del VAB de la industria —que superó el 5%— y más moderado en los servicios —del 1,7% en los de mercado y del 1,2% en los de no mercado—, mientras que la rama de construcción registró un retroceso interanual, en línea con lo ocurrido en los trimestres precedentes. En términos intertrimestrales, el valor añadido de la construcción también mostró un descenso, mientras que en la industria y los servicios se alcanzaron incrementos de una magnitud similar, en torno al 0,4%.

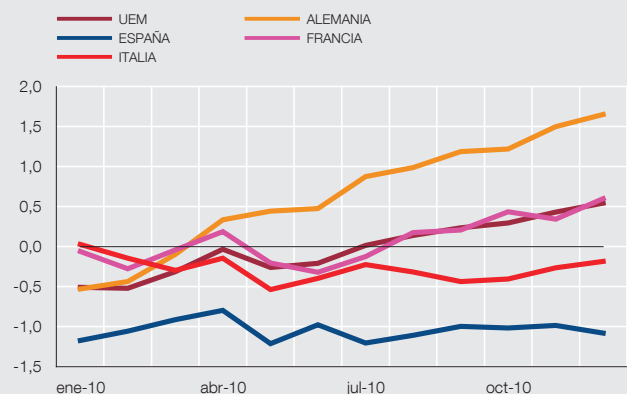
1 UEM. VALOR AÑADIDO BRUTO
Tasas de variación interanual



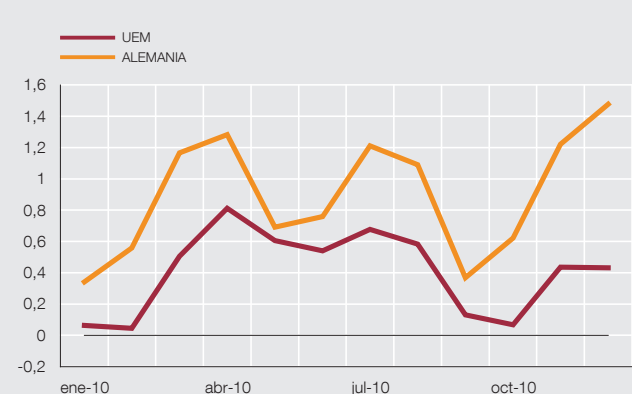
2 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



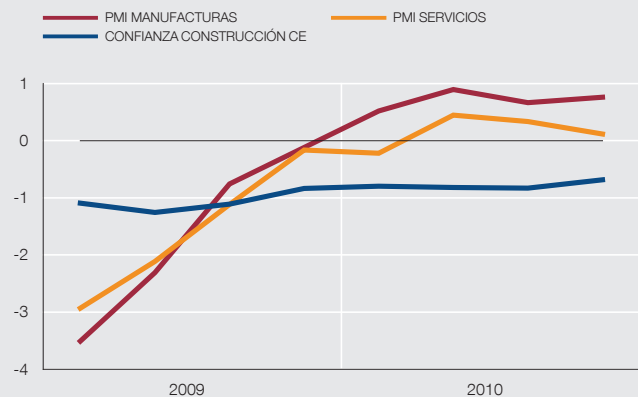
3 INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO CE
Series normalizadas



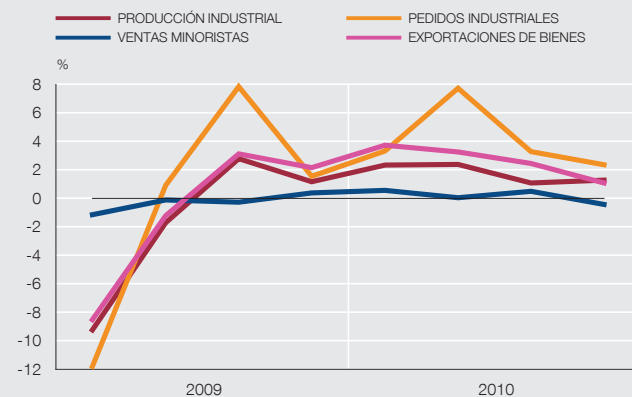
4 PMI COMPUESTO
Series normalizadas



5 UEM. INDICADORES CUALITATIVOS
Series normalizadas



6 UEM. INDICADORES CUANTITATIVOS (a)
Tasas de variación intertrimestral



FUENTES: Comisión Europea, CPB, Eurostat y Markit Economics.

a. La información del cuarto trimestre de 2010 se refiere al período octubre-noviembre.

Por otro lado, la variación del PIB en el tercer trimestre de 2010 experimentó también una marcada diversidad por países. Como se recoge en el segundo gráfico, el incremento interanual del producto fue muy superior al de la UEM en Alemania, Finlandia y, en menor medida, Austria. En el otro extremo se encuentran países como Irlanda y Grecia, donde el PIB retrocedió, y de forma muy intensa en el segundo caso. En términos intertrimestrales, también se registró una marcada heterogeneidad, con tasas de variación que oscilaron entre el 0,9 % de Austria y el -1,3 % de Grecia, frente a un crecimiento de la UEM del 0,3 %.

De acuerdo con la información coyuntural disponible, en el cuarto trimestre de 2010 se habría mantenido cierta diferencia entre los ritmos de crecimiento de los países. El indicador de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea representado en el tercer gráfico, que muestra una elevada correlación con las variaciones del PIB, exhibió en los últimos meses del año un incremento en el conjunto de la UEM. Si se consideran los cuatro países grandes de la UEM, en Francia y en Alemania alcanzó valores especialmente elevados, mientras que en Italia y en España registró cierto estancamiento. Del mismo modo, el PMI compuesto, representado en el cuarto gráfico, experimentó un significativo aumento en Alemania en el último trimestre, que contrasta con un comportamiento más estable en

la totalidad del área del euro, lo que refleja el mayor dinamismo de la economía alemana respecto a la del resto de países.

En cuanto a la evolución sectorial, la información de los indicadores cualitativos referida al cuarto trimestre (véase gráfico 5) señalaría que el crecimiento de la actividad sigue apoyándose, en gran medida, en la industria, impulsada por la favorable evolución de las exportaciones, mientras que el indicador de servicios apunta a cierta ralentización, y el de construcción muestra una leve mejora desde niveles relativamente reducidos. Esta divergencia quedaría confirmada por el comportamiento de los indicadores reales de actividad en el cuarto trimestre (véase gráfico 6), que muestra un crecimiento relativamente elevado de la producción y los pedidos industriales, y de las exportaciones de bienes, así como una contención de las ventas minoristas.

Por lo tanto, de acuerdo con la información más reciente, cabe esperar que las diferencias en los ritmos de expansión de la actividad por países y por ramas que se han puesto de manifiesto desde el inicio de la recuperación se prolonguen en el último trimestre de 2010. En términos generales, la evolución de los indicadores apunta al mantenimiento de un crecimiento comparativamente elevado en Alemania y a cierta estabilización en otras economías del área, así como a una expansión más marcada en las ramas industriales que en las de servicios.

artículo 136 del Tratado aprobada en ese mismo Consejo (véase el artículo sobre la reforma de la gobernanza que se incluye en este *Boletín Económico*).

Durante los tres últimos meses, las economías de la UEM percibidas como las más vulnerables han ido estableciendo programas ambiciosos de reforma estructural y de consolidación fiscal, y una profunda reestructuración de sus sistemas financieros. Es necesario que estos planes se cumplan de una manera estricta para eliminar los desequilibrios y restablecer sus posiciones competitivas. Además, para lograr una recuperación más firme y decidida del conjunto del área, se requiere una mejora del funcionamiento de los mercados de trabajo, la implementación plena de la Directiva de Servicios para impulsar nichos potenciales de actividad, y el saneamiento y la normalización del sistema financiero para restablecer los flujos de crédito, tal y como propugna el Informe Anual de Crecimiento presentado recientemente por la Comisión Europea, que supone el punto de partida para la coordinación de las políticas económicas dentro del Semestre Europeo.

Por último, el 1 de enero de 2011 Estonia se convirtió en el decimoséptimo país que adopta el euro como moneda.

3.1 Evolución económica

En el tercer trimestre de 2010, el crecimiento intertrimestral del PIB del área del euro alcanzó el 0,3 %, tras aumentar un 1 % en el segundo, influido por factores de carácter transitorio (véase cuadro 1). El avance del producto obedeció, en gran parte, a la expansión de las exportaciones y del consumo público, mientras que el consumo privado y la inversión en equipo mostraron tasas muy moderadas y el gasto en construcción se redujo. El desglose por ramas de actividad muestra que el valor añadido se incrementó en la industria y en los servicios, mientras que disminuyó en la agricultura y en la construcción. En términos interanuales, la

	2009				2010			2011
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria):								
PIB	-0,1	0,4	0,2	0,4	1,0	0,3		
Consumo privado	0,0	-0,2	0,3	0,3	0,2	0,1		
Consumo público	0,6	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,4		
Formación bruta de capital fijo	-2,3	-1,2	-1,2	-0,4	2,0	-0,3		
Importaciones	-2,7	2,1	1,2	4,2	4,3	1,5		
Exportaciones	-1,3	2,2	2,0	2,6	4,4	1,9		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,1		
<i>Variación de existencias</i>	-0,4	0,6	0,0	0,7	0,4	0,1		
<i>Demanda exterior neta</i>	0,4	-0,1	0,2	-0,5	0,1	0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	-4,9	-4,0	-2,0	0,8	2,0	1,9		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre):								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-1,7	2,8	1,1	2,4	2,4	1,1	1,4	
Sentimiento económico	75,6	84,1	91,9	96,6	99,2	102,1	105,3	106,5
PMI compuesto	43,2	49,5	53,6	54,4	56,6	55,7	54,9	56,3
Empleo	-0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,0		
Tasa de paro	9,4	9,7	9,9	9,9	10,0	10,0	10,1	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período):								
IAPC	-0,1	-0,3	0,9	1,4	1,4	1,8	2,2	
IPRI	-6,6	-7,7	-2,9	0,9	3,1	4,3	4,5	
Precio del petróleo (valor en dólares)	68,8	67,7	74,4	78,8	75,0	78,4	92,3	97,4
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período):								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,2	3,8	4,0	4,0	3,7	3,5	4,1	4,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-0,63	-0,47	-0,17	-0,08	-0,72	-1,01	-0,78	-0,57
Tipo de cambio dólar/euro	1,413	1,464	1,441	1,348	1,227	1,365	1,336	1,369
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-0,7	0,3	-0,9	-4,5	-10,3	-6,3	-8,2	1,3
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-2,0	17,2	21,0	-1,2	-13,2	-7,4	-5,8	5,8

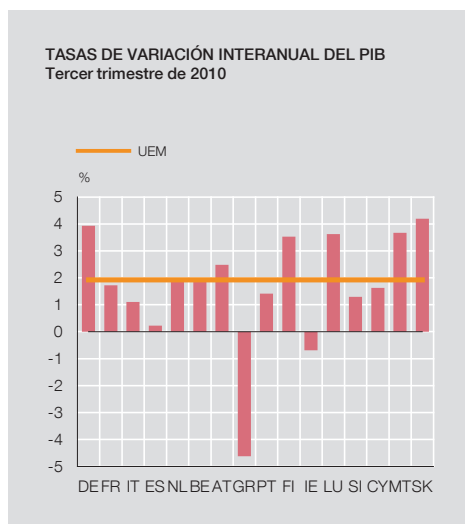
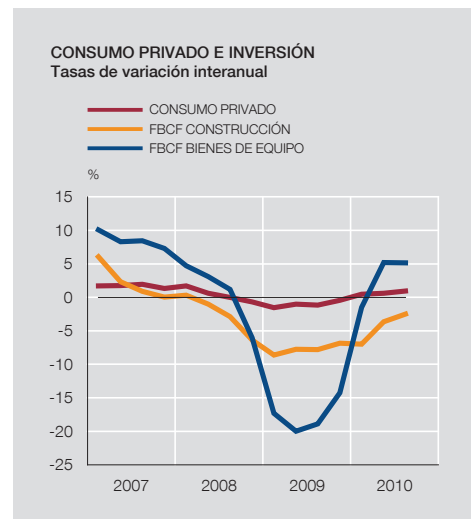
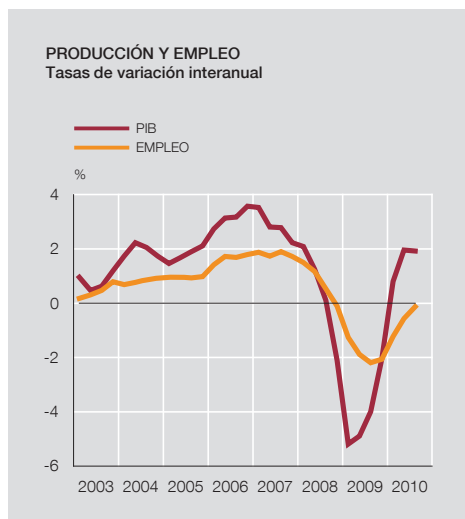
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Información disponible hasta el día 31 de enero de 2011.
b. Variación porcentual acumulada en el año.

tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, fue un 1,9%, similar a la del trimestre anterior (2%).

Por países, la actividad en Alemania moderó su ritmo de expansión (hasta un 0,7%), en relación con el extraordinario dinamismo del trimestre precedente, pero siguió creciendo por encima del resto de las grandes economías del área. Al mayor impulso del sector exterior que está registrando esta economía, se une también una recuperación más decidida de la demanda interna, especialmente de la inversión en equipo, mientras que el gasto en consumo se ha visto alentado por la mejora del mercado de trabajo y de la confianza de los consumidores. Por el contrario, en Francia y en Italia la actividad experimentó ritmos de avance más moderados —próximos al 0,3% en ambos casos—, que reflejan un suave crecimiento de la demanda interna y una aportación todavía positiva de la variación de existencias, mientras que la demanda exterior neta contribuyó negativamente al PIB (véase el recuadro 3).

El proceso de destrucción de empleo se frenó en el tercer trimestre de 2010, según los datos de la Contabilidad Nacional. Así, el número de empleados permaneció estable en ese período, en niveles similares a los observados en el trimestre precedente, mientras que su tasa de variación interanual se situó en el -0,1%, frente al -0,6% del trimestre anterior. Este comporta-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

miento es coherente con el habitual retraso de dos o tres trimestres del empleo respecto a la recuperación de la actividad, un retraso que podría haberse prolongado en la expansión actual, debido al ajuste que registraron las horas por trabajador a lo largo de la crisis. Por el momento, esta variable no ha recobrado los niveles previos, pese al aumento observado desde mediados de 2009. Este desfase entre la recuperación de la producción y el empleo propició que la productividad aparente del trabajo registrara ritmos de avance superiores al 2 %, por tercer trimestre consecutivo, y que los costes laborales unitarios experimentaran un nuevo descenso, ya que el crecimiento de la remuneración por asalariado se mantuvo moderado. Por su parte, el avance del deflactor del PIB y el retroceso de los costes laborales unitarios permitió una nueva expansión de los márgenes empresariales, por tercer trimestre consecutivo (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente sugiere que en el cuarto trimestre el PIB mantuvo una tasa similar o algo superior a la del trimestre anterior, impulsado por la demanda exterior y el sector industrial. Así, tras el retroceso de septiembre, la producción industrial volvió a expandirse en octubre y en noviembre, mientras que los indicadores de confianza del sector elaborados por la Comisión Europea muestran registros positivos hasta enero de 2011, por primera vez desde que comenzó la crisis, y los basados en las encuestas

realizadas a los directores de compras finalizaban el año en un 57,1, muy por encima de su media histórica. En los servicios, en cambio, los indicadores ofrecen señales mixtas en el último trimestre de 2010, al apreciarse una mejora de los indicadores de confianza de la Comisión Europea que se mantuvo en enero y un ligero deterioro de las opiniones de los directores de compras, si bien se mantienen en valores muy superiores a los observados a comienzos del año. Por su parte, la construcción podría haber disminuido su ritmo de contracción, aunque todavía no se dispone de información para analizar cómo se vio afectada su actividad por las malas condiciones climatológicas observadas en el último mes del año pasado.

La recuperación de la industria que se aprecia en la mayoría de las economías (especialmente, en Alemania) se encuentra estrechamente ligada al comportamiento de las exportaciones, que volvieron a expandirse en los meses finales del 2010, aunque sin alcanzar el dinamismo de la primera mitad, a la vez que la valoración de la cartera de pedidos exteriores y las expectativas de exportación registraron un nuevo ascenso. Los indicadores más recientes relacionados con la demanda interna muestran mayores vacilaciones. Así, en el último trimestre de 2010 las ventas minoristas disminuyeron —con datos hasta noviembre—, en tanto que las matriculaciones de automóviles aumentaron, tras el notable retroceso de los trimestres previos. Por su parte, el índice de confianza de los consumidores se ha mantenido estable en valores negativos desde el verano de 2010 hasta enero de 2011. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva correspondiente al último trimestre de 2010 y al primero de 2011 mantuvo una trayectoria ascendente —aunque su nivel se encuentra todavía por debajo de su media de largo plazo— y la valoración de la cartera de pedidos de la industria aumentó. Por último, todos los indicadores cualitativos apuntan a una mejora del mercado de trabajo en el último trimestre, aunque la tasa de paro registró un leve ascenso, hasta el 10,1 % en octubre y en noviembre, frente al 10 % de los dos trimestres anteriores.

En definitiva, la información coyuntural más reciente confirma que la actividad del área del euro continuó expandiéndose en el último tramo de 2010 a un ritmo menor que el registrado en los meses centrales, debido a la progresiva desaparición de los estímulos de las políticas económicas, a la ralentización del crecimiento del comercio mundial y al final del proceso de reposición de inventarios observado en el primer semestre del año. El crecimiento de la actividad continúa muy asentado en la producción industrial y en las exportaciones, que podrían haberse visto favorecidas por la reciente depreciación del tipo de cambio del euro. En cambio, el gasto de las familias es todavía débil, en un contexto en que las elevadas tasas de desempleo, la moderación de los incrementos salariales y el paulatino aumento de las tasas de inflación están mermando su renta disponible real. La inversión de las empresas muestra también un avance moderado, pese al reciente aumento de los márgenes empresariales y al impulso de la demanda exterior, ya que los reducidos niveles que todavía mantiene la utilización de la capacidad productiva frenan las necesidades de ampliación de la capacidad instalada.

Más a medio plazo, las previsiones de los organismos internacionales mantienen una recuperación moderada para los próximos trimestres, con tasas que se situarían próximas al 1,5 % en el promedio de 2011 y al 2 % a finales de 2012, en un contexto en el que las necesidades de consolidación fiscal provocarán una contracción del consumo y de la inversión pública y el gasto privado irá tomando el relevo al empuje de la demanda exterior (véase cuadro 2). No obstante, este escenario se encuentra sujeto a importantes riesgos a la baja ligados a la inestabilidad de los mercados de deuda, que, de prolongarse, podría acabar afectando a la confianza de los hogares y de las empresas y provocando un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación.

	2010		2011		2012	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre 2010)	1,6-1,8	1,5-1,7	0,7-2,1	1,3-2,3	0,6-2,8	0,7-2,3
Comisión Europea (noviembre 2010)	1,7	1,5	1,5	1,8	1,8	1,7
FMI (enero 2011-octubre 2010) (b)	1,8	1,6	1,5	1,5	1,7	1,5
OCDE (noviembre 2010)	1,7	1,5	1,7	1,3	2,0	1,2
<i>Consensus Forecast</i> (enero 2011)	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,7
Eurobarómetro (enero 2011)	1,6	1,5	1,5	1,7	1,6	1,7

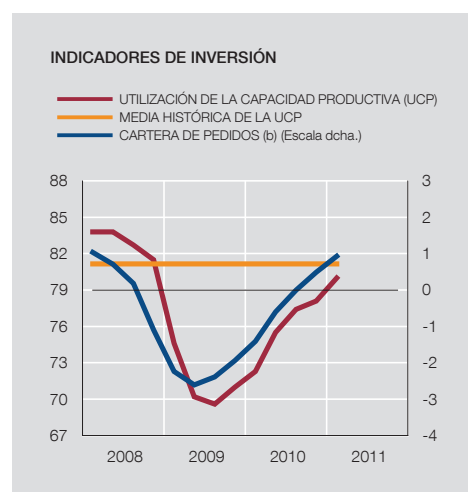
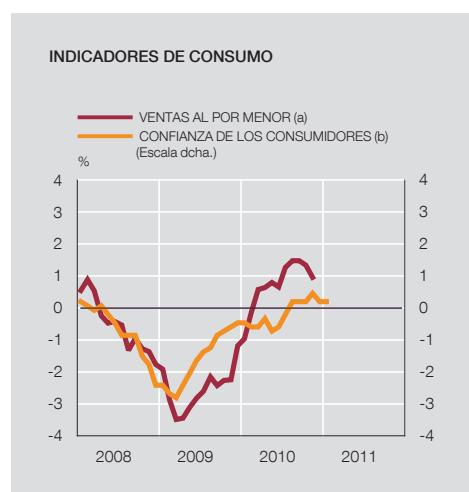
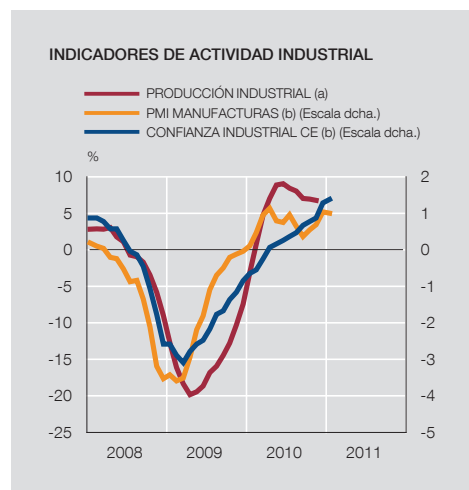
FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

b. Íterin de enero de 2011 para el PIB y octubre de 2010 para el IAPC.

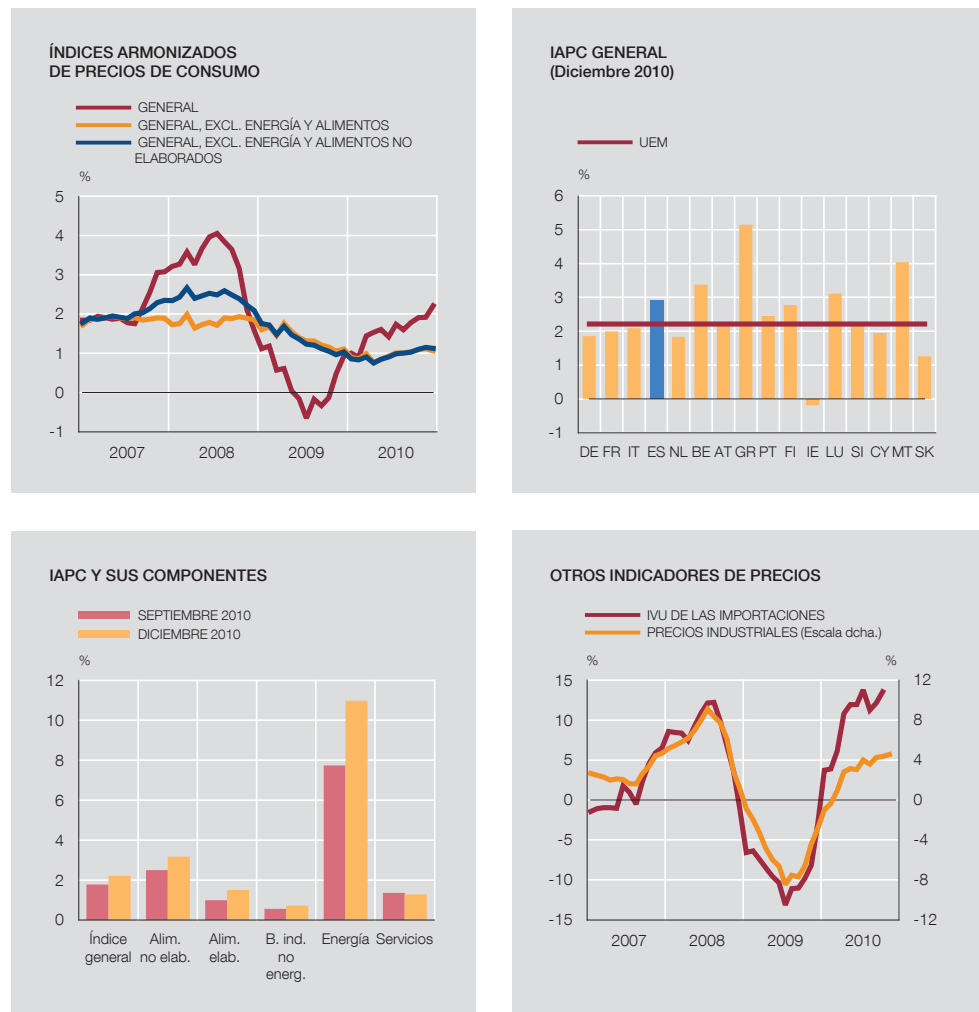
La tasa interanual de inflación finalizó el ejercicio en un 2,2 %, más del doble de la observada a finales de 2009 (0,9 %) y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, aumentó hasta el 2,4 % en enero. El deterioro de la inflación de los últimos meses se debe en buena medida al ascenso de los precios de los alimentos y de la energía, en consonancia con el aumento que registraron los precios de estos productos en los mercados internacionales, cuyos efectos se han visto amplificadas por la depreciación del tipo de cambio del euro. Pese a ello, la inflación subyacente medida por el IPSEBENE se mantuvo prácticamente estable en el último trimestre, en el 1,1 % (frente al 1 % del trimestre anterior), y destaca la ligera desaceleración de los servicios, que finalizaron el año con un avance de sus precios del 1,3 %, muy próximo a su mínimo histórico. En cambio, la inflación de los bienes industriales no energéticos aumentó dos décimas en el trimestre, situándose en el 0,7 % (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales crecieron un 4,5 % en octubre y noviembre, cinco décimas por encima de lo observado en el tercer trimestre del año. Todos los componentes mostraron una aceleración en el tramo final de 2010, aunque el repunte fue mayor en los precios de la energía. Las perspectivas de inflación a corto plazo se han deteriorado ligeramente, como reflejan las previsiones de distintos organismos internacionales, si bien es previsible que los encarecimientos recientes de las materias primas no provoquen efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios, debido a la fragilidad que aún mantienen la demanda y el mercado de trabajo (véase cuadro 2). En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen moderadas.

La balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 61,6 mm de euros en el período enero-noviembre, prácticamente igual que los 59 mm acumulados en el mismo período del año anterior. Por países, se aprecia una corrección importante de los desequilibrios por cuenta corriente de Irlanda (donde la intensa mejora de la competitividad de precio y de costes ha impulsado de manera notable sus exportaciones) y de España. Por el contrario, en Portugal o en Grecia, a pesar de haberse corregido en alguna medida, el déficit mantiene niveles elevados, próximos al 10 % del PIB. Por componentes, no se detectan grandes cambios respecto al año anterior: las subbalanzas de bienes y de servicios registraron un superávit por encima de 20 mm y 30 mm, respectivamente, mientras que las subbalanzas de rentas o transferencias corrientes experimentaron déficits de 10 mm y 104 mm, respectivamente. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo un mayor número de salidas netas de capitales en forma de inversión directa, de 103 mm, frente a los 84 mm de 2009, mientras que los flujos de inversión de cartera netos recibidos se aminoraron desde 240 mm, hasta los 147 mm. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, registró un déficit de 15 mm de euros entre enero y noviembre



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

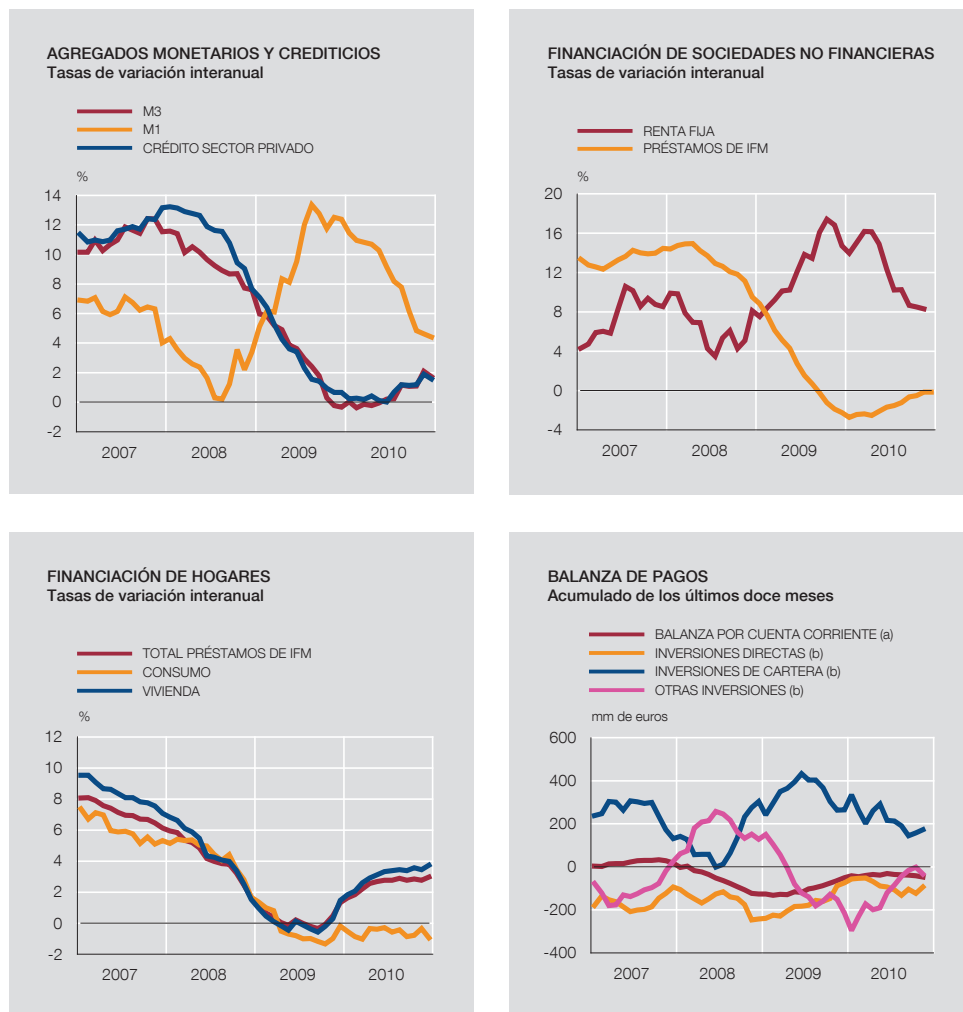
- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Series normalizadas.
- c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

de 2010, frente al superávit de 95 mm observado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

Por lo que respecta a las finanzas públicas, los resultados de los distintos países estuvieron en línea con los compromisos adquiridos en el marco del PEC, superándolos en algunos casos (como en Alemania, donde la corrección del déficit se ha visto favorecida por la fortaleza de la recuperación). Por su parte, los países que afrontan situaciones más complejas se vieron obligados a adoptar medidas fiscales adicionales en los meses finales del año. Así, la situación del sistema bancario irlandés acabó reflejándose en un acusado deterioro de sus finanzas públicas, a pesar de las medidas de consolidación presupuestaria que venía implementando desde 2009, y desembocó en la solicitud de asistencia financiera a las instituciones europeas y al FMI, que fue concedida el 28 de noviembre (véase recuadro 2). En Grecia, la segunda revisión del programa de ajuste realizada por el FMI, la CE y el BCE concluyó que los ajustes fiscales y las reformas emprendidas marchan a un ritmo adecuado, si bien para garantizar el cumplimiento de los objetivos fiscales para 2011 el Gobierno introdujo medidas complementarias, encaminadas a ampliar las bases impositivas y a racionalizar el gasto. Por último, Portugal, que sufrió continuas presiones en los mercados de deuda, aprobó una serie de medidas en noviembre que suponen un recorte del 5% de los salarios públicos y un aumento del



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.

tipo del IVA del 21 % al 23 %; e introdujo otras complementarias en diciembre, destinadas a aumentar el control del gasto de las Administraciones Públicas y a establecer un marco presupuestario plurianual.

Como resultado de todo lo anterior, las previsiones de otoño de la Comisión Europea situaron el déficit para el conjunto de la UEM en el 6,3 % del PIB, por debajo de lo previsto la pasada primavera (véase cuadro 3). Para el año 2011, de acuerdo con las previsiones y con los presupuestos aprobados para ese año, se espera una reducción adicional del déficit del conjunto del área —hasta el 4,6 %—, que incorpora una disminución del déficit ajustado de ciclo de 1,5 puntos porcentuales, por lo que la política fiscal adquiriría un tono restrictivo. Por su parte, la deuda pública del conjunto del área se situaría en el 84,1 % del PIB en el conjunto de 2010, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión, y podría ascender hasta el 86,5 % en 2011, con grandes diferencias por países.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Las tensiones en los mercados de deuda soberana del área volvieron a agravarse durante el último trimestre de 2010 y los primeros días de 2011. A lo largo de octubre, los diferenciales soberanos griego, irlandés y portugués frente al *Bund* alemán se elevaron, hasta rebasar a principios de noviembre niveles de 800 pb, 600 pb y 400 pb, respectivamente, en la referencia

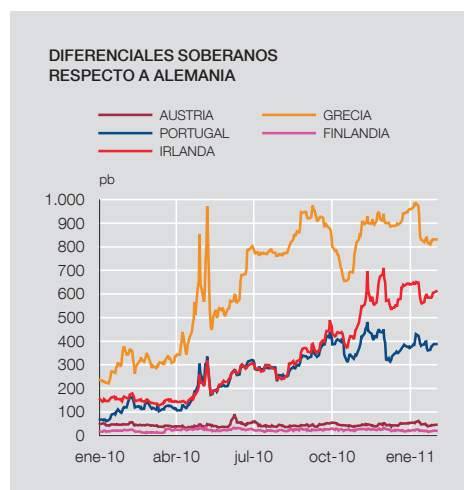
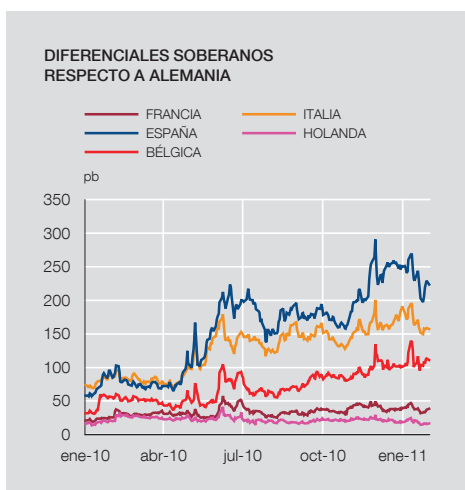
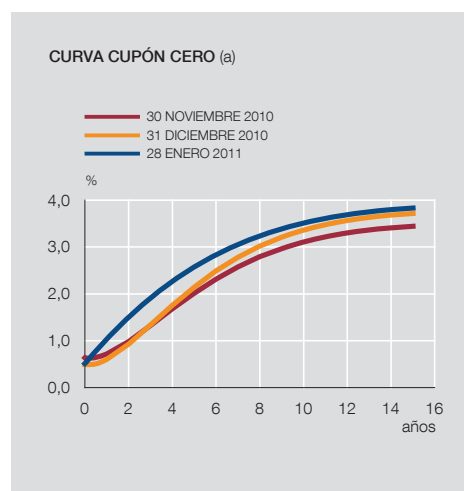
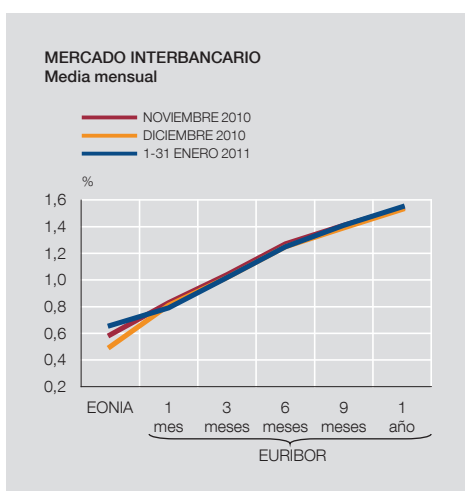
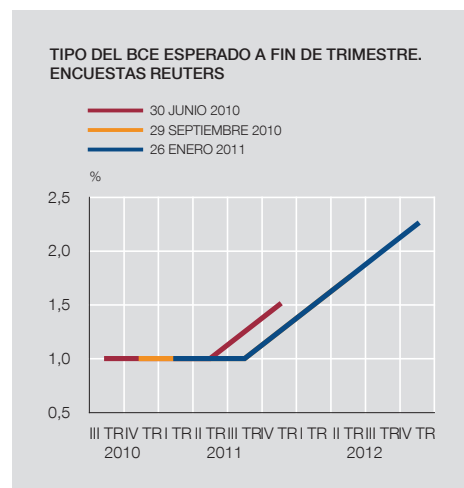
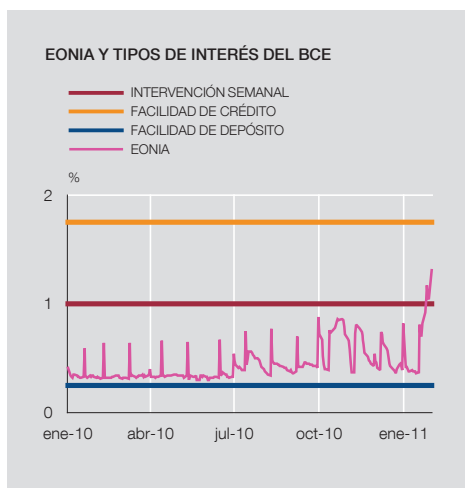
	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2008	2009	2010		2011	
		CE (b)	FMI (c)	CE (b)	FMI (c)	
Bélgica	-1,4	-6,1	-4,9	-4,8	-4,7	-5,1
Alemania	0,1	-3,0	-3,7	-4,5	-2,7	-3,7
Grecia	-9,6	-15,4	-9,6	-7,9	-7,4	-7,3
España	-4,2	-11,1	-9,3	-9,3	-6,4	-6,9
Francia	-3,3	-7,6	-7,8	-8,0	-6,3	-6,0
Irlanda	-7,3	-14,4	-32,3	-17,7	-10,3	-11,2
Italia	-2,7	-5,3	-4,9	-5,1	-4,2	-4,3
Luxemburgo	3,0	-0,7	-1,8	-3,8	-1,3	-3,1
Holanda	0,5	-5,4	-5,8	-6,0	-3,9	-5,1
Austria	-0,5	-3,5	-4,3	-4,8	-3,6	-4,1
Portugal	-3,0	-9,4	-7,3	-7,3	-4,9	-5,2
Finlandia	4,2	-2,7	-3,3	-3,4	-1,8	-1,8
Eslovenia	-1,8	-5,8	-5,8	-5,7	-5,3	-4,3
Chipre	0,9	-6,0	-5,9	-6,0	-5,7	-5,6
Malta	-4,8	-3,8	-4,2	-3,8	-3,0	-3,6
Eslovaquia	-2,1	-7,9	-8,2	-8,0	-5,4	-4,7
Estonia	-2,9	-1,8	-1,1	-1,1	-2,0	-1,7
PRO MEMORIA: UEM						
Saldo primario	1,0	-3,5	-3,5		-1,6	
Saldo total	-2,0	-6,3	-6,3	-6,5	-4,6	-5,1
Deuda pública	69,7	79,1	84,1	84,1	86,5	87,0

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 octubre de 2010.

a diez años. La inestabilidad acabó trasladándose en noviembre a otros países, como España, Italia y Bélgica, cuyos diferenciales sobrepasaron los máximos del episodio de turbulencias de mayo de 2010. Estas tensiones se dejaron sentir en una notable depreciación del euro y, de manera diferenciada, en las primas de riesgo privadas y en las cotizaciones bursátiles de los países afectados, particularmente en los sectores financieros. La situación acabó precipitando la solicitud de ayuda financiera a la UE/FMI por parte del Gobierno irlandés. Como se explica en detalle en el recuadro 2, la formalización del programa de asistencia a Irlanda a finales de noviembre tuvo un impacto muy limitado en los diferenciales, que no comenzaron a corregirse de manera apreciable hasta la segunda mitad de enero, a la vez que se produjo una recuperación del euro y de los mercados bursátiles.

El BCE mantuvo el tono acomodaticio de la política monetaria, ya que, a pesar del repunte de los precios en el corto plazo, las presiones inflacionistas a medio plazo continuaron siendo moderadas y las expectativas de inflación prosiguieron ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios. Así, el Consejo de Gobierno del BCE decidió dejar inalterados los tipos de interés oficiales en niveles históricamente reducidos en sus últimas reuniones de 2010 y en las dos primeras de 2011. El tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 1 %, nivel en el que se ha situado desde mayo de 2009, y el de las facilidades de crédito y de depósito, en el 1,75 % y el 0,25 %, respectivamente (véase gráfico 12). Asimismo, el BCE prosiguió con una política de apoyo al crédito, otorgando liquidez mediante subastas con adjudicación plena, que mantendrá al menos durante el primer trimes-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

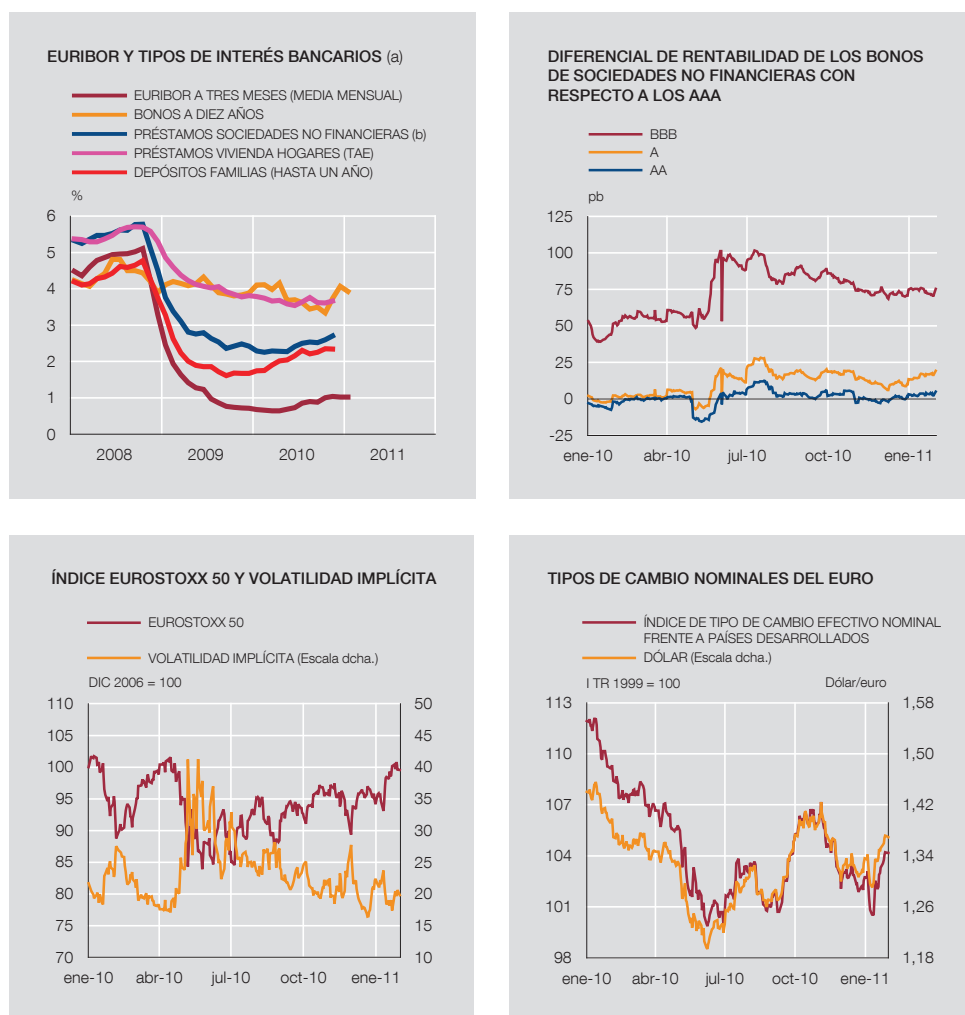
tre de 2011. También habilitó en diciembre una facilidad de liquidez con el Banco de Inglaterra, con la que podría facilitar libras esterlinas al sistema bancario hasta septiembre de 2011, aunque de momento no ha sido activada, y prorrogó hasta agosto el acuerdo con la Reserva Federal con el que extenderá la provisión de dólares a través de las subastas semanales. Finalmente, se reactivaron las operaciones del Programa para el Mercado de Valores, con compras que ascendieron a casi 13 mm de euros desde que se reiniciaron a mediados de noviembre, lo que eleva la cartera total adquirida por el BCE a algo más de 76 mm de euros.

Los tipos de interés del mercado interbancario prosiguieron la suave tendencia alcista, con un incremento de en torno a 15 pb desde finales de septiembre en las operaciones a más de un mes. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en niveles medios algo superiores al 1 % y al 1,5 % en enero. El diferencial del EURIBOR con respecto a la rentabilidad de las operaciones *repo* en plazos equivalentes se mantuvo en registros superiores a los 60 pb en el EURIBOR a un año, lo que sigue apuntando tensiones en los mercados de financiación interbancaria. Los tipos a largo de la UEM se elevaron más de 50 pb durante el cuarto trimestre y enero, hasta niveles que superaron el 4 % en la referencia a diez años. El *Bund* alemán a diez años incrementó su tipo más de 90 pb desde finales de septiembre, hasta situarse por encima del 3 %. Como se ha comentado anteriormente, en la segunda mitad de enero los diferenciales soberanos se estrecharon de manera apreciable, situándose en niveles similares a los observados en los primeros días de noviembre, aunque la volatilidad continúa siendo muy elevada.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo experimentaron un ligero ascenso, de manera particular en los títulos del sector financiero y en los países más golpeados por la crisis soberana. En relación con el crédito, el coste de los préstamos bancarios otorgados al sector privado se mantuvo sin cambios significativos en la financiación a hogares durante octubre y noviembre, mientras que en el caso de las empresas se elevó ligeramente. Así, el tipo de las nuevas operaciones de préstamo de sociedades no financieras se situó en el 2,8 % en noviembre, frente a los niveles mínimos del 2,4 % en la primavera de 2010, aumento que fue más pronunciado en las operaciones de gran tamaño —mayores de un millón de euros—. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) referente al cuarto trimestre indica que los criterios de aprobación de nuevos préstamos no se relajaron en el último trimestre, ni se espera que lo hagan en los próximos meses. La EPB confirma el suave incremento de la demanda de financiación de las empresas no financieras, previendo una intensificación en el primer trimestre de 2011.

En relación con la financiación del sector privado, el saldo de las emisiones de deuda de las empresas no financieras creció a ritmos elevados, superiores al 8 % interanual en noviembre, dentro de cierta tendencia a la moderación. Los préstamos bancarios, en cambio, mantuvieron una suave recuperación en el último trimestre de 2010, que se explica por la mejora de la financiación a más corto plazo, la que está más ligada a la actividad productiva. En términos interanuales, los préstamos a empresas redujeron su caída, que se situó en el -0,2 en diciembre. Los préstamos a hogares se comportaron de manera estable, con un crecimiento interanual en torno al 3,7 % en la financiación a vivienda, mientras que la destinada al consumo prosiguió contrayéndose.

Los mercados bursátiles tuvieron un comportamiento muy divergente por país y sector. El EUROSTOXX se revalorizó más de un 1,5 % en el último trimestre del año, lo que situó la caída acumulada en 2010 en torno al 6 % (véase gráfico 13). Salvo el DAX alemán, que se revalorizó más de un 16 % en el año, las principales bolsas europeas registraron descensos en sus índices bursátiles, más acusadas en el sector financiero y en los países afectados por las



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.

tensiones soberanas. El cambio de sentimiento en enero, con la relajación de las tensiones en los mercados de deuda y la publicación de algunos datos económicos positivos en Estados Unidos y Europa, revirtió esta tendencia de manera generalizada, con ascensos cercanos al 6% del EUROSTOXX.

El tipo de cambio del euro no fue ajeno a la inestabilidad de los mercados de deuda soberana en el área y la pérdida de confianza de los inversores se tradujo en una depreciación del euro del 2% en el cuarto trimestre en términos efectivos, lo que supuso más de un 8% en el conjunto del año 2010, tendencia que fue parcialmente corregida a principios de 2011.

Por último, el agregado monetario M3 incrementó de manera sustancial su crecimiento en el cuarto trimestre, hasta una tasa del 1,7% interanual en diciembre, lo que se explicó por efectos base en la tasa y factores puntuales que elevaron el componente menos líquido de valores negociables.

4 La economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el tercer trimestre de 2010 se produjo una pausa en el proceso de recuperación de la actividad económica, al registrar el PIB una variación intertrimestral nula, frente al crecimiento del 0,3 % del segundo trimestre. La demanda nacional disminuyó un 1,4 % en términos intertrimestrales, reflejando el impacto que tuvo la reversión de algunos de los efectos temporales que la impulsaron en la primera mitad del año. En cambio, la demanda exterior neta realizó una contribución positiva de la misma cuantía al crecimiento del PIB, que se explica porque la pérdida de dinamismo de la demanda nacional se trasladó a una intensa moderación de las importaciones. En términos interanuales, el producto creció un 0,2 %, dos décimas más que en el trimestre anterior.

De acuerdo con la última información disponible, en el cuarto trimestre la economía española habría retomado la senda de lenta recuperación mostrada en la primera mitad del año, alcanzando un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,2 % (véase gráfico 14). La demanda nacional, que no habría sido capaz de retomar el dinamismo del primer semestre del año, cayó un 0,4 % respecto al período anterior, mientras que la aportación de la demanda exterior fue positiva (en torno a seis décimas porcentuales), apoyada en la fortaleza de las exportaciones, en un contexto de mejora de nuestros mercados exteriores. En términos interanuales, se estima que el PIB creció un 0,6 %, cuatro décimas más que en el trimestre anterior.

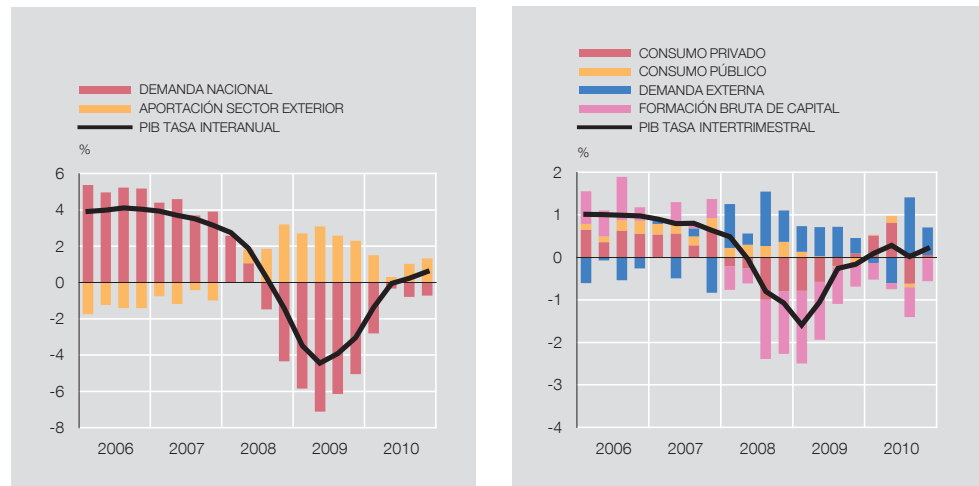
En línea con esta evolución de la actividad, el retroceso del empleo se ralentizó en el cuarto trimestre, hasta una tasa de descenso estimada del 1,3 % en términos interanuales, 0,4 pp menos pronunciada que en el trimestre anterior. Dada la evolución estimada del producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo habría continuado siendo intenso. Por su parte, la remuneración por asalariado volvió a ralentizarse con el impacto añadido del recorte de los salarios públicos. Como resultado, los costes laborales unitarios en el conjunto de la economía, que venían cayendo desde el tercer trimestre de 2009, acentuaron ligeramente su ritmo de descenso. Finalmente, la tasa de variación del IPC repuntó de forma notable a lo largo del último trimestre del año, de forma que la inflación interanual se situó en el 3 % en diciembre —nueve décimas más que en septiembre—. Esta evolución estuvo determinada principalmente por el componente energético. No obstante, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— también se aceleró a lo largo del trimestre (hasta el 1,5 %, cuatro décimas más que al inicio del mismo).

4.1 Demanda

En el cuarto trimestre de 2010, el consumo privado habría mostrado un crecimiento intertrimestral prácticamente nulo tras el intenso retroceso experimentado en el período precedente, lo que habría llevado a que la tasa interanual se mantuviera estable (véase gráfico 15). Como ya se ha señalado, en el tercer trimestre se produjo una intensa desaceleración del consumo, como consecuencia de la reversión de los efectos de un conjunto de factores que lo habían impulsado en la primera mitad del año. En parte, la debilidad del gasto de consumo de las familias en los tres meses finales del ejercicio apunta a una prolongación de la influencia negativa de esos factores de naturaleza transitoria. Pero se explica también por la existencia de un contexto poco propicio para esas decisiones de gasto, caracterizado por la evolución aún negativa del mercado laboral, la disminución del valor de la riqueza inmobiliaria, condiciones crediticias todavía relativamente restrictivas y aumentos impositivos. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares moderaron en el cuarto trimestre su caída intertrimestral hasta el 2,8 % (tras el retroceso del 22 % del tercero). Asimismo, el índice de comercio al por menor registró una caída intertrimestral del 1,2 %, similar a la del ter-

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA. APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB (a)

GRÁFICO 14

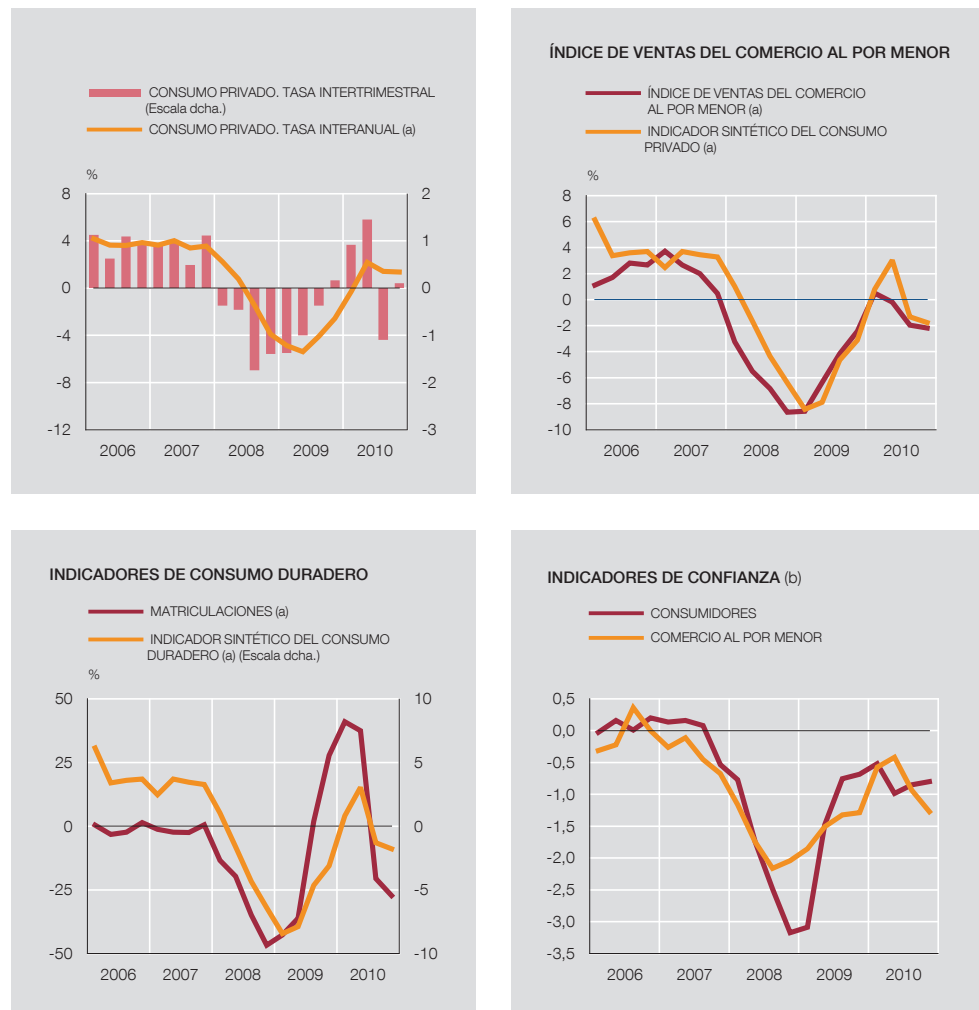


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

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).

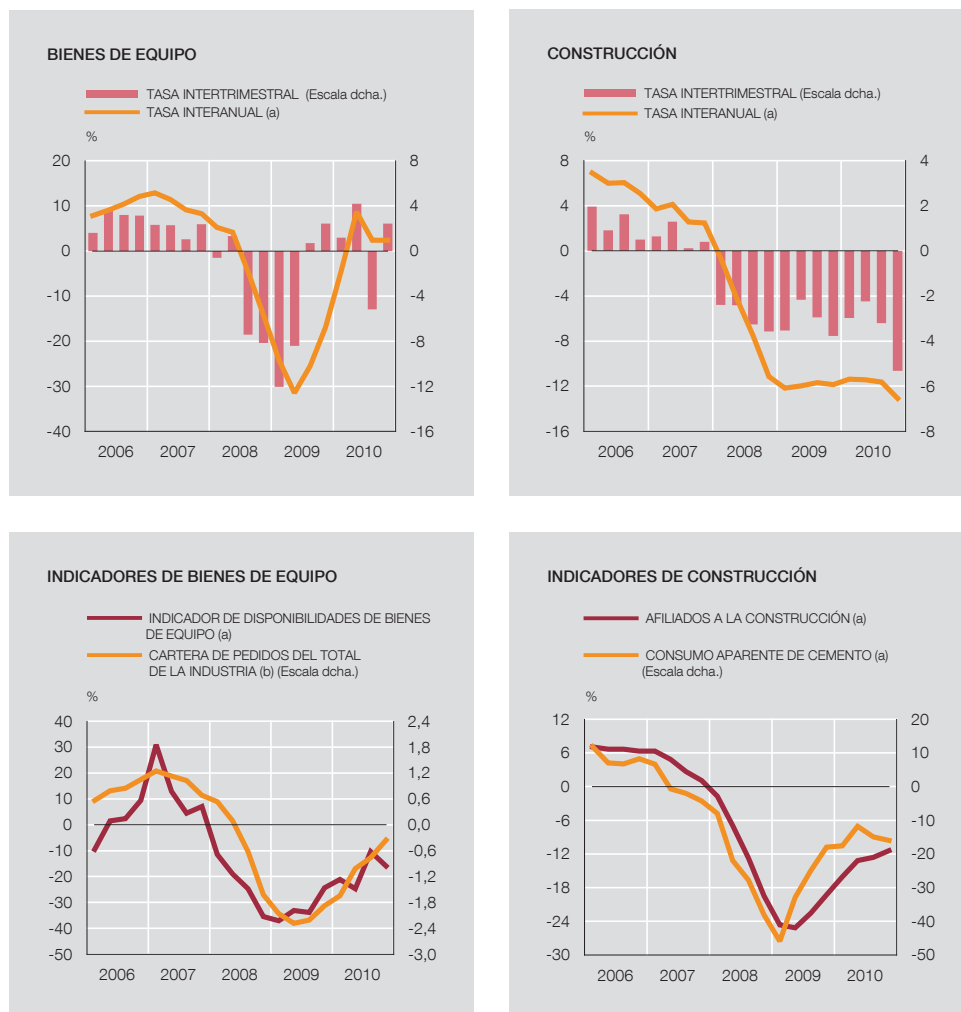
cer trimestre. Por el contrario, las ventas de grandes empresas moderaron su ritmo de caída interanual en octubre y en noviembre. Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores de la Comisión Europea experimentó una ligera mejora en la media del cuarto trimestre, aunque con un perfil de deterioro a lo largo del mismo, mientras que la confianza de los comerciantes minoristas empeoró en el trimestre final del año. Ya en enero, el indicador de los consumidores experimentó una cierta mejora, mientras que el de los minoristas permaneció estable.

De acuerdo con la información disponible de las cuentas no financieras de los sectores institucionales (que abarca hasta el tercer trimestre de 2010), la renta de las familias intensificó ligeramente su ritmo de caída en términos acumulados de cuatro trimestres. Por un lado, esto fue resultado del descenso de la contribución de las rentas de la propiedad, que pasó a ser negativa, principalmente como consecuencia de la desfavorable evolución de los intereses. Por otro lado, la aportación positiva de las AAPP al sostenimiento de la renta de los hogares experimentó una nueva reducción, debida al comportamiento de los impuestos directos y de las prestaciones sociales. La evolución de estos dos componentes no pudo ser compensada por la de las rentas primarias (remuneración de asalariados y excedente), que atenuaron sus ritmos de descenso. Esta evolución de la renta disponible, en coincidencia con un aumento de la tasa de inflación, habría limitado el poder adquisitivo de las familias en los últimos meses y, con ello, las posibilidades de que la recuperación del consumo privado gane intensidad. De hecho, la trayectoria de la renta y del consumo que se ha descrito hasta el tercer trimestre dio lugar, de nuevo, a una caída de la tasa de ahorro, en esta ocasión de 1,2 pp, hasta situarse en el 14,4%, 3,6 pp menos que a finales de 2009.

Con respecto al consumo final de las AAPP, se estima que habría vuelto a mostrar un descenso intertrimestral en el cuarto trimestre, a tenor de la información disponible procedente de la ejecución presupuestaria del Estado.

Por su parte, la inversión en bienes de equipo habría registrado un crecimiento intertrimestral positivo en el cuarto trimestre, mientras que el ritmo de avance interanual se habría mantenido estable. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga cerraron el cuarto trimestre con un aumento intertrimestral del 7,8%, en contraste con la caída del 13,3% del tercer trimestre, mientras que las ventas de grandes empresas (con información hasta noviembre) habrían desacelerado en algo más de dos puntos su ritmo de retroceso interanual. Los datos de producción interior de bienes de equipo referidos a octubre y a noviembre también reflejan una atenuación de su contracción interanual en el tramo final del año, a la vez que las importaciones mantuvieron un fuerte dinamismo en esos mismos meses. Entre los indicadores cualitativos, la utilización de la capacidad productiva se habría incrementado en 1,1 pp al inicio del año. Además, la confianza de los empresarios en el sector industrial mejoró en el cuarto trimestre del año, tanto en el conjunto de las ramas manufactureras como en las productoras de bienes de equipo, mientras que, por el contrario, la confianza en los servicios empeoró en el mismo período. En enero, la evolución de estos indicadores fue la opuesta, aunque las variaciones fueron, en todo caso, pequeñas.

La información disponible de las cuentas no financieras de las sociedades no financieras para el tercer trimestre de 2010 también es favorable a una recuperación de la inversión en bienes de equipo, pues de ellas se desprende que estos agentes estarían recomponiendo su situación patrimonial, disminuyendo su ratio de endeudamiento y mejorando su rentabilidad. Con datos acumulados de cuatro trimestres, las necesidades de financiación experimentaron una notable corrección, hasta tornarse en una ligera capacidad de financiación, algo inédito en la serie histórica. Esta evolución se debió al incremento del ahorro empresarial, impulsado por el



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).

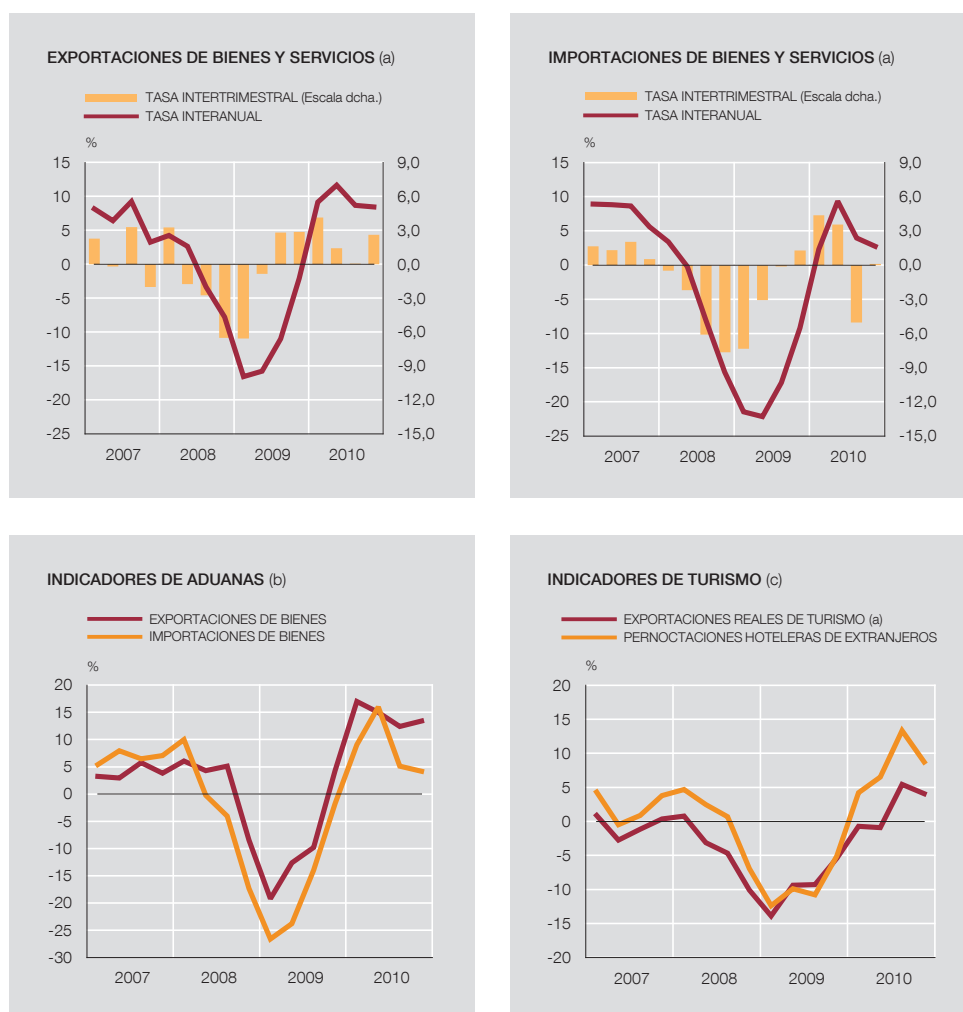
aumento del excedente, la disminución de la carga de intereses y el descenso de los impuestos pagados, mientras que la inversión de estos agentes continuó cayendo, pero con menor intensidad que en los trimestres precedentes.

El comportamiento contractivo de la inversión en construcción se habría agudizado en el cuarto trimestre de acuerdo con la información más actualizada (véase gráfico 16). Los indicadores del conjunto del sector relativos a los consumos intermedios, como el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción, mostraron una acentuación de los ritmos de caída interanual, mientras que, en cambio, los relativos al empleo presentaron retrocesos interanuales ligeramente más moderados que los del trimestre anterior. Esta evolución divergente es compatible con la intensificación del proceso de consolidación fiscal en el ámbito de la obra pública, menos intensiva en mano de obra que otros segmentos de la construcción. Adicionalmente, los indicadores de opiniones de los empresarios del sector procedentes 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 meses finales del año, evolución que se repitió en enero.

Por tipo de obra, la caída intertrimestral de la inversión en edificación residencial se habría moderado en relación con el trimestre precedente, como consecuencia de la disminución de la brecha negativa entre el número de viviendas iniciadas y el de terminadas. Además, las tendencias actuales de iniciación y terminación de viviendas conducirían a una prolongación de la trayectoria de disminuciones menos pronunciadas de la inversión en vivienda en los próximos trimestres. Por el lado de la demanda de activos residenciales, en el segundo semestre del año ha podido observarse un descenso significativo de las transacciones en el mercado de la vivienda, que probablemente cabe atribuir al efecto del adelantamiento de algunas decisiones de adquisición a los meses anteriores al aumento del IVA en julio. La información más reciente en este sentido, referida a noviembre, parece apoyar un comportamiento algo más dinámico de las transacciones en el tramo final del año pasado, que podría intensificarse en diciembre a la luz de la mejora de los indicadores de accesibilidad, derivada del descenso en el precio de la vivienda y, sobre todo, del impulso transitorio asociado a la eliminación parcial de la deducción fiscal en el IRPF por compra de vivienda a partir del pasado 1 de enero. Por su parte, los visados de edificación no residencial mostraron en el cuarto trimestre una severa pérdida de tono. Finalmente, la inversión en obra pública evolucionó desfavorablemente durante el último trimestre del año, como consecuencia de la intensificación del proceso de consolidación presupuestaria en el ámbito de las distintas Administraciones Públicas.

La última información disponible sobre la demanda exterior neta apunta a una nueva aportación positiva al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2010. En concreto, esa contribución se habría situado en 0,6 pp en términos intertrimestrales y en torno a 1,3 pp interanuales, tres décimas más que en el tercer trimestre. Esta mejora fue resultado de una evolución más dinámica de las exportaciones que de las importaciones (véase gráfico 17). La suave ralentización del avance interanual de las compras exteriores está en consonancia con la debilidad de la demanda nacional, especialmente del consumo de los hogares. La evolución interanual estimada es coherente con un estancamiento de la demanda de importaciones en tasa intertrimestral. Por su parte, las exportaciones mantuvieron una notable fortaleza en el cuarto trimestre de 2010, que se manifiesta en un crecimiento interanual análogo al del tercero, en un contexto internacional caracterizado por el fuerte avance de las economías emergentes —especialmente Asia y Latinoamérica— y por la consolidación de la recuperación en las economías desarrolladas, tal y como se desprende de los datos más recientes de comercio mundial de bienes, que mantienen tasas de avance elevadas. En cuanto a la evolución de los indicadores de competitividad, la información hasta noviembre señala que la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal permitió compensar el ligero avance que experimentaron los precios relativos, lo que se tradujo en una mejora de los índices de competitividad-precio frente a los países desarrollados.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 15 % en tasa interanual en el promedio de octubre y noviembre, acelerándose en comparación con el tercer trimestre, en el que crecieron un 11,7 %. En el bimestre octubre-noviembre, los grupos de bienes que experimentaron un comportamiento más dinámico fueron, según Aduanas, los bienes intermedios y de equipo, con tasas de avance del 31,4 % y del 25,8 %. Por áreas geográficas, la mejora se extendió tanto a las ventas reales dirigidas a la UE como, en mayor medida, a las destinadas a terceros mercados (con avances del 13 % y del 19,2 %, respectivamente). En la vertiente comunitaria cabe resaltar el buen tono de las ventas destinadas a nuestros principales mercados —Francia y Alemania, con tasas de crecimiento en torno al 13 %— y el dinamismo aún más pronunciado de las exportaciones dirigidas a Italia y al Reino Unido. En el ámbito no comunitario destacan los abultados avances que registraron las exportaciones a los países del sudeste asiático, China, Rusia y América Latina, en el entorno del 30 % interanual en todos los casos.



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 cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos, disponible hasta noviembre, apunta a una evolución favorable de esta rúbrica en el cuarto trimestre, aunque con un avance menos intenso que en el tercero. Los indicadores del turismo receptor han tendido a moderarse en términos interanuales en el cuarto trimestre, evolución que está relacionada, al menos parcialmente, con las dificultades para los desplazamientos por vía aérea inducidas por el conflicto de los controladores aéreos españoles y por la desfavorable climatología en el centro y norte de Europa. Así, el indicador de pernoctaciones hoteleras efectuadas por viajeros extranjeros procedente de la Encuesta de Ocupación Hotelera creció un 8,9% en el cuarto trimestre, lo que supone una desaceleración de más de 3 pp frente al trimestre anterior. Por su parte, el crecimiento de las entradas de turistas extranjeros se ralentizó en una magnitud similar, hasta el 1,4%, debido a los retrocesos de las llegadas de turistas británicos y alemanes, mientras que los nórdicos e italianos aceleraron los elevados ritmos de expansión mostrados en el tercer trimestre. Asimismo, el gasto nominal de los visitantes extranjeros, de acuerdo con EGATUR, alcanzó un crecimiento interanual del 4,4% en el promedio de octubre y noviembre (4,3% en el tercer trimestre), acompañado por un ligero avance del gasto por turista (del 0,8%). En cuanto a las exportaciones de servicios

no turísticos, los indicadores de Balanza de Pagos anticipan un tono positivo en el cuarto trimestre, en consonancia con la evolución del tráfico de mercancías.

En la vertiente importadora, las compras exteriores de bienes crecieron, de acuerdo con Aduanas, un 2,8% en términos interanuales en el bimestre octubre-noviembre, lo que supone una ralentización de 2 pp con respecto a la tasa observada en el tercer trimestre. En el promedio de los once primeros meses del año, las importaciones reales de Aduanas aumentaron un 8,6%, en claro contraste con el desplome que acusaron en el conjunto de 2009 (-17,4%). Por grupos de productos, en el período octubre-noviembre el mayor vigor descansó en las compras exteriores de bienes intermedios no energéticos (13,9%) y en las de bienes de equipo (9,1%). Por el contrario, las importaciones de bienes de consumo intensificaron su descenso hasta el -17,3%, como consecuencia del retroceso en el componente de bienes no duraderos, pues los duraderos moderaron su recorte interanual tras las fuertes caídas del tercer trimestre.

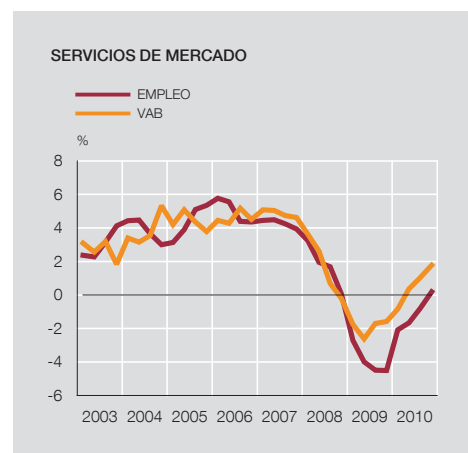
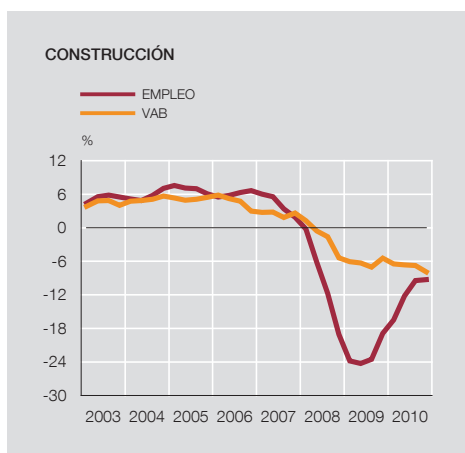
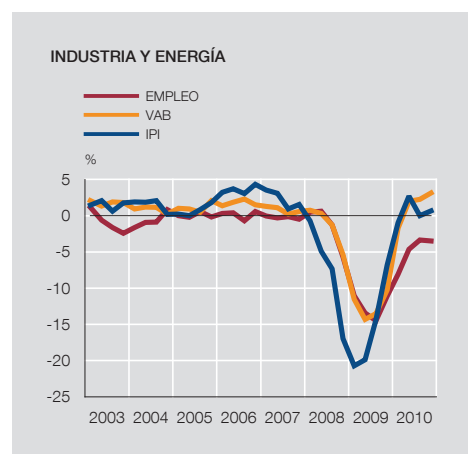
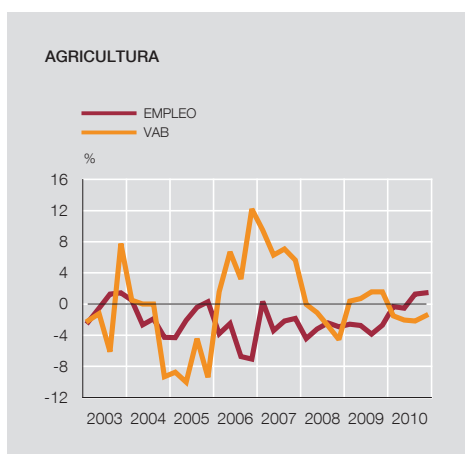
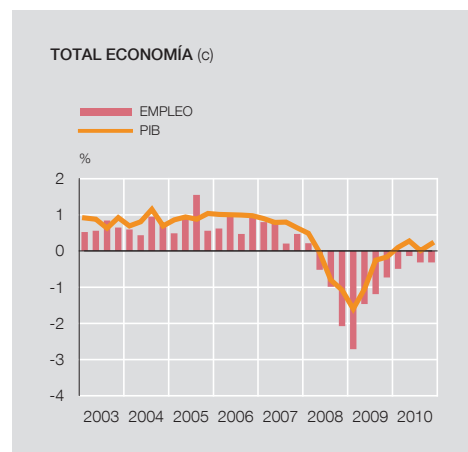
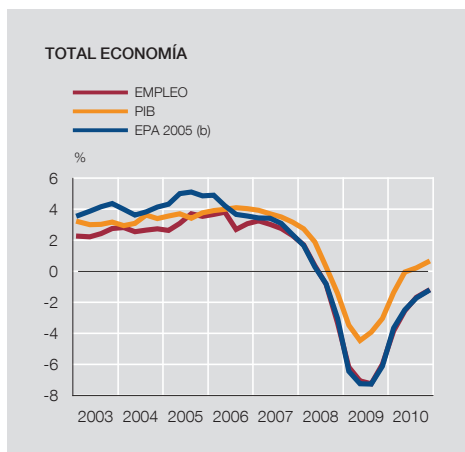
En cuanto a las importaciones reales de servicios, los indicadores disponibles apuntan a un cierto deterioro en el cuarto trimestre de 2010, como consecuencia del debilitamiento del componente de servicios no turísticos, mientras que las importaciones turísticas mantienen un tono dinámico.

4.2 Producción y empleo

Durante el cuarto trimestre del año, el valor añadido bruto de la economía de mercado experimentó un modesto avance en términos intertrimestrales, de magnitud análoga al del trimestre anterior. No obstante, esto resultaría de una evolución divergente por ramas, estimándose que se produjo un fortalecimiento de la actividad de las ramas de la industria y energía en comparación con el trimestre anterior, mientras que, por el contrario, la construcción y los servicios de mercado habrían mostrado un comportamiento más desfavorable (véase gráfico 18).

En concreto, la información disponible de los indicadores referidos a la industria apunta a un retorno a tasas intertrimestrales positivas de crecimiento del valor añadido, tras el retroceso que registró esta rama en el tercer trimestre. En concreto, el índice de producción industrial (IPI) volvió a recuperar cierto pulso en el tramo final del año, lo que le habría permitido, a falta del dato de diciembre, cerrar el año con tasas de variación positivas en el conjunto del ejercicio, tras la contracción de casi 16 pp en 2009. Por su parte, los indicadores de empleo siguieron atenuando su ritmo de caída en el cuarto trimestre y los indicadores de opinión mostraron también una evolución más positiva en ese período. El sector de la construcción intensificó su ritmo de caída del valor añadido, como consecuencia, como se ha mencionado, de la fuerte contracción de la obra civil asociada al proceso de consolidación fiscal que están llevando a cabo las distintas AAPP.

Los indicadores disponibles relativos a los servicios de mercado mostraron un tono de menor pujanza que el trimestre anterior. Entre los indicadores cualitativos, el PMI de servicios volvió a situarse claramente por debajo del nivel 50 de referencia en el período octubre-diciembre, contrastando con el panorama más favorable que se dibuja para el conjunto del área del euro. Asimismo, la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa al sector de servicios registró también un retroceso en el trimestre final del año (si bien el dato de enero corrigió parcialmente ese descenso). Por su parte, la información disponible de los indicadores cuantitativos relativa al cuarto trimestre corrobora la relativa debilidad del sector. En concreto, el número de afiliados, que se mantuvo inalterado en términos intertrimestrales, experimentó un modesto crecimiento interanual del 0,4%. Por último, los datos del índice de actividad del sector servicios y de ventas de grandes empresas, con información hasta noviembre, siguen mostrando caídas interanuales, aunque menos pronunciadas que en el tercer trimestre.



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

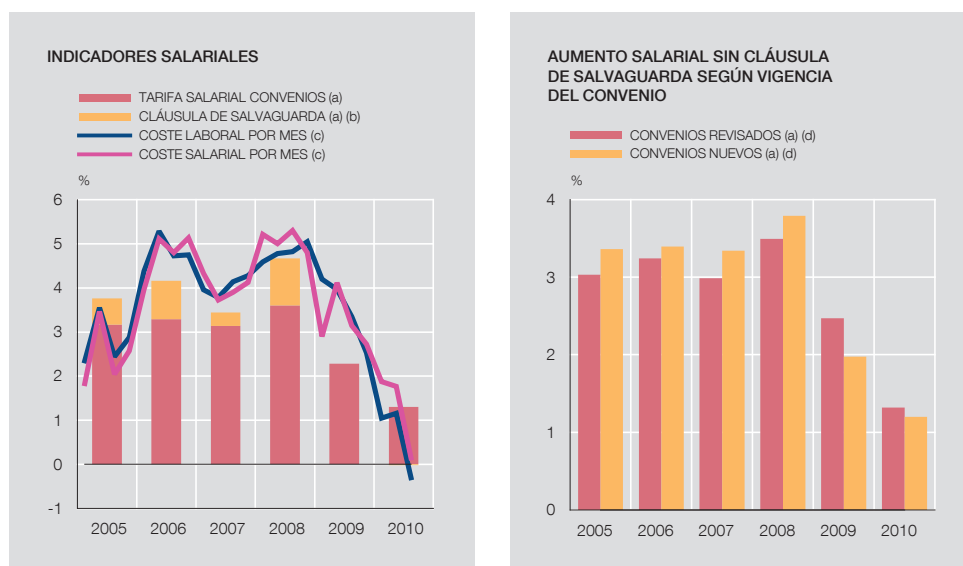
- a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b. Series enlazadas 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.

En el mercado de trabajo, los indicadores mensuales mostraron una ligera moderación en el ritmo de caída interanual del empleo durante el cuarto trimestre del año. Así, la afiliación media a la Seguridad Social mostró una progresiva —aunque suave— mejora a lo largo del trimestre, hasta disminuir un 1,3%, tres décimas menos pronunciada que en el tercer trimestre. No obstante, en términos intertrimestrales, la serie ajustada de estacionalidad muestra una estabilidad en el ritmo de caída, con un descenso similar al de trimestres anteriores (-0,3%). Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) evolucionó en el cuarto trimestre de forma similar a como lo hizo en el tercero (con un crecimiento interanual del 2,5%), observándose una aceleración en la contratación indefinida, provocada principalmente por el buen comportamiento de las conversiones de contratos temporales a indefinidos (15,5%), ya que los indefinidos iniciales continuaron registrando retrocesos, aunque a menor ritmo.

Por su parte, la EPA del cuarto trimestre muestra una caída interanual del empleo del -1,3%, inferior en 0,4 pp a la del trimestre anterior. La construcción y los servicios no de mercado son las únicas ramas que experimentaron un comportamiento peor que en el trimestre precedente. Las restantes ramas presentaron un comportamiento mejor, con tasas interanuales positivas en agricultura y servicios. La ralentización en el ritmo de caída del empleo afectó exclusivamente al colectivo de no asalariados, que disminuyeron un 1,9%, frente al 4,0% del trimestre pasado, mientras que los asalariados mantuvieron el descenso del 1,2% del trimestre precedente. Por nacionalidad, la intensidad de destrucción de puestos de trabajo se ralentizó tanto entre los trabajadores extranjeros, con una caída del empleo del 1,5%, como entre los trabajadores españoles (-1,2%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales volvieron a moderar su ritmo de caída interanual (-2,2%), aunque mantiene un ajuste superior al observado en el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 0,8%. Como resultado, la ratio de temporalidad se redujo ligeramente hasta el 24,8%, ocho décimas inferior a la observada el trimestre anterior y tres décimas inferior a la existente un año antes (25,1%). Por último, la contratación a tiempo parcial detuvo prácticamente el ritmo de crecimiento que presentaba desde principios de año con un aumento del 0,2%, mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 1,5%. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 13,4%, frente al 13,3% de un año antes.

La población activa avanzó al mismo ritmo que el trimestre anterior (0,6%), en un entorno de estabilidad de la población mayor de 16 años (0,2%) y ligero aumento interanual de la tasa de actividad, que se situó en el 60%, frente al 59,8% observado en el cuarto trimestre de 2009. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina aumentó un 2,1% en el cuarto trimestre, mientras que el colectivo masculino intensificó ligeramente su senda descendiente (del -0,4% del tercer trimestre al -0,6% del cuarto). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera cayeron un 0,6%, en línea con el proceso de reducción de la población extranjera (-0,6% en términos interanuales). Como resultado, la tasa de actividad de este colectivo se situó en el 76,2%, prácticamente igual 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%.

Finalmente, el desempleo aumentó en 121.900 personas respecto al tercer trimestre, de forma que el número de parados se situó en los 4,7 millones. En términos interanuales, el avance del paro se moderó hasta una tasa de variación interanual del 8,6%, por debajo del 10,9% del trimestre precedente. Por su parte, la tasa de paro aumentó en cinco décimas en el trimestre, hasta alcanzar el 20,3% de la población activa. De igual forma, los datos del paro registrado del SPEE confirmaron la progresiva moderación de la senda de deterioro del mercado de trabajo, con un aumento del número de parados en el cuarto trimestre de 2010 del 6%, frente al 9,3% del tercer trimestre.



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

a. El último año, con información de convenios colectivos hasta diciembre de 2010.

b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.

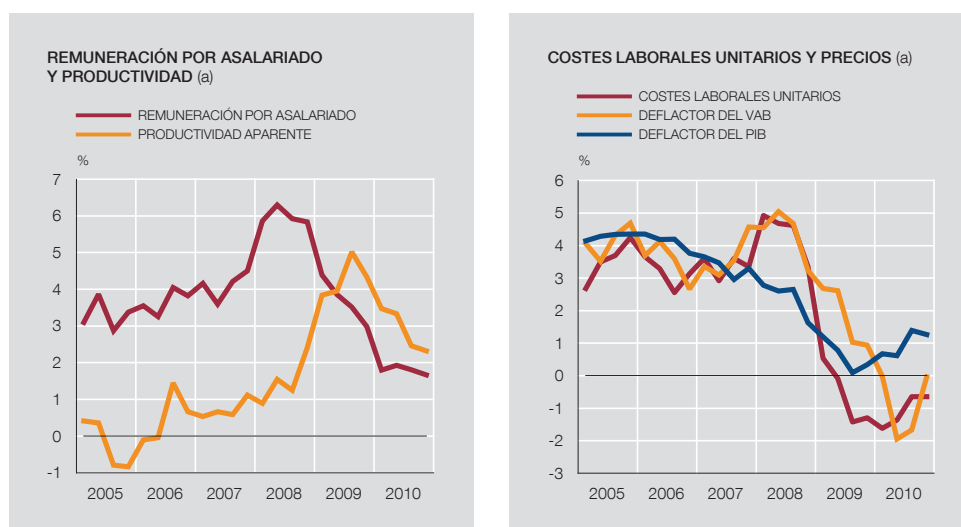
c. ETCL. Tasas de variación interanuales.

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.

4.3 Costes y precios

Las subidas pactadas de las tarifas salariales en el conjunto del año 2010 ascendieron al 1,3% (véase gráfico 19). Esto supone una notable moderación en comparación con 2009, que resulta más acorde con la desfavorable situación del mercado laboral. A estos menores incrementos contribuyó el acuerdo firmado por los agentes sociales en febrero del año pasado, que fijó el 1% como límite superior para el aumento de las tarifas en 2010. No obstante, los crecimientos acordados en los convenios de nueva firma superaron ligeramente esta tasa. Por su parte, la desfavorable evolución del IPC en meses recientes podría estar afectando ya a los incrementos salariales, como parece indicar el hecho de que los convenios firmados en la última parte de 2010 hayan incluido por término medio subidas de las tarifas algo superiores a las acordadas en meses anteriores. Este leve repunte de los salarios pactados se produce, además, en un contexto en que una proporción importante de los convenios se encuentra aún pendiente de firma. En concreto, los convenios registrados hasta diciembre afectan a 7,1 millones de trabajadores, cifra inferior en un tercio a la registrada en 2009. Finalmente, el actual rebrote inflacionista podría impactar negativamente sobre la moderación salarial a través de la cláusula de salvaguarda, cuya presencia, aunque menor que en años anteriores, es aún importante, pues afecta a un 45,8% de trabajadores, frente al 70,5% de diciembre de 2009. Dada la naturaleza transitoria de la actual perturbación inflacionista, resulta deseable que los márgenes y los salarios no reaccionen ante ella tratando de preservar su nivel en términos reales, tal y como se analiza en el artículo sobre «La evolución reciente de la inflación española y perspectivas a corto plazo» en este mismo Boletín.

En términos de la CNTR del cuarto trimestre de 2010, se espera que el ritmo de expansión de la remuneración por asalariado en el total de la economía haya experimentado una moderación adicional a la estimada por el INE para el tercer trimestre, período en el que esta variable creció a una tasa interanual del 0,5%, 1 pp menos que en el segundo (véase gráfico 20). Esta ralentización en el último trimestre se explica casi en su totalidad por la



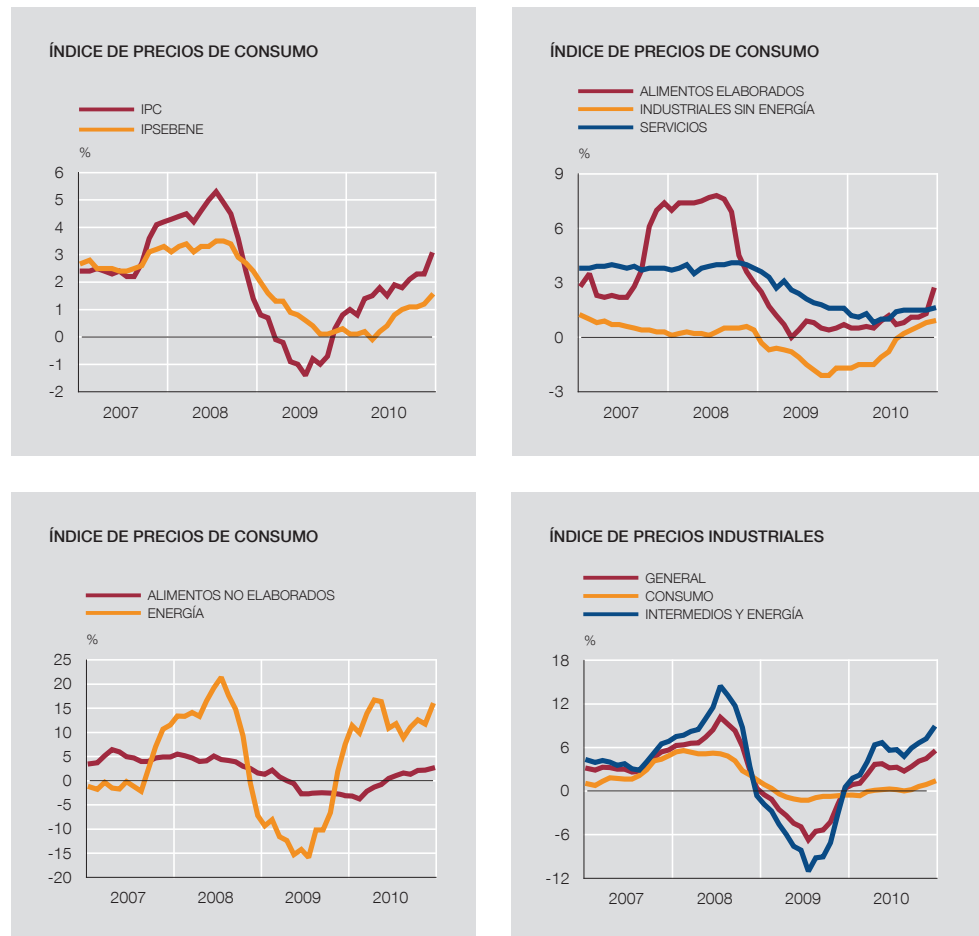
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

evolución observada en los servicios no de mercado. En conjunto, en 2010 el incremento de la remuneración en la economía de mercado es superior a los incrementos salariales acordados en la negociación colectiva, lo que refleja el fenómeno de deriva positiva habitualmente observado en períodos de destrucción de empleo, debido a un efecto de composición según el cual la pérdida de puestos de trabajo incide de forma más que proporcional sobre los empleos con una remuneración inferior a la media. En el cuarto trimestre, el crecimiento algo menor de los salarios de Contabilidad Nacional, junto con el mantenimiento del dinamismo del ritmo de avance de la productividad, habría conducido a un descenso de los costes laborales unitarios en la economía de mercado, de magnitud similar a la del trimestre anterior.

Los deflatores de la mayor parte de los componentes de demanda mantuvieron, en el cuarto trimestre del año, crecimientos interanuales similares a los del trimestre anterior. La mayor novedad vendría dada por la desaceleración del deflactor del consumo público, explicada por el recorte de los salarios públicos. Tanto la tasa de variación del componente interior de la inflación como la del componente exterior (medidos, respectivamente, por los deflatores del PIB y de las importaciones) habrían experimentado una estabilización, aunque en valores superiores a los de principios del año.

Los distintos indicadores de precios de consumo continuaron acelerándose a lo largo del cuarto trimestre. La tasa interanual del IPC creció hasta el 3% en diciembre, nueve décimas más que al final del trimestre anterior. Aunque por componentes el comportamiento alcista de la inflación fue generalizado (véase gráfico 21), esta evolución se explica, sobre todo, por la energía, cuyo precio se encareció entre septiembre y diciembre en 4,5 pp, hasta el 15,6%, reflejando la subida de los carburantes, aunque también de otros subcomponentes, como la electricidad y el gas. La aceleración de los precios de los alimentos también fue destacable (1,4 pp, hasta el 2,6%). Por el contrario, el repunte fue más moderado en el caso de los bienes industriales no energéticos y, sobre todo, en el de los servicios. Como resultado de la evolución de los distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— elevó su ritmo de variación en menor medida que el IPC (concretamente en cuatro décimas, hasta el 1,5%). El INE ha comenzado a publicar un



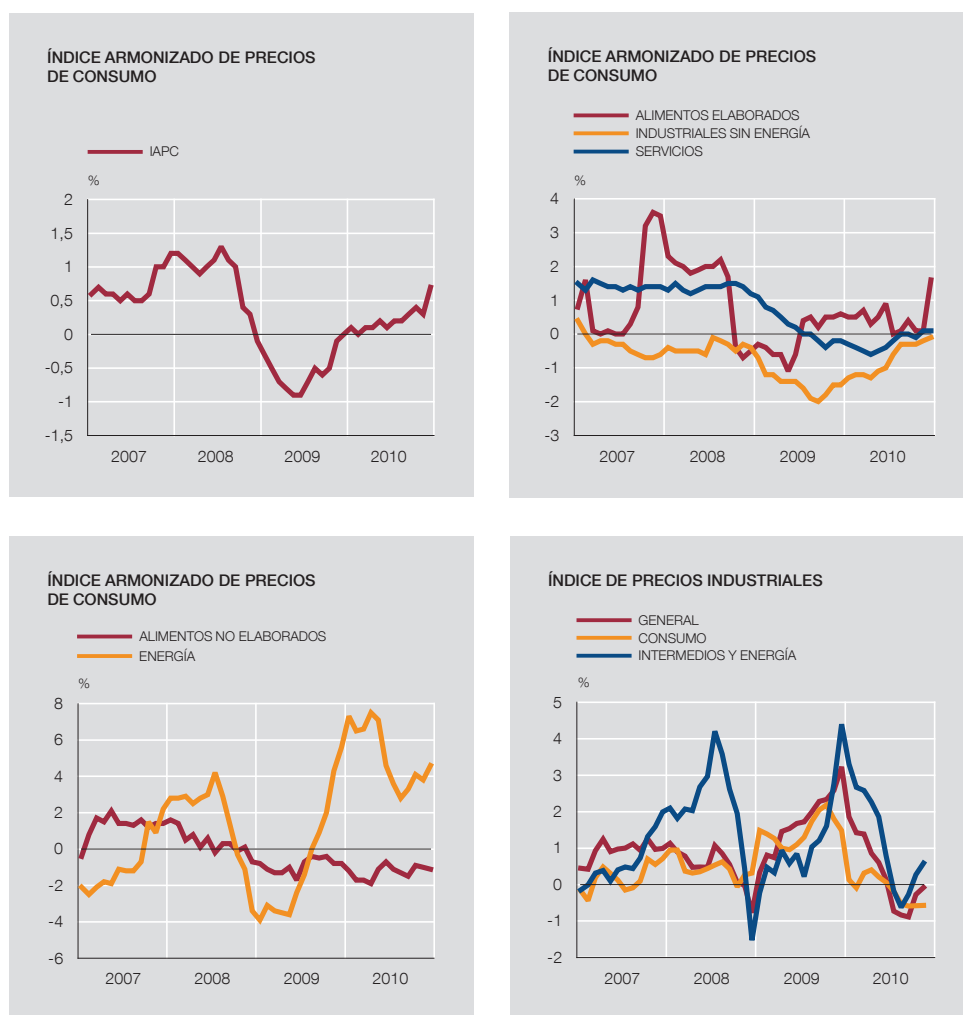
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

indicador adelantado del IPC, según el cual el incremento de los precios de consumo se habría situado en enero en el 3,3 %.

El repunte de la inflación, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue más intenso en España que en el área del euro, con lo que el diferencial se amplió entre septiembre y diciembre en cuatro décimas, hasta 0,7 pp (véase gráfico 22). Las tasas de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados y los bienes industriales no energéticos continuaron siendo inferiores en España, aunque en magnitud algo menor. Se observó una ampliación de los diferenciales positivos de los componentes energético y de alimentos elaborados, en tanto que el correspondiente a los servicios siguió siendo cercano a cero. Como resultado, el diferencial en la inflación subyacente aumentó hasta 0,3 pp, tras haber sido nulo en septiembre. Atendiendo al indicador adelantado del IAPC para el mes de enero, este diferencial se habría reducido en una décima, tras registrarse en España una tasa de variación interanual del 3 %, frente al 2,9 % del mes anterior, mientras que en el conjunto de la UEM la tasa de inflación se situaría en el 2,4 %, dos décimas más que en diciembre.

El índice de precios industriales también experimentó una trayectoria alcista a lo largo del cuarto trimestre del año, al repuntar desde el 3,4 % en septiembre al 5,3 % en diciembre. Como en el caso del IPC, esta aceleración fue debida a la evolución de todos los componen-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

tes, si bien fue comparativamente más pronunciada en el caso del energético. En comparación con el área del euro, los diferenciales siguieron siendo negativos en todos los casos, salvo por lo que respecta a la energía y a los bienes de consumo duradero. Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales acentuaron sus ritmos de avance interanual, alcanzando en el mes de noviembre tasas del 9,2% y del 5,6%, respectivamente. En ambos casos, los precios de la energía aminoraron su ritmo de crecimiento, si bien estos continuaron siendo elevados.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

De acuerdo con la información más reciente de las cuentas trimestrales de las AAPP en términos de Contabilidad Nacional, el sector registró, en el tercer trimestre del año pasado, un déficit del 10,2% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, inferior al máximo del 11,6% del PIB alcanzado en el primer trimestre de 2010. Esta mejoría, que confirma el cambio de orientación de la política presupuestaria, se debió, sobre todo, a la considerable aceleración de los ingresos, hasta una tasa interanual acumulada del 4,7%, aunque también contribuyó la contención de los gastos, que redujeron su tasa de crecimiento hasta el 1,3%.

Por agentes, de acuerdo con un avance provisional publicado por el Ministerio de Economía y Hacienda, la Administración Central, que incluye al Estado y a los organismos autónomos depen-

Millones de euros y %

	Liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Avance de liquidación	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación			
					Liquidación ene-sep	2009 ene-nov	2010 ene-nov	Variación porcentual
					Variación porcentual 2010/2009	6	7	8 = 7 / 6
	1	2	3	4 = 3 / 1	5			
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	102.038	-21,1	121.551	19,1	31,1	95.092	119.210	25,4
Impuestos directos	54.096	-27,0	58.270	7,7	11,9	51.955	57.057	9,8
<i>IRPF</i>	30.432	-29,9	39.950	31,3	35,4	28.826	37.055	28,5
<i>Sociedades</i>	20.188	-26,1	14.648	-27,4	-21,3	19.947	16.489	-17,3
<i>Otros (a)</i>	3.476	2,8	3.672	5,7	7,6	3.182	3.512	10,4
Impuestos indirectos	28.664	-26,9	48.769	70,1	99,1	27.900	49.735	78,3
<i>IVA</i>	15.784	-36,7	35.032	121,9	180,1	16.081	37.445	132,8
<i>Especiales</i>	10.141	-9,6	10.884	7,3	6,4	9.297	9.515	2,4
<i>Otros (b)</i>	2.739	-11,2	2.853	4,1	7,5	2.522	2.775	10,0
Otros ingresos	19.277	20,4	14.511	-24,7	-19,5	15.237	12.419	-18,5
2 PAGOS NO FINANCIEROS	189.319	27,8	183.654	-3,0	-2,2	163.601	162.257	-0,8
Personal	26.570	5,3	26.973	1,5	2,7	22.952	23.181	1,0
Compras	4.860	7,2	4.409	-9,3	-2,3	4.007	3.542	-11,6
Intereses	17.650	10,8	22.237	26,0	9,1	17.342	19.516	12,5
Transferencias corrientes	112.412	35,8	105.297	-6,3	-2,9	95.659	95.404	-0,3
Inversiones reales	10.468	-1,6	8.458	-19,2	-11,0	8.900	7.352	-17,4
Transferencias de capital	17.360	94,1	16.280	-6,2	-14,1	14.741	13.263	-10,0
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-87.281	—	-62.103	—	—	-68.508	-43.047	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
TOTAL	116.779	-15,9	133.578	14,4	19,8	109.866	127.752	16,3
IRPF	63.857	-10,5	67.601	5,9	5,6	59.809	62.610	4,7
IVA	33.573	-30,1	45.625	35,9	57,1	32.299	46.947	45,4
Especiales	19.349	-1,1	20.352	5,2	4,2	17.758	18.195	2,5

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.

dientes del mismo, habría cerrado el ejercicio de 2010 con un déficit en términos de Contabilidad Nacional de 53.444 millones de euros, lo que equivale a un 5,1 % del PIB. Este dato provisional es coherente con un cumplimiento holgado por parte de la Administración Central del Estado de su objetivo de déficit para el pasado año, establecido en el 5,9 % del PIB. Por su parte, la última información publicada completa corresponde al mes de noviembre, según la cual el Estado registró hasta ese mes un déficit de 38,8 mm de euros (el 3,7 % del PIB) en términos de Contabilidad Nacional, cifra muy inferior a los 71,5 mm (6,8 % del PIB) correspondientes al mismo período de 2009. En la misma línea apunta la información sobre las cuentas del Estado según el criterio de caja, que registraron un déficit de 43 mm de euros hasta noviembre de 2010, frente a los 68,5 mm observados hasta el mismo mes del ejercicio anterior. Bajo este criterio contable, los ingresos del Estado experimentaron un aumento del 25,4 % hasta noviembre, mientras que los pagos se contrajeron ligeramente, con una tasa de variación del -0,8 %. Ambas tasas son superiores a las previstas en el Avance de Liquidación incluido en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2011, en particular en el caso de los ingresos (véase cuadro 4).

Para la descripción de la evolución de los ingresos públicos se cuenta, además, con la información sobre la recaudación relativa a las principales figuras impositivas, por lo que se refiere

	Millones de euros y %				Liquidación		
	Presupuesto inicial 2009	Variación porcentual 2009/2008	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	2009 ene-sep	2010 ene-sep	2010 ene-sep
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	164.585	-2,0	150.887	-8,3	—	95.045	-13,5
Impuestos directos	36.516	18,8	29.955	-18,0	—	22.158	-23,0
Impuestos indirectos	44.663	-20,3	36.114	-19,1	—	25.059	-12,7
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.819	4,5	4.882	1,3	—	3.763	3,9
Transferencias corrientes	68.502	1,5	71.088	3,8	—	41.167	-9,7
Ingresos patrimoniales	592	6,4	551	-6,9	—	222	-37,0
Enajenación de inversiones reales	633	0,4	518	-18,1	—	131	-22,7
Transferencias de capital	8.861	8,4	7.778	-12,2	—	2.544	-3,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	174.801	3,8	175.336	0,3	—	108.106	-2,5
Personal	55.335	5,7	56.506	2,1	—	43.106	-0,2
Compras	28.924	3,2	29.469	1,9	—	18.721	-4,7
Intereses	2.741	10,1	3.714	35,5	—	1.887	12,4
Transferencias corrientes	55.752	4,9	55.722	-0,1	—	32.308	-2,4
Fondo de contingencia y otros imprevistos	209	19,2	237	13,6	—	—	—
Inversiones reales	15.975	-2,5	13.280	-16,9	—	5.572	-10,8
Transferencias de capital	15.865	0,5	16.408	3,4	—	6.512	-6,6
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	-10.215		-24.450	—	—	-13.061	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

tanto a la parte asignada al Estado como a la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con estos datos, el dinamismo de los ingresos se atenuó ligeramente en los últimos meses de 2010. En el caso del IRPF, el efecto de la eliminación de la deducción de hasta 400 euros se compensó, en parte, en la segunda mitad del año por la incidencia sobre las retenciones de la bajada del 5 % en los salarios públicos. En cuanto al impuesto sobre sociedades, el ritmo de crecimiento acumulado ha experimentado una mejora reciente, debido al segundo pago fraccionado del año. Pese a ello, la recaudación entre enero y noviembre fue un 17,3 % inferior a la registrada en el mismo período de 2009.

Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó registrando los incrementos más acusados —del 45,4 % en datos acumulados hasta noviembre—. Esta evolución se debe, sobre todo, al retorno a un nivel de recaudación más acorde con el de las bases impositivas, después de que la decisión de generalizar el régimen de devoluciones mensuales en 2009 produjera en ese año un aumento transitorio de tales devoluciones, lo que redujo de forma extraordinaria los ingresos netos de ese año. A este efecto se ha unido, además, una disminución muy acusada de la solicitud de devoluciones en el año 2010. Los impuestos especiales, por su parte, se desaceleraron en el tercer trimestre, al desaparecer el efecto positivo sobre la recaudación que habían estado teniendo en la primera mitad del año las subidas de tipos en los impuestos sobre hidrocarburos y tabaco aprobadas a mediados de 2009.

Por su parte, la ligera disminución de los pagos de caja del Estado en términos acumulados hasta noviembre implica una suave aceleración con respecto a meses anteriores, lo que se debió, sobre todo, a las transferencias, en especial las destinadas a otras Administraciones Públicas. En el mismo sentido, se produjo una intensificación de los pagos por intereses (hasta un 12,5 %). Por el contrario, son destacables la contención que viene observándose en los

Las Comunidades Autónomas (CCAA) han alcanzado un peso muy significativo en el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP). Según las últimas cifras disponibles, del año 2009, las CCAA recibieron el 38,7 % de los impuestos corrientes recaudados y gestionaron el 35,7 % del total de gastos. Entre estos últimos, cabe destacar que las CCAA fueron responsables de más del 90 % del gasto público en salud y en educación. Estas cifras subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad presupuestaria de las CCAA, en particular en relación con su necesaria contribución a la estabilidad presupuestaria. El nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común, que entró en vigor plenamente el pasado 1 de enero, aumenta además, de manera significativa, los porcentajes de cesión a las CCAA del IRPF (del 33 % al 50 %), del IVA (del 35 % al 50 %) y de los impuestos especiales de fabricación (del 40 % al 58 %).

De acuerdo con la última información disponible, el déficit de las CCAA en términos de Contabilidad Nacional alcanzó el -2,0 % del PIB a finales de 2009, y debería situarse en el -3,1 % y en el -3,3 % del PIB a finales de 2010 y 2011, respectivamente, de acuerdo con las previsiones oficiales (-2,4 % y -1,3 % del PIB en 2010 y 2011, si se elimina el efecto de los aplazamientos de pago de las CCAA al Es-

tado como resultado de la liquidación definitiva de ingresos de los años 2008 y 2009)¹. Los datos de ejecución de los presupuestos de las CCAA hasta el tercer trimestre del 2010 (publicados a finales de 2010)

1. Debe aclararse, no obstante, que en los años 2010 y 2011 se producirán notables discrepancias entre el saldo presupuestario y el de Contabilidad Nacional de las CCAA. En efecto, de acuerdo con el funcionamiento del sistema de financiación de las CCAA, estas reciben anualmente los recursos por los impuestos cedidos sobre la base la previsión de recaudación incluida en los Presupuestos Generales del Estado. Con posterioridad, con dos años de retraso, se procede a la liquidación definitiva de esos ingresos sobre la base de la recaudación finalmente observada. Como resultado de que en 2008 y 2009 se realizó una previsión de ingresos que resultó optimista, en los años 2010 y 2011 la liquidación definitiva de estos ingresos supondría que las CCAA deberían devolver al Estado los recursos recibidos en exceso. El Estado, sin embargo, ha permitido que las CCAA aplacen estas devoluciones hasta el año 2012 (y hasta en 60 meses), por lo que estos pagos de las CCAA al Estado no se reflejan en sus presupuestos de 2010 y 2011 y, por tanto, no se reflejan en sus déficits presupuestarios para estos años. El criterio de Contabilidad Nacional, sin embargo, incluye esos pagos en los años en los que deberían realizarse, esto es, en los años 2010 y 2011, por lo que los déficits mencionados anteriormente (-3,1 % del PIB y -3,3 % del PIB), netos de esos pagos, quedarían en el -2,4 % del PIB en el año 2010 y en el -1,3 % del PIB en el año 2011, ratios que son más fácilmente comparables con las cifras presupuestarias de las CCAA, dado que estas últimas también están netas de esos pagos.

m € y %

	2009	2010	2011	Tasas de variación			Estado
				2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2010
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	135.716	124.559	123.241	-2,1	-8,2	-1,1	-12,5
Ingresos corrientes	126.539	116.628	114.472	-2,7	-7,8	-1,8	-11,5
– Impuestos directos	28.553	22.834	31.083	17,4	-20,0	36,1	-16,8
– Impuestos indirectos	34.671	28.459	40.671	-20,0	-17,9	42,9	-11,3
– Tasas, precios y otros ingresos	3.751	3.971	3.987	4,1	5,9	0,4	7,5
– Transferencias corrientes	59.040	60.878	38.257	1,2	3,1	-37,2	-14,1
– Ingresos patrimoniales	523	486	474	6,3	-7,1	-2,5	76,0
Ingresos de capital	9.177	7.931	8.769	7,7	-13,6	10,6	-76,1
– Enajenación de inversiones reales	633	518	1.760	2,0	-18,1	–	-2,5
– Transferencias de capital	8.544	7.413	7.009	8,2	-13,2	-5,5	-80,3
2 PAGOS NO FINANCIEROS	143.338	142.248	132.536	3,8	-0,8	-6,8	-18,9
Pagos corrientes	114.592	115.658	111.189	4,8	0,9	-3,9	-16,2
– Gastos de personal	46.759	47.542	44.951	5,6	1,7	-5,4	-2,1
– Gastos corrientes en bienes y servicios	21.095	21.120	20.231	3,3	0,1	-4,2	-3,7
– Gastos financieros	1.808	2.470	2.955	5,0	36,6	19,6	18,1
– Transferencias corrientes	44.831	44.438	42.975	4,6	-0,9	-3,3	-27,7
– Fondo de contingencia y otros imprevistos	99	87	78	51,8	-11,7	-10,8	-28,7
Pagos de capital	28.746	26.590	21.347	-0,2	-7,5	-19,7	-37,1
– Inversiones reales	14.260	11.658	8.807	-1,7	-18,2	-24,5	-38,3
– Transferencias de capital	14.486	14.932	12.540	1,2	3,1	-16,0	-36,3
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)	-0,1	–	–	–	–	–	–
SALDO DE CN	2,0	-3,1	-3,3	–	–	–	–
SALDO DE CN con aplazamientos (% del PIB)	2,0	-2,4	-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.

estuvieron, en conjunto, en línea con ese objetivo (véase epígrafe 4.4 de este Informe).

En este contexto, las CCAA han presentado sus proyectos presupuestarios para el año 2011, cuyas principales rúbricas se agregan en el cuadro adjunto², con las excepciones de Cataluña y de Baleares, que han prorrogado los presupuestos del 2010. Los presupuestos apuntan a una notable mejora en el saldo, hasta un -0,9% del PIB en 2011, cuando se compara con el presupuesto inicial del año 2010 (-1,7% del PIB). En el supuesto de que Cataluña y Baleares tuvieran una evolución en el déficit similar a la media de las demás, el saldo se situaría en el entorno del -1,1% del PIB en 2011, frente al -2,3% del PIB de los presupuestos del año 2010 para la totalidad de CCAA, y resultaría, en principio, compatible con el objetivo de déficit público para ese año. La mejora en el déficit presupuestado para 2011 surgiría de una ligera caída de los ingresos, mientras que los gastos registrarían una notable contracción, del -6,8% con respecto a lo presupuestado para 2010.

Por el lado de los ingresos corrientes destacan los fuertes aumentos esperados de los impuestos, tanto directos como indirectos, y la caída proyectada en las transferencias, como resultado de que estos presupuestos son los primeros que reflejan plenamente el nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común³. Así, los presupuestos recogen los mayores porcentajes de cesión de los impuestos. Estos mayores ingresos tributarios⁴ se

2. El cuadro presenta las cifras agregadas de los presupuestos iniciales de las CCAA y, en la última columna, los del Estado. No se incluyen en las cifras los presupuestos de Cataluña ni de Baleares, que han prorrogado los presupuestos de 2010. 3. Publicada la ley reguladora en el BOE del 19 de diciembre de 2009. 4. A partir del año 2011, todas las CCAA han de aprobar sus tarifas autonómicas en el IRPF. Al hacer esto, algunas comunidades, como, por

compensarían con menores transferencias corrientes⁵. También destaca la caída esperada en las transferencias de capital, pero en este caso se debe, sobre todo, a los menores fondos provenientes de la Unión Europea.

Por lo que respecta a los gastos, se presupuesta una caída mayor que la del año 2010. Las caídas afectan a todos los capítulos, con excepción de los pagos por intereses. En el caso de la masa salarial, los presupuestos de las CCAA para el año 2011 prevén una caída de los gastos de personal, en parte por la rebaja salarial aplicada a mediados del año 2010 y la congelación proyectada para el año 2011 y, en parte, por las posibles limitaciones a las reposiciones de las bajas de personal (obligación de no reponer más allá del 10% de las bajas de personal, como en el caso del Estado). Por otra parte, se proyectan también caídas en los gastos de compras y transferencias corrientes, capítulos muy ligados a las competencias de sanidad y educación. En cuanto a la carga de intereses, se prevé un fuerte crecimiento en 2011, como consecuencia del aumento de la deuda emitida y del agotamiento en la senda de reducción de tipos de interés. Finalmente, en línea con el año anterior, los gastos de capital son los que presentan mayores recortes en los presupuestos de las CCAA, desacelerándose tanto las inversiones reales (hasta una tasa del -24,5%) como las transferencias de capital (hasta una tasa del -16%).

ejemplo, Andalucía y Extremadura, han elevado los tipos marginales del IRPF, introduciendo nuevos tramos elevados de renta. En el caso de las dos comunidades mencionadas, el tipo máximo llega a elevarse hasta tres puntos (hasta el 24,5%) a partir de los 120.000 euros. 5. No solo por la reducción de las transferencias del Estado, sino también porque el nuevo sistema implica que la aportación de alguna comunidad al nuevo sistema signifique presupuestar una cifra negativa en estas transferencias corrientes, como ocurre con la Comunidad de Madrid, que presupuesta una cifra negativa de 1.536 millones de euros para la totalidad de este capítulo de ingresos.

pagos de personal (que crecieron a una tasa del 1%), tras la reducción de salarios aplicada a mediados del año, y el fuerte recorte de los gastos de inversión, con un retroceso del 17,4%.

En cuanto a las CCAA, en diciembre de 2010 se publicaron por primera vez datos relativos a la ejecución presupuestaria en cada una de ellas hasta septiembre de 2010 (en términos de derechos y obligaciones reconocidos), así como las tasas interanuales con respecto al mismo período de 2009 (véase cuadro 5). De acuerdo con esta información, el déficit de las CCAA habría alcanzado 13,1 mm de euros en el tercer trimestre de 2010 (el 1,2% del PIB). Esta evolución es el resultado de una caída tanto de los ingresos (-13,5%) como de los gastos (-2,5%). El retroceso de los ingresos impositivos de las administraciones autonómicas se debe al funcionamiento del sistema de financiación de las mismas, ya que, en el conjunto del Estado y las CCAA, los ingresos impositivos aumentaron de forma muy notable en el año 2010. Respecto al gasto, el capítulo de intereses es el único que se ha incrementado en el período. Entre los descensos, cabe reseñar la ligera disminución en los gastos de personal y la caída del 10,8% de las inversiones reales, algo menor que la que se ha producido en el

Millones de euros

		Enero-noviembre		TASA DE VARIACIÓN 2010/2009 (b)
		2009	2010	
INGRESOS	Cuenta corriente	277.884	304.770	9,7
	<i>Mercancías</i>	146.698	172.106	17,3
	<i>Servicios</i>	81.280	85.194	4,8
	— Turismo	36.084	37.532	4,0
	— Otros servicios	45.197	47.662	5,5
	<i>Rentas</i>	34.981	33.001	-5,7
	<i>Transferencias corrientes</i>	14.924	14.469	-3,1
	Cuenta de capital	5.157	6.899	33,8
	Cuentas corriente + capital	283.040	311.669	10,1
PAGOS	Cuenta corriente	332.119	349.374	5,2
	<i>Mercancías</i>	188.100	213.518	13,5
	<i>Servicios</i>	57.331	58.720	2,4
	— Turismo	11.136	11.692	5,0
	— Otros servicios	46.196	47.027	1,8
	<i>Rentas</i>	63.399	54.301	-14,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	23.289	22.836	-1,9
	Cuenta de capital	1.888	1.447	-23,4
	Cuentas corriente + capital	334.008	350.820	5,0
SALDOS	Cuenta corriente	-54.236	-44.604	9.631
	<i>Mercancías</i>	-41.402	-41.411	-10
	<i>Servicios</i>	23.949	26.474	2.525
	— Turismo	24.948	25.839	891
	— Otros servicios	-999	635	1.634
	<i>Rentas</i>	-28.419	-21.300	7.119
	<i>Transferencias corrientes</i>	-8.365	-8.367	-3
	Cuenta de capital	3.268	5.453	2.184
	Cuentas corriente + capital	-50.967	-39.151	11.816

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

Estado. Por otro lado, el recuadro 4 analiza los presupuestos de estos agentes para el año 2011.

Finalmente, por lo que respecta a la Seguridad Social, el Sistema presentó un superávit no financiero de 2,4 mm de euros hasta diciembre de 2010, que representa un 0,22 % del PIB, frente al 0,27 % previsto. En comparación con 2009, los derechos reconocidos por operaciones no financieras registran una disminución del 1 %, mientras que las obligaciones reconocidas aumentaron un 4,6 %. Por componentes, los ingresos por cotizaciones acumulan una contracción del 0,8 %, reflejando la evolución de la afiliación a la Seguridad Social. El gasto en pensiones contributivas aumentó un 6,4 %, que incorpora la paga de desviación de IPC. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal continuó reduciéndose, a un ritmo del 4,7 %. En el caso del SPPE, los ingresos por cotizaciones hasta septiembre reflejan una caída del 0,2 %. Respecto a los gastos, las prestaciones por desempleo continuaron desacelerándose hasta el 4,8 % en diciembre, en línea con las tendencias que se observan en la evolución del desempleo y con la evolución de las características de los perceptores, que se está reflejando en un menor gasto medio por beneficiario. De acuerdo con un avance provisional proporcionado

por el Ministerio de Economía y Hacienda, el SPPE registraría un déficit del 0,3 % del PIB en 2010, frente al equilibrio presupuestario inicialmente previsto.

En su conjunto, la información disponible sobre la ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas resultaría compatible con el cumplimiento de los objetivos de déficit público fijados por el Gobierno para el año 2010 (9,3 % del PIB), en la que la mejor evolución del déficit de la Administración Central permitiría compensar las desviaciones en otras administraciones.

4.5 La balanza de pagos

En los once primeros meses de 2010, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 39 mm de euros, un 23 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 6). Ambos saldos mejoraron considerados de forma individual. La reducción del déficit por cuenta corriente se explica fundamentalmente por la disminución del déficit de rentas y, en menor medida, por la ampliación del superávit de servicios, en tanto que los saldos de las balanzas comercial y de transferencias corrientes permanecieron prácticamente estables. Por su parte, el superávit por operaciones de capital aumentó sustancialmente.

En cuanto al saldo corriente, el déficit de la balanza comercial observado entre enero y noviembre, de 41 mm de euros, fue prácticamente idéntico al de igual período de 2009, en un contexto de fuerte crecimiento tanto de las importaciones (14 %) como de las exportaciones de bienes (17 %). Esta evolución del déficit comercial fue fruto de las trayectorias contrapuestas del saldo energético, que experimentó un deterioro provocado por el repunte de los precios del petróleo, y del no energético, que se corrigió significativamente. Además, el alza del precio del crudo en euros produjo un deterioro de la relación real de intercambio, en tanto que el saldo comercial en términos reales mejoró en el conjunto de los once primeros meses. La balanza de servicios arrojó un superávit de 26,5 mm de euros, un 11 % más que en el mismo período de 2009, lo que se explica principalmente por la mejoría del saldo de los servicios no turísticos, si bien el superávit de turismo también aumentó. En cuanto a la balanza de rentas, se produjo una caída mucho más intensa de los pagos que de los ingresos, lo que se tradujo en una disminución del saldo negativo del 25 % en términos interanuales, hasta situarse en 21,3 mm de euros. El déficit de la balanza de transferencias corrientes coincidió también prácticamente con el del mismo período del año anterior, situándose en 8,4 mm de euros, en un contexto de moderado descenso tanto de los ingresos como de los pagos. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital repuntó en los once primeros meses de 2010, hasta situarse en 5,5 mm de euros, como resultado, primordialmente, del ascenso de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de los diversos fondos comunitarios que se incluyen en la balanza de capital.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

Durante el cuarto trimestre de 2010 se produjo un nuevo rebrote de las tensiones financieras en el área del euro. En esta ocasión, el detonante fueron los problemas por los que atraviesa el sistema financiero irlandés y sus finanzas públicas, que llevaron, a finales de noviembre, a la aprobación de un plan de ayudas por parte del resto de países europeos y del FMI. Nuestro país volvió a encontrarse entre los más afectados por este episodio, lo que se reflejó en caídas de las cotizaciones bursátiles, que fueron más acusadas en el caso del sector financiero, y en repuntes en las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado.

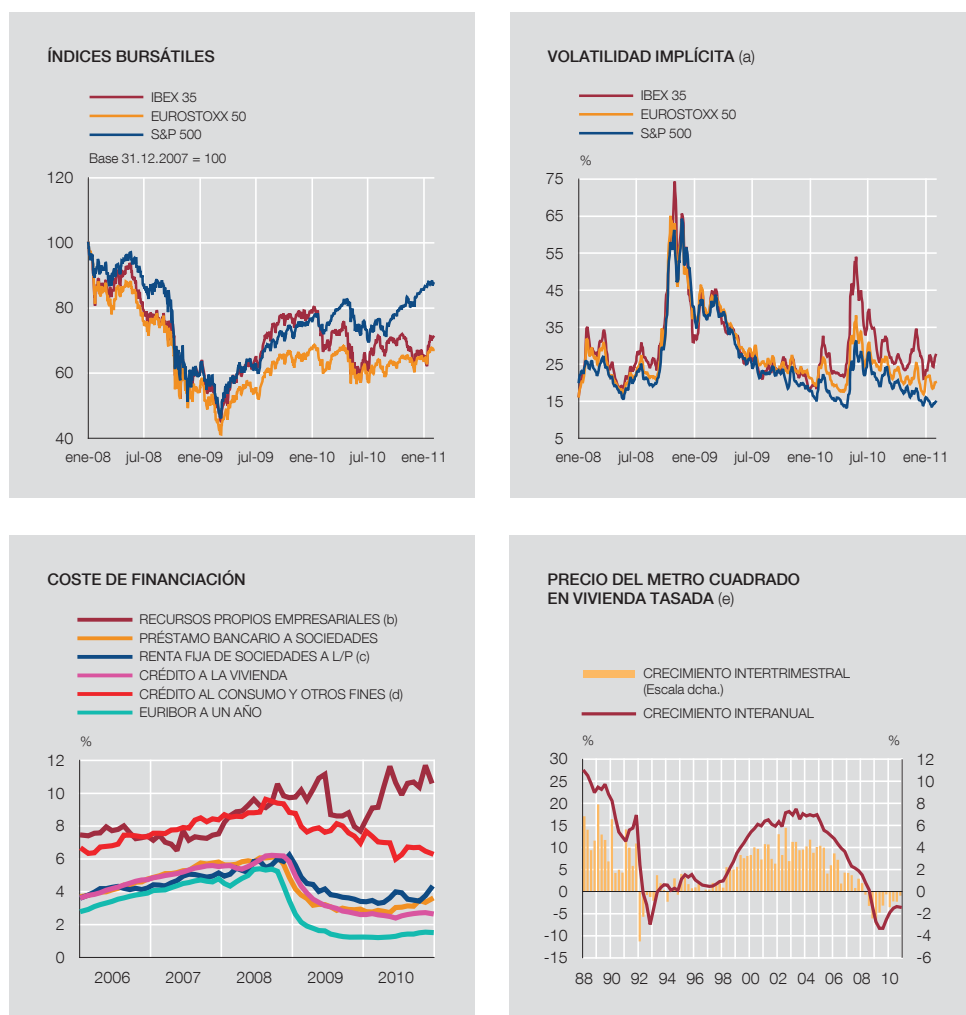
En este contexto, en el último trimestre de 2010 el IBEX 35 registró una caída del 6,2 % (lo que elevó las pérdidas acumuladas en el conjunto de 2010 hasta el 17,4 %), frente al ascenso del 1,6 % (caída del 5,8 % en todo el año) del EUROSTOXX 50 y del 10,2 % (12,8 % en términos anuales) del S&P 500 (véase gráfico 23). Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años aumentó en 136 puntos básicos (pb), al tiempo que el diferencial con la referencia alemana al mismo plazo se incrementó en 63 pb, hasta los 250 pb, si bien a finales de noviembre llegó a alcanzar los 290 pb. Las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado también repuntaron, especialmente las de las empresas financieras. En cambio, en el mercado interbancario, el EURIBOR a doce meses apenas se elevó 8 pb, hasta situarse en el 1,51 %.

En la parte transcurrida de 2011 se ha observado un cierto alivio en las tensiones de los mercados financieros. Así, en enero, el índice Ibex 35 se revalorizó un 9,6 % al tiempo que el diferencial frente a Alemania de la deuda pública a diez años, que volvió a repuntar durante los primeros días del año, descendió para situarse, al cierre de dicho mes, en torno a los 225 pb, 25 pb por debajo de la cifra de finales del pasado ejercicio. Pero la incertidumbre y la volatilidad continúan siendo elevadas.

Las tensiones financieras también se han reflejado en una caída de la actividad en los mercados primarios de deuda de las entidades de crédito durante los dos últimos meses del ejercicio, de modo que, de acuerdo con los datos provisionales disponibles, en diciembre las emisiones brutas no habrían sido suficientes para cubrir las amortizaciones. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido en la primavera de 2010, en esta ocasión no se ha observado una caída de la financiación interbancaria, gracias a que algunas instituciones bancarias contaban con la posibilidad de obtener fondos mediante operaciones *repo* a través de cámaras de compensación, una vez que se han registrado en esos sistemas.

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento, correspondientes al cierre de 2010, en el cuarto trimestre del pasado año el precio de la vivienda libre continuó descendiendo a un ritmo interanual similar al de los tres meses anteriores (3,5 %) (véase gráfico 23). La corrección acumulada por esta variable desde el máximo alcanzado en marzo de 2008 es del 13 % en términos nominales y del 18 % en términos reales.

La información disponible apunta a que las tensiones en los mercados financieros no parecen haberse reflejado hasta ahora en un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado. Así, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de enero de 2011, los criterios de concesión de créditos se habrían mantenido sin cambios en todos



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

a. Medias móviles de cinco días.

b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. 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.

d. 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.

e. Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

los segmentos durante el último trimestre del pasado ejercicio, al tiempo que las entidades no preveían variaciones para los primeros meses de este año¹. Del mismo modo, los márgenes aplicados, aumentaron, en general, muy ligeramente, si bien en el caso de las empresas, el coste de los préstamos se elevó de forma moderada, en parte como consecuencia de la subida de los tipos de interés interbancarios (véase gráfico 23). El coste de financiación mediante valores, repuntó de forma más acusada en las emisiones de deuda, pero apenas varió en el caso de las acciones.

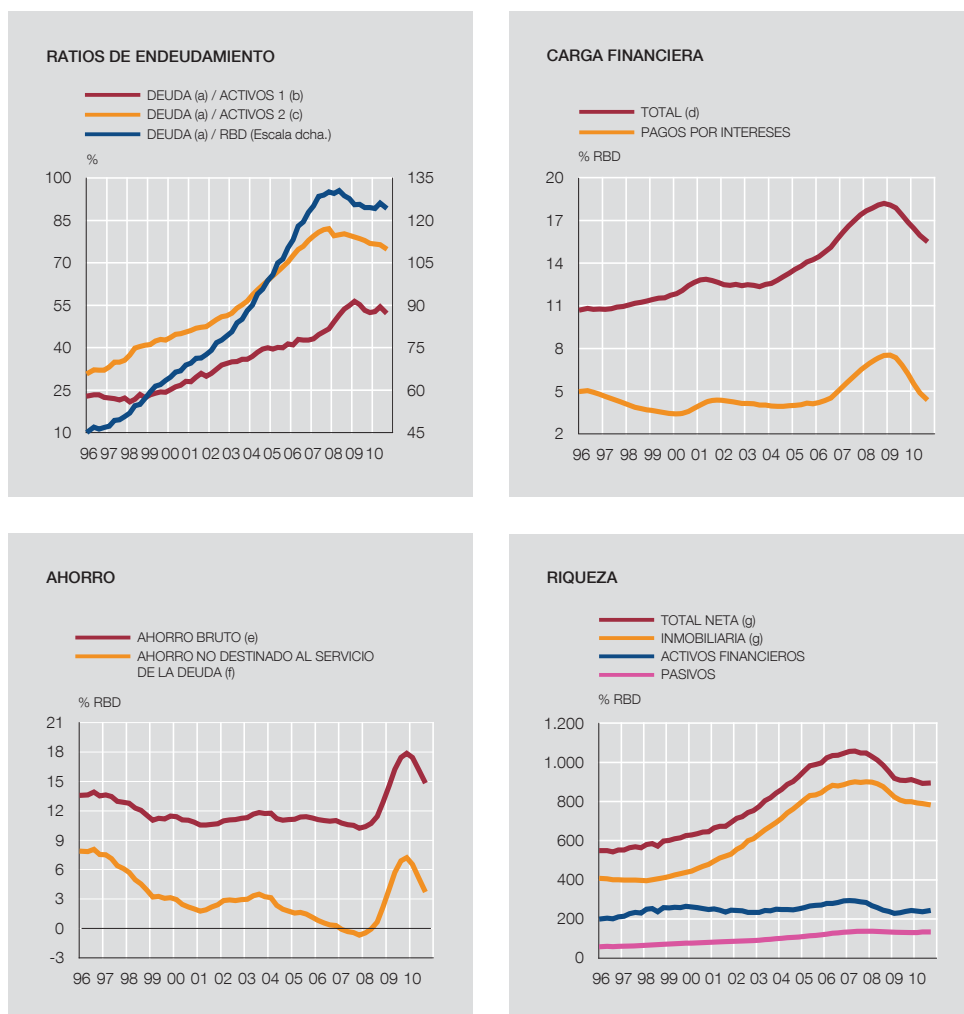
1. Para más detalles, véase el artículo "Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2011", de Maristela Mulino, en este mismo *Boletín Económico*.

En el cuarto trimestre la deuda de familias y empresas ha seguido presentando un avance débil. El ritmo de crecimiento interanual de los pasivos de los hogares se ha reducido ligeramente (-0,1 % en noviembre, frente al 0,3 % de septiembre), como consecuencia de la pérdida de vigor de los préstamos dedicados a la adquisición de vivienda. En cambio, ha aumentado el dinamismo de los fondos captados por sociedades, pasando la tasa de variación interanual desde el valor nulo que alcanzó a finales del tercer trimestre al 0,7 % del último dato disponible. El desglose por instrumentos muestra que el ritmo de contracción de los préstamos de las entidades residentes ha continuado moderándose (cayendo un 0,5 % en relación con el nivel de un año antes), al tiempo que el resto de la financiación ha vuelto a mostrar una evolución algo más expansiva. La información provisional del mes de diciembre apunta a una recuperación del crédito para compra de vivienda, posiblemente ligada, al menos en parte, al fin de las desgravaciones fiscales a la compra de inmuebles para las rentas medias y altas, mientras que en el caso de las empresas no se detectan cambios significativos en el crecimiento de los préstamos bancarios.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al tercer trimestre de 2010, refleja que la caída del saldo de la financiación bancaria se había intensificado en la construcción y los servicios inmobiliarios, mientras que se moderaba en la industria y agricultura y se registraban crecimientos positivos en los servicios no inmobiliarios. Este perfil de mayor dinamismo de los préstamos a las ramas no vinculadas al mercado inmobiliario también se habría extendido, dentro de dichos sectores, a las compañías de menor dimensión, segmento en el que la contracción de la financiación bancaria fue particularmente acusada durante la fase más aguda de la crisis.

La evolución de los pasivos y de las rentas de las familias en el tercer trimestre de 2010 hizo que la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD) bajara ligeramente (véase gráfico 24). Este desarrollo, junto con el perfil descendente del coste medio de los pasivos del balance durante los últimos doce meses, llevó a una nueva disminución del indicador carga financiera sobre RBD (que se calcula agregando los flujos de los últimos doce meses). 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 retrocedieron (aunque en el primer caso el indicador sigue en niveles históricamente elevados), al igual que sucedió con la capacidad de financiación del sector (de acuerdo con las Cuentas Financieras). Por su parte, la riqueza neta de los hogares siguió descendiendo moderadamente, como consecuencia de la caída del valor de los bienes inmuebles, que se vio parcialmente amortiguada por el menor dinamismo de los pasivos y la recuperación de las cotizaciones de los activos financieros durante ese período. La prolongación de las pautas observadas en el endeudamiento, así como la evolución de los precios de los activos financieros y reales, apunta a una continuación, durante los últimos meses del año, de las tendencias anteriores.

En el caso de las empresas, tanto la ratio de endeudamiento como, en mayor medida, la de carga financiera descendieron durante el tercer trimestre de 2010 (véase gráfico 25), pauta que también se habría prolongado durante los últimos meses del año. Para la muestra de entidades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa una recuperación de las rentas empresariales. Esta evolución, unida al mantenimiento de los niveles de deuda, permitió que la ratio de endeudamiento y la carga financiera se redujeran ligeramente. Como resultado conjunto de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo volvieron a retroceder. No obstante, en el cuarto trimestre, los analistas han revisado a la baja sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas, sobre todo a corto plazo (véase gráfico 26).

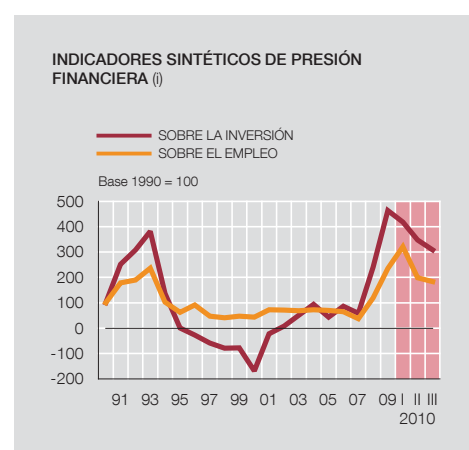
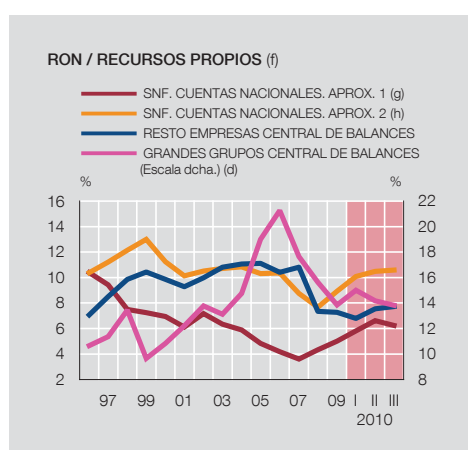
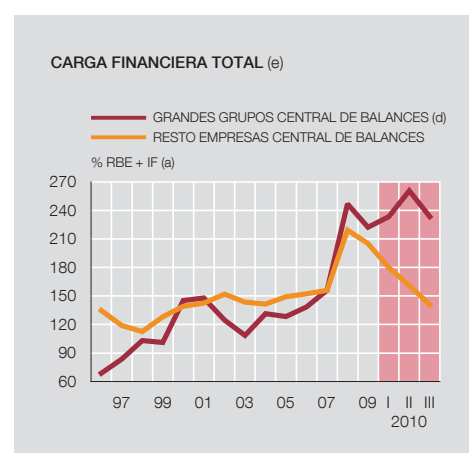
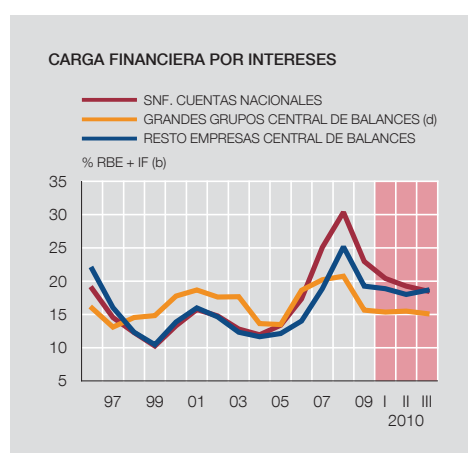
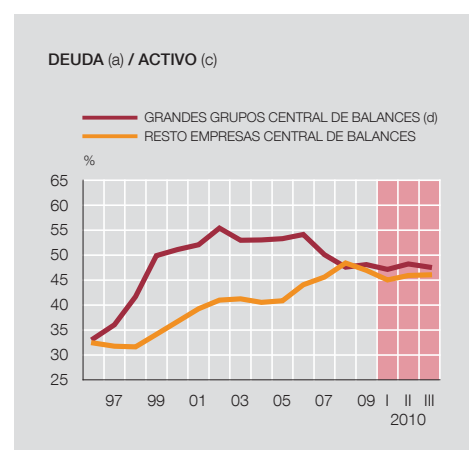
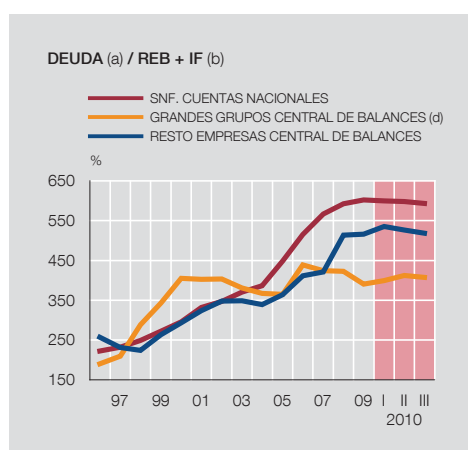


FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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.

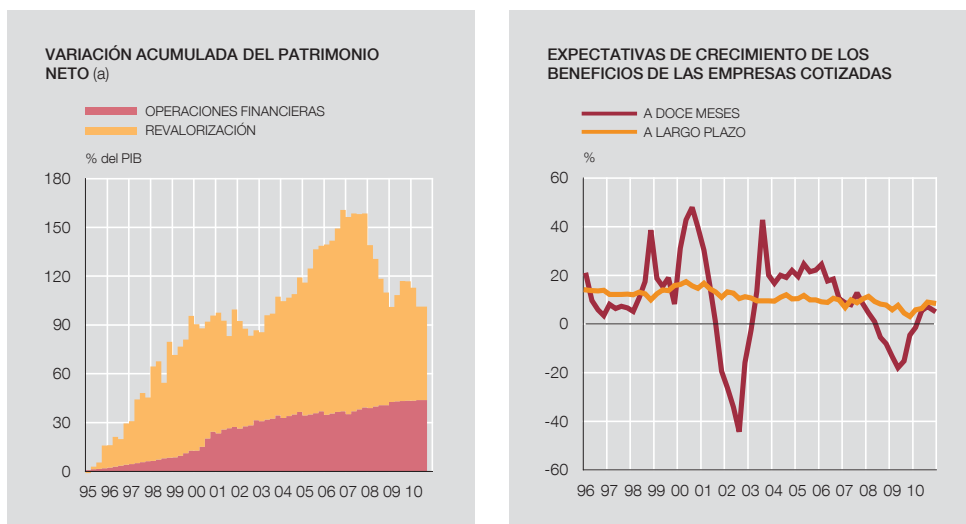
Por su parte, el volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando. Esta evolución, junto a la estabilidad de la deuda concedida al conjunto de los otros sectores residentes, tuvo como resultado que la ratio de dudosos de este sector se situara en noviembre (último dato disponible) en el 5,68 %, 0,18 pp más que en septiembre.

En el caso de las AAPP, la deuda ha seguido avanzando a ritmos elevados (14 % anual en noviembre), aunque dentro de un perfil de desaceleración (2 pp menos que en septiembre). Por instrumentos, se observa un peso creciente de la financiación con valores a largo plazo, en detrimento de la procedente de emisiones a corto plazo, mientras que los créditos y el resto de partidas también muestran un dinamismo notable. La rápida expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad en el crecimiento económico, se ha traducido en nuevos incrementos en la ratio de endeudamiento (cerca del 58 % del PIB en septiembre) y de carga financiera (1,9 % del PIB) (véase gráfico 27).



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.

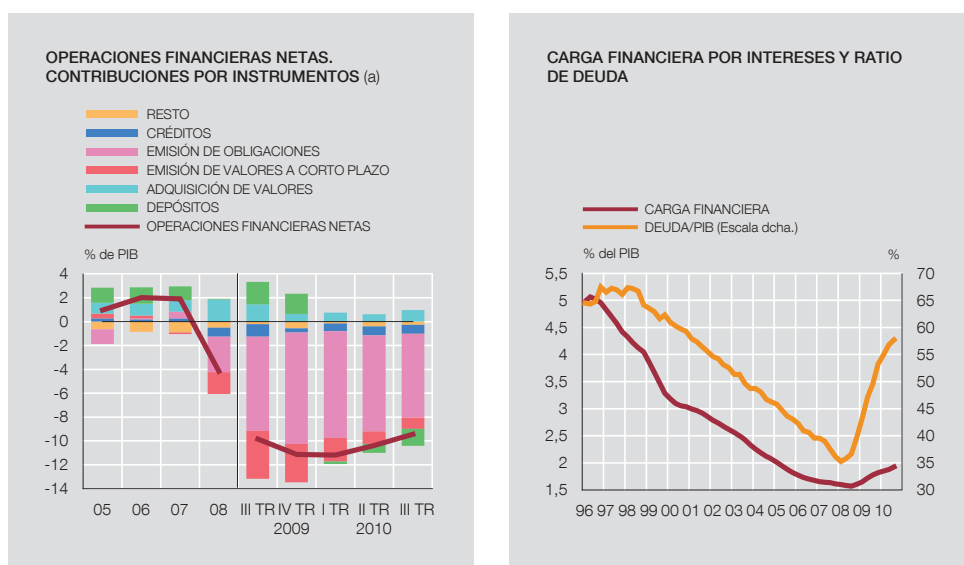


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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.

De acuerdo con la información más reciente de las Cuentas Financieras, entre julio y septiembre de 2010 se reanudó la pauta de descensos en las necesidades de financiación de la nación, que se había interrumpido en el trimestre anterior, de tal forma que estas se situaron en el 4,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp menos que en junio (véase cuadro 7). Esta evolución fue el resultado de la disminución de la posición deudora de las AAPP (hasta el 9,4% del PIB, 1 pp menos que a mediados de año), que más que compensó la reducción del ahorro neto del resto de sectores. A diferencia del segundo trimestre, en el que la financiación exterior se canalizó principalmente a través de la reducción de los

% del PIB	2005	2006	2007	2008	2009		2010		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
					Economía nacional	-6,5	-8,4	-9,6	-9,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-8,4	-11,1	-13,4	-6,8	2,4	4,6	5,6	4,8	4,2
<i>Sociedades no financieras</i>	-7,1	-9,5	-11,5	-7,1	-2,6	-1,2	0,8	1,1	0,9
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-1,3	-1,7	-1,9	0,2	5,0	5,8	4,8	3,6	3,4
Instituciones financieras	0,9	0,7	1,9	1,8	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0
Administraciones Públicas	1,0	2,0	1,9	-4,2	-9,8	-11,1	-11,2	-10,4	-9,4
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-11,4	-17,8	-15,9	-12,0	-3,8	-1,3	1,0	1,4	-0,5

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.

activos netos del Banco de España y, en menor medida, a través de la captación de fondos en el resto del mundo por parte de las AAPP y de la desinversión de hogares e inversores institucionales, entre julio y septiembre, las entidades de crédito han sido el principal canal de financiación de la nación (3,8% del PIB), al tiempo que aumentaron los activos exteriores netos del Banco de España por una cuantía equivalente al 4,5% del PIB (-6,2% en el segundo trimestre). La información parcial disponible del cuarto trimestre (hasta noviembre) de la Balanza de Pagos apunta a una prolongación de esta pauta en el último tramo del pasado ejercicio.

En resumen, en el cuarto trimestre de 2010 la economía española se ha vuelto a ver afectada por un nuevo episodio de tensiones financieras, que ha derivado en un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, pero que no se ha trasladado a la financiación que bancos y cajas conceden a las empresas y las familias españolas. Aunque durante las últimas semanas se ha producido un alivio de estas tensiones, las primas de riesgo siguen situadas en valores muy elevados, por lo que la prolongación de esta situación podría terminar afectando al coste y al acceso al crédito del sector privado no financiero. Esta evolución se ha producido en un contexto en el que la deuda de estos agentes ha continuado presentando un avance débil, aunque en el caso de las sociedades se detectan indicios de mayor dinamismo, especialmente en los segmentos no vinculados al sector inmobiliario.

5.2 El sector hogares

En diciembre, el coste de financiación bancaria de los hogares en el segmento de los préstamos para adquisición de vivienda se situaba en el mismo nivel de septiembre, mientras que el tipo de interés de los destinados a consumo y otros fines, que presenta mayor variabilidad, ligada, en parte, a factores estacionales, era 34 pb inferior al de tres meses antes. De acuerdo con la EPB de enero de 2011, los criterios de concesión de créditos se habrían mantenido estables en el cuarto trimestre de 2010, si bien habría habido una ligera ampliación de los márgenes aplicados. Para los primeros meses de 2011, las entidades prevén la continuación de las actuales condiciones de oferta.

En este contexto, el saldo de deuda de las familias apenas varió (-0,1% en noviembre con respecto a doce meses antes). El desglose por finalidades sigue mostrando tasas de creci-

miento negativas en el saldo de los préstamos destinados a consumo y otros fines (-0,8%), si bien a un ritmo más contenido que el observado al cierre del tercer trimestre (-1,9%), y un cierto descenso de la tasa de avance de los fondos para adquisición de vivienda, que en términos interanuales pasaron del 0,7% al 0,1%. No obstante, la información provisional de diciembre apunta a un repunte en dicha tasa, ligado seguramente, al menos en parte, a la desaparición de las desgravaciones fiscales por la compra de inmuebles para rentas medias y altas.

El curso de las rentas y los pasivos durante el tercer trimestre de 2010 hicieron que la ratio de endeudamiento de los hogares descendiera ligeramente, alcanzando un valor algo inferior al 125% de la RBD (véase gráfico 24). Esta evolución, unida al menor pago de intereses en el conjunto de los últimos doce meses, permitió que la ratio de carga financiera continuara disminuyendo, situándose por debajo del 16% de la RBD. En todo caso, hay que tener en cuenta que estos indicadores agregados ocultan la elevada heterogeneidad que existe dentro del sector. En este sentido, la información más reciente a nivel microeconómico apunta a una cierta ampliación de la dispersión de estas ratios (véase recuadro 5). Por su parte, el ahorro, tanto el bruto como el que excluye los gastos asociados a los pasivos contraídos, y la capacidad de financiación volvieron a retroceder (véase cuadro 7), al tiempo que la riqueza neta de las familias siguió cayendo, aunque ligeramente, gracias a que la reducción del componente inmobiliario (asociado al descenso del precio de la vivienda) fue parcialmente compensada por la revalorización de los activos financieros que se produjo en esas fechas.

De acuerdo con las Cuentas Financieras, para las que se dispone de información hasta el tercer trimestre del año, la inversión de los hogares en activos financieros se mantuvo, en términos acumulados de doce meses, en el 4,1% del PIB (idéntica cifra a la alcanzada en junio) (véase cuadro 8). El análisis de los activos muestra que las familias redujeron, una vez más, sus posiciones en los fondos de inversión (-1,2% del PIB), al tiempo que aumentaban los depósitos, con una recomposición dentro de estos a favor de los de plazo (por un importe del 2,1% del PIB, 1,6 pp más que la cifra del primer semestre), mientras que se mantuvo el flujo dirigido a la partida de acciones y otras participaciones y a los seguros y planes de pensiones (1,4% y 0,6% del PIB, respectivamente).

Por último, en el tercer trimestre no se observaron grandes cambios en los pasivos de los hogares que las entidades de crédito clasifican como dudosos, de tal manera que las ratios de morosidad mostraron escasas variaciones, situándose en el 2,62% en el caso los préstamos para adquisición de vivienda y en el 6,89% entre los destinados a consumo y otros fines.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Durante los tres últimos meses de 2010, los tipos de interés de la financiación bancaria de las sociedades aumentaron 18 pb y 60 pb, según fueran operaciones de menos o de más de un millón de euros. En línea con este desarrollo, las entidades financieras indicaban en la última EPB (de enero de 2011) que en el último trimestre del año habían incrementado ligeramente los márgenes aplicados a los nuevos créditos, si bien los criterios de aprobación se mantuvieron estables. Los costes de emisión de valores de renta fija se elevaron, durante el mismo período, entre 35 pb y 75 pb según el plazo de vencimiento, mientras que para los recursos propios las variaciones fueron menores en el conjunto del trimestre, pero con notable variabilidad, en consonancia con la volatilidad que mostraron las cotizaciones bursátiles.

A pesar del aumento de los costes, durante el cuarto trimestre de 2010 continuó el crecimiento de la deuda de las sociedades (en términos intertrimestrales desestacionalizados), reanudado

La disponibilidad de los resultados provisionales de la tercera edición de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), encuesta elaborada por el Banco de España que contiene información de las rentas, los activos y las deudas de cada unidad familiar, permite realizar un primer análisis desagregado a nivel micro de los cambios ocurridos en la situación financiera de las familias españolas durante el período transcurrido entre finales de 2005 y el final del primer trimestre de 2009, referencia temporal de la última edición de la EFF (la EFF 2008). Hay que tener en cuenta, no obstante, que, por construcción, la EFF 2008 no recoge plenamente el impacto de la crisis sobre la renta disponible de los hogares, ya que la renta por la que se pregunta es la del año 2007². Dado el

deterioro registrado en el mercado de trabajo entre finales de 2007 y 2009, es muy probable que los indicadores de posición patrimonial contruidos a partir de los datos de ingresos de la EFF 2008 subestimen el grado de presión financiera soportado por algunas familias en dicho período.

En el cuadro adjunto se presenta, en las dos primeras columnas, el porcentaje de hogares con deudas a finales de 2005 y principios de 2009, respectivamente. Este no registró variaciones significativas durante el período analizado (pasó del 49,5% al 50,1%), apuntando, por tanto, al fin de la senda ascendente que esta variable había presentado desde mediados de 1990. Esta estabilidad es resultado de una evolución dispar dentro del sector. Así, se ha reducido la proporción de familias con menores rentas que tienen deudas pendientes, mientras que para el grupo de ingresos intermedios la trayectoria ha sido la inversa. Es reseñable el incremento en más de 6 pp de la proporción de familias endeudadas en las que ningún miembro trabaja, asociado al ascenso del desempleo desde el inicio de la crisis.

1. Para una descripción detallada de los resultados de la EFF 2008, véase el artículo «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005», *Boletín Económico*, diciembre de 2010, Banco de España. 2. Ello es así porque en la EFF se pregunta por las rentas en el año completo anterior a la fecha de realización de la encuesta. Las preguntas que afectan al resto de variables que se analizan en este recuadro (la situación laboral de los miembros del hogar, la riqueza, las deudas y los pagos asociados a estas) sí se refieren, por el contrario, a la situación realmente observada a principios de 2009.

PORCENTAJE DE HOGARES CON DEUDAS Y MEDIDAS DE CARGA ASOCIADA PARA LOS HOGARES CON PASIVOS
Por características de los hogares

Características de los hogares	Porcentaje de hogares con deudas		Ratios de deuda/renta del hogar				Ratio de pagos por deudas/renta del hogar			
			2005		Primer trimestre de 2009		2005		Primer trimestre de 2009	
	2005	1er Trimestre	50	75	50	75	50	75	50	75
TODOS LOS HOGARES CON DEUDA	49,5	50,1	100,0	235,4	104,7	280,5	17,2	28,3	19,0	32,5
PERCENTIL DE RENTA										
Menor de 20	18,7	16,5	137,0	732,1	147,7	517,2	37,7	82,5	39,3	66,5
Entre 20 y 40	42,3	42,3	109,4	343,8	137,0	374,9	24,6	38,2	26,3	43,3
Entre 40 y 60	57,5	63,6	113,4	277,6	148,0	339,8	20,6	30,2	23,9	33,8
Entre 60 y 80	63,0	61,2	114,3	218,5	95,8	271,8	15,6	24,3	17,0	26,5
Entre 80 y 90	66,5	68,5	93,1	186,6	84,6	207,1	11,8	18,1	14,4	22,1
Entre 90 y 100	65,4	64,7	59,9	123,8	62,0	158,7	8,1	14,7	10,0	17,8
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA										
Menor de 35 años	65,2	68,6	192,6	414,1	217,4	450,0	21,7	32,8	25,6	39,8
Entre 35 y 44 años	70,4	72,3	114,4	230,7	142,7	319,7	18,5	28,4	21,5	35,0
Entre 45 y 54 años	63,1	60,0	81,2	192,6	89,9	234,6	15,2	25,7	17,7	29,7
Entre 55 y 64 años	48,5	48,5	53,2	140,1	41,0	128,2	13,6	25,2	12,1	22,5
Entre 65 y 74 años	19,8	22,9	46,0	125,8	55,3	187,3	12,5	26,0	15,9	28,8
Más de 75 años	5,6	9,9	32,8	147,8	18,5	85,4	11,6	17,8	12,5	21,8
NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO										
Ninguno	15,2	21,3	57,1	269,2	81,2	269,0	17,6	34,4	21,0	38,7
Uno	56,1	56,6	104,3	306,4	100,5	300,6	19,6	32,1	20,4	31,4
Dos	70,2	69,9	113,4	211,9	137,4	165,9	16,3	25,4	19,0	32,9
Tres o más	69,2	69,7	54,9	163,3	48,1	305,0	12,1	22,2	11,0	24,3
PERCENTIL DE RIQUEZA NETA										
Menor de 25	43,9	50,1	65,5	293,3	139,4	373,8	17,7	30,4	23,8	40,5
Entre 25 y 50	56,8	53,5	144,1	296,1	151,7	319,0	20,5	30,6	22,5	32,9
Entre 50 y 75	49,3	47,5	93,8	187,9	87,0	215,0	16,3	25,2	16,8	29,1
Entre 75 y 90	48,0	51,3	82,5	177,7	61,8	167,0	14,4	23,4	13,6	23,7
Entre 90 y 100	48,2	46,3	91,0	210,5	98,6	306,4	14,0	26,4	16,8	32,3

FUENTE: Banco de España.

Las columnas centrales del cuadro muestran información sobre la ratio de endeudamiento (pasivos contraídos como porcentaje de las rentas) de las familias con deudas en los dos períodos analizados. Concretamente se presenta el percentil 50 de la distribución, o mediana, que aproxima a la familia representativa, y el 75, que recoge la situación de aquellas que se encuentran en una situación de mayor fragilidad relativa de acuerdo con ese indicador. Como puede observarse, se registran los niveles más elevados para este indicador en los hogares de menores ingresos y los más jóvenes. La comparación entre 2005 y principios de 2009 evidencia un incremento bastante generalizado de los niveles de apalancamiento. En función de la edad del cabeza de familia, este ascenso fue más marcado en el grupo entre 65 y 74 años, comportamiento que está ligado en parte a cambios en la composición familiar (hijos que vuelven a la casa de sus padres o que la abandonan más tarde). Por niveles de renta, destaca el descenso del cuartil superior de la distribución de la ratio de endeudamiento en los hogares con menores ingresos.

Las cuatro últimas columnas del cuadro recogen información sobre el curso de la ratio de carga financiera (pagos asociados a los pasivos como porcentaje de las rentas del hogar) para distintos grupos de hogares. Como puede observarse, entre finales de 2005 y principios de 2009 los incrementos de esta ratio fueron, en general, proporcionalmente mayores que los del indicador de endeudamiento, lo que refleja una cierta elevación en los costes de financiación. Dicha evolución estuvo acompañada de un ascenso en la dispersión (desarrollo que se observa también para el endeudamiento). La mediana aumentó 1,7 pp durante ese período, hasta alcanzar el 19%, mientras que la ratio de carga financiera correspondiente al percentil 75 lo hizo en 4,1 pp, hasta el 32,5%.

No obstante, en el segmento de menores ingresos se registró una reducción de 16 pp, hasta el 66,5%, entre las familias sometidas a una mayor tensión.

Por grupos de edad, los mayores ascensos en la ratio de carga financiera se han registrado en los hogares endeudados más jóvenes, que son los que presentan los valores más elevados para este indicador. Estos han sido, además, en los que se ha producido un mayor aumento en la proporción de familias en las que los pagos regulares asociados a las deudas superan el 40% de sus ingresos. En concreto, en el grupo de aquellos en los que el cabeza de familia tiene menos de 35 años se incrementó 9,2 pp, hasta situarse próximo al 25%. El análisis en función del número de miembros del hogar ocupados muestra que, a diferencia de lo que sucedía en 2005, a principios de 2009 la ratio correspondiente a aquellos en los que ningún miembro está trabajando era la más elevada.

En resumen, la última edición de la EFF muestra que entre finales de 2005 y principios de 2009 se incrementó el grado de presión financiera soportado por los hogares endeudados. Ello fue consecuencia tanto de un crecimiento del importe de la deuda viva superior a la expansión de las rentas como de un ligero ascenso de los costes de financiación. Además, esta evolución tendió a ser más marcada en algunos de los grupos que se encuentran en una situación comparativamente más vulnerable, no así en el caso de las familias en los percentiles más bajos de ingresos. De todos modos, como se ha comentado anteriormente, dado que las rentas que recoge esta encuesta se refieren a 2007 (antes de que se elevara el desempleo), es posible que la situación patrimonial de estos agentes fuera, a principios de 2009, menos favorable de lo que se deduce de estos resultados.

en la primera mitad del año, de tal forma que, con datos de noviembre, se observa una tasa de expansión interanual positiva (0,7%, frente al 0% en septiembre), por primera vez desde el verano de 2009. Por instrumentos, las tasas de avance se incrementaron tanto en los préstamos del exterior (1,3%, 0,9 pp más que en el cierre del tercer trimestre) como en los créditos concedidos por entidades residentes (-0,6%, frente al -1,3% registrado dos meses antes), al tiempo que se moderó el dinamismo de los fondos captados mediante la emisión de valores distintos de acciones (17,9%, 8,6 pp menos).

La evolución del crédito de entidades residentes muestra dos pautas bien diferenciadas según la finalidad a la que esté destinado. Así, en el tercer trimestre se aceleró la contracción de los pasivos de las sociedades ligadas a la construcción (9,3%, 1,5 pp más que en junio) y servicios inmobiliarios (1,5%, 0,5 pp más que a mediados de 2010). Por el contrario, en el resto de actividades se observó una recuperación, que fue especialmente marcada en los servicios no inmobiliarios (3,5% de crecimiento, 1,6 pp más alto que en el período anterior) y en la industria, cuya tasa, pese a ser todavía negativa (-0,7%), fue más baja que el -4% del segundo trimestre. Este patrón de mayor dinamismo también se habría extendido, dentro de estos últimos sectores, a las pymes, cuya financiación ban-

% del PIB	2007	2008	2009	2010		
				I TR	II TR	III TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	7,3	2,6	4,5	3,7	4,1	4,1
Medios de pago	-1,0	-0,4	4,1	3,3	1,9	0,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	7,5	6,8	-1,2	-0,8	0,5	2,1
Acciones y otras participaciones (b)	0,5	-0,2	1,2	1,0	1,4	1,4
Fondos de inversión	-1,1	-3,4	0,0	0,0	-0,4	-1,2
Reservas técnicas de seguros	0,9	0,2	0,9	0,7	0,6	0,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,2	-0,2	0,6	0,4	0,3	0,2
<i>De jubilación</i>	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Resto	0,4	-0,3	-0,5	-0,5	0,1	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	9,2	2,4	-1,3	-1,1	0,5	0,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,4	3,4	-0,5	-0,1	0,6	0,0
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	7,1	2,7	0,1	0,3	0,7	0,5
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,1	0,8	-0,4	-0,2	0,1	-0,4
Resto	-0,2	-1,0	-0,8	-0,9	-0,1	0,8
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,3	5,2	-8,9	-8,3	0,8	6,9
Medios de pago	-0,4	-1,1	-0,3	0,0	0,9	0,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,0	2,3	-0,6	-0,7	-0,6	-0,1
Acciones y otras participaciones	7,8	3,2	-0,6	-0,5	0,2	1,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	6,6	3,1	0,1	0,2	0,6	1,8
Crédito comercial e interempresas	3,4	0,1	-7,6	-6,7	0,8	4,9
Resto	1,5	0,7	0,2	-0,4	-0,4	0,4
Operaciones financieras (pasivos)	25,8	12,3	-7,6	-9,1	-0,3	6,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,8	5,5	-3,0	-3,7	-2,6	-1,3
Préstamos exteriores	2,8	2,8	-0,1	-0,9	-1,6	-0,5
Valores de renta fija (d)	0,5	0,3	1,3	1,3	1,7	1,3
Acciones y otras participaciones	4,8	2,6	1,3	1,0	1,1	1,1
Crédito comercial e interempresas	4,3	-0,1	-7,7	-6,7	0,8	5,0
Resto	-0,5	1,2	0,5	-0,1	0,3	0,5
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	15,5	6,4	-1,0	-1,4	-0,5	0,1
Hogares e ISFLSH	12,5	4,4	-0,3	0,1	0,9	0,1
Sociedades no financieras	17,7	7,9	-1,5	-2,4	-1,5	0,0

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.

caría experimentó una caída acusada durante la etapa más aguda de la crisis. Este desarrollo es consistente con la información que proporciona la encuesta del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación, que indica que entre marzo y septiembre habría descendido el porcentaje de empresas a las que se les habría rechazado la concesión de nuevos préstamos.

Entre el resto de pasivos de las empresas destaca el mayor dinamismo del crédito comercial y del interempresarial, que, dada su naturaleza, se reflejó también en el activo de los

balances del sector. Así, según las Cuentas Financieras, el flujo asociado a dichos instrumentos supuso, entre julio y septiembre de 2010, en torno al 5 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, cuando hace apenas seis meses mostraba importes negativos.

La información de las Cuentas Financieras también muestra que el saldo de las operaciones financieras netas del sector empresarial volvió a presentar en el tercer trimestre de 2010 un signo acreedor, en términos acumulados de cuatro trimestres, y alcanzó un importe equivalente al 0,9 % del PIB (0,2 pp menos que en junio). 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, presentó un saldo negativo, como consecuencia del aumento de la inversión de empresas españolas en renta variable en el extranjero.

La contención de la deuda de sociedades, unida a la mejoría de los excedentes empresariales que recoge la Contabilidad Nacional en el tercer trimestre de 2010, permitió que la ratio de endeudamiento del sector continuara disminuyendo lentamente un trimestre más, desde el máximo que alcanzó en junio de 2009. El crecimiento de los ingresos y el descenso, en términos acumulados de doce meses, de los pagos por intereses determinaron también una caída de la carga financiera (véase gráfico 25). No obstante, la mejoría que se produjo en ese período en los mercados hizo que aumentara el valor que asignaban a los recursos propios, por lo que la rentabilidad de estos se redujo.

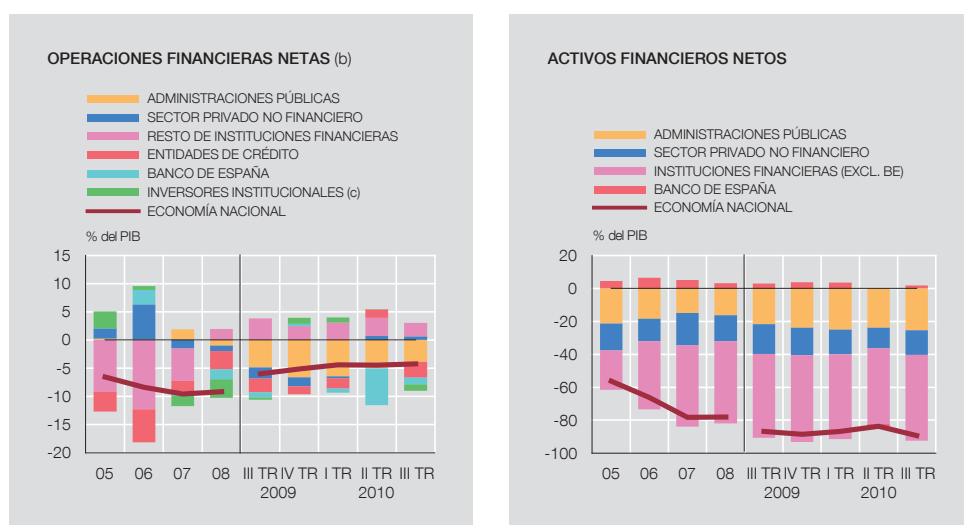
Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, también se observa una recuperación de las rentas empresariales en el tercer trimestre de 2010, de tal modo que el resultado ordinario neto de estas sociedades en los nueve primeros meses del año fue un 6,9 % superior al registrado en idéntico período de 2009. Gracias a ello, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios también aumentó, alcanzando el 5,5 %, 0,2 pp por encima del registro de septiembre de 2009. Esta evolución, unida al mantenimiento de los niveles de deuda, permitió que la ratio de endeudamiento y la carga financiera se redujeran ligeramente. Como resultado conjunto de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo volvieron a descender. No obstante, durante el último tramo del pasado ejercicio, los analistas han revisado a la baja sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas, sobre todo a corto plazo, y algo menos las correspondientes a horizontes más largos (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó creciendo en el tercer trimestre de 2010, y con mayor intensidad en los créditos a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio se incrementó 54 pb, que en los del resto de sociedades, que aumentó en 20 pb, de forma que se han ampliado las diferencias entre los indicadores de ambos sectores, situándose en septiembre en el 11,4 % y el 4 %, respectivamente.

5.4 Las Administraciones Públicas

En el tercer trimestre de 2010, según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se redujeron en una cifra equivalente al 1 % del PIB en términos acumulados anuales, si bien continúan en valores elevados (9,4 % del PIB) (véase cuadro 7).

Una vez más, la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de títulos de renta fija, canal por el que obtuvieron fondos equivalentes al 8 % del PIB (7 % a largo y 1 % a corto plazo), lo que supone 1 pp menos que en junio (véase gráfico 27). Los créditos aportaron otro 0,7 % del PIB, mientras que por el lado del activo crecieron las ad-



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.

quisiciones netas de valores (1 % del PIB, 0,4 pp más que a mediados del pasado ejercicio) y se redujeron los depósitos (-1,4 % del PIB, 0,7 pp más de reducción con respecto al segundo trimestre).

Con todo ello, el ritmo de crecimiento del endeudamiento de las AAPP sigue siendo alto (14,2 % en noviembre), si bien se ha moderado considerablemente con respecto a los máximos que alcanzó esa tasa al cierre de 2009. El aumento de los pasivos ha llevado a la ratio de deuda sobre PIB a situarse, en septiembre de 2010, próxima al 58 % del PIB, casi 1 pp más que en junio. La carga financiera asociada a estos pasivos también se ha elevado, aunque se encuentra en niveles relativamente reducidos (1,9 % del PIB).

5.5 La posición financiera frente al exterior

Las necesidades de financiación de la nación se han vuelto a reducir en el tercer trimestre de 2010, situándose en el 4,2 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, cifra 0,3 pp inferior a la registrada en junio, según las Cuentas Financieras. Este descenso se debió a la disminución de la posición deudora de las AAPP, que fue parcialmente compensada por la reducción del ahorro financiero neto de hogares y sociedades, mientras que la de las instituciones financieras apenas varió.

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que entre julio y septiembre de 2010 las entidades de crédito fueron la principal vía de financiación de la economía, al captar del extranjero, en solo tres meses, el equivalente al 3,8 % del PIB (en términos netos), lo que contrasta con el segundo trimestre del año, en el que se produjo una salida neta de fondos por esta vía. El resto de sectores también mejoraron su capacidad de financiación exterior con respecto a las cifras de la primavera, siendo las AAPP las que en términos acumulados de cuatro trimestres habían logrado una mayor cantidad de recursos del resto del mundo (3,9 % del PIB) (véase gráfico 28). Esta normalización permitió que aumentaran los activos netos del Banco de España frente al resto del mundo, tras el descenso de los meses precedentes, por un importe equivalente al 4,5 % del PIB. En el cuarto trimestre, y de acuerdo

% del PIB	2007	2008	2009	2010		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,6	-9,2	-5,1	-4,4	-4,5	-4,2
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	14,2	1,3	-1,5	-0,7	-2,6	-3,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,5	-1,3	-3,2	-2,1	-1,4	-2,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	4,2	-0,5	-1,7	-1,6	-1,1	-1,8
Valores distintos de acciones	1,6	1,3	0,0	-0,3	-3,9	-5,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,8	1,6	1,2	0,7	-2,0	-2,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,0	-1,3	-0,5	-0,2	-1,4	-2,3
Acciones y otras participaciones	8,8	1,9	1,5	1,3	1,7	2,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	6,6	3,1	0,1	0,2	0,6	1,8
<i>Inversores institucionales (b)</i>	-1,1	-1,6	0,3	0,7	1,0	1,0
Préstamos	1,2	0,8	0,2	0,0	-0,7	-0,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	23,8	10,5	3,6	3,8	1,8	0,9
Depósitos	6,7	8,0	-0,5	0,1	1,6	-0,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	6,7	6,2	0,7	-0,6	-4,7	-2,9
Valores distintos de acciones	8,1	-2,7	3,8	3,4	0,6	0,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,3	1,1	5,4	5,7	4,2	3,4
<i>Entidades de crédito</i>	3,6	-1,9	1,1	0,9	-0,4	-0,6
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,8	-1,9	-2,6	-3,1	-3,2	-2,2
Acciones y otras participaciones	4,6	3,2	0,8	1,3	0,8	0,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,7	2,4	0,1	0,4	0,4	0,5
Préstamos	3,1	2,7	0,3	-0,5	-1,1	-0,1
Otros neto (c)	0,3	0,6	-0,8	-1,1	-1,7	-1,8
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	9,5	4,7	0,6	-0,9	-0,7	1,0
Inversión directa del exterior en España	4,5	4,6	0,5	0,7	-0,2	0,3

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

con la información incompleta procedente de la Balanza de Pagos (que cubre solo hasta noviembre), siguieron recuperándose los activos exteriores netos del Banco de España.

El detalle por instrumentos muestra que el grueso de las entradas de capital se canalizó a través del mercado interbancario, que, en términos netos, permitió captar a las entidades de crédito fondos equivalentes al 2,2% del PIB, al tiempo que también aumentaron las compras por parte del resto del mundo de valores distintos de acciones, indistintamente del emisor, cuando apenas tres meses antes los no residentes habían deshecho posiciones en esos activos. También creció la inversión directa del exterior en España, recuperando, en términos acumulados de cuatro trimestres, cifras positivas (0,3% del PIB, 0,5 pp más que en junio) (véase cuadro 9).

Las salidas de capital fueron ligeramente negativas (-0,3 % del PIB en el trimestre), pero en una cuantía inferior a la del segundo trimestre, cuando alcanzaron el -1,6 % del PIB. Por instrumentos, destacaron los valores distintos de acciones, con unos flujos negativos del 1,8 % del PIB (-5,8 % del PIB en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 9). Por el contrario, siguió aumentando la compra de acciones y otras participaciones, que entre julio y septiembre se situaron en el equivalente al 1,6 % del PIB. En línea con esta evolución, los flujos de inversión directa de España en el exterior se recuperaron con respecto a tres meses antes (1 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres).

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el resto del mundo y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española frente al resto del mundo equivalía, según las cuentas financieras, al 89 % del PIB en el tercer trimestre de 2010, casi 6 pp más que en junio (véase gráfico 28). Este incremento fue debido al aumento (del 5,8 % del PIB) del saldo deudor de las instituciones financieras (excluido el Banco de España) frente a los no residentes y, en menor medida, del sector privado no financiero y de las AAPP, mientras que el Banco de España recuperaba su posición acreedora frente al exterior.

31.1.2011.