

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

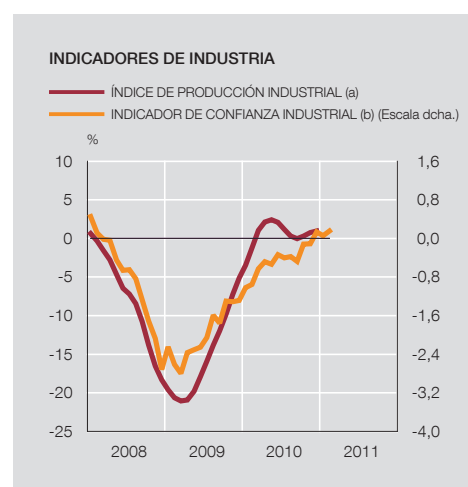
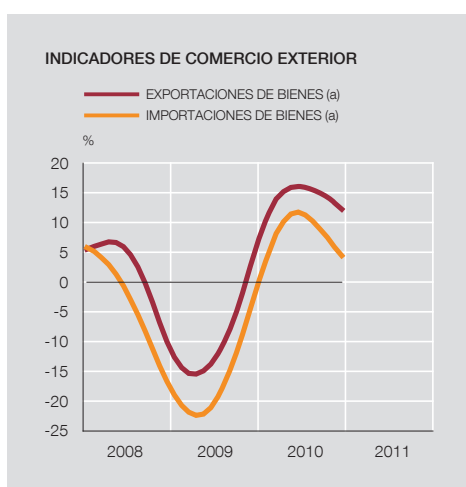
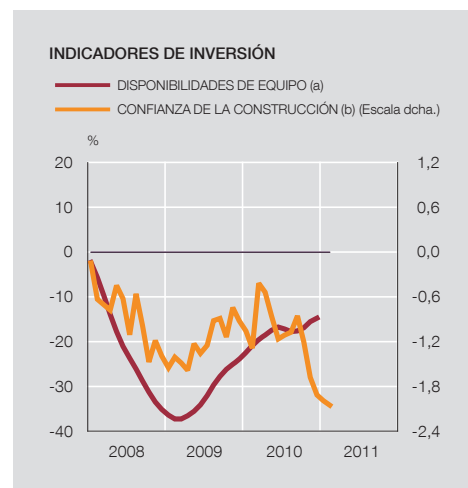
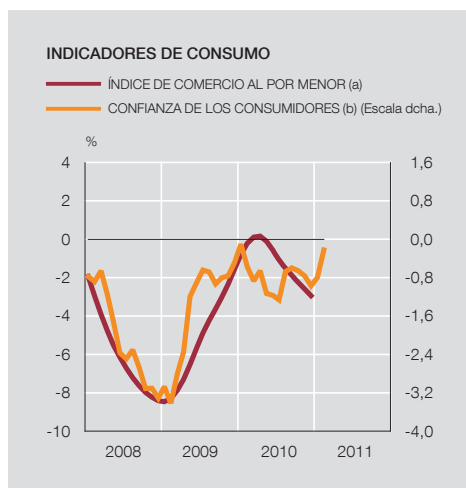
Evolución del sector real de la economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional trimestral (CNTR) publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la actividad económica registró un crecimiento intertrimestral del 0,2 % en el cuarto trimestre de 2010, tras el estancamiento del tercero. Junto con la estimación del último trimestre del pasado año, el INE ha modificado asimismo algunos resultados referidos a los tres trimestres precedentes. Entre estos cambios cabe destacar las revisiones a la baja del consumo público y al alza de la inversión en vivienda.

El avance de la actividad en el trimestre final del pasado ejercicio se corresponde con una disminución de la contribución negativa de la demanda nacional, compensada parcialmente por una menor aportación positiva del sector exterior. En concreto, la demanda nacional experimentó un retroceso del 0,4 %, 0,9 puntos porcentuales (pp) inferior al registrado en el trimestre anterior, mientras que la demanda externa moderó su contribución positiva al crecimiento del PIB, hasta el 0,6 %. La evolución de la demanda nacional refleja, en parte, una modesta recuperación del gasto de los hogares, que aumentó un 0,3 %. El otro componente de la demanda nacional que contribuyó favorablemente al avance del producto fue la inversión en equipo, que creció un 1,2 %, frente a la caída del 5,1 % del período anterior. Por el contrario, el ritmo de retroceso de la inversión en construcción se aceleró en dos décimas, hasta el 3,1 %, debido al componente de otras construcciones, ya que la inversión residencial atenuó ligeramente su caída, en tanto que el consumo público continuó contrayéndose con intensidad similar a la observada en el tercer trimestre (-0,7 %). Finalmente, la inversión en otros productos mostró un crecimiento nulo tras la tasa positiva del tercer trimestre. En un contexto de aceleración de los flujos comerciales con el exterior, la reducción de la contribución positiva de la demanda externa al crecimiento del PIB fue consecuencia del mayor repunte de las importaciones de bienes y servicios (de casi 6 pp, hasta el 1,6 %) en comparación con el experimentado por las exportaciones (en 3,4 pp, hasta el 3,9 %). En términos de las tasas interanuales, el crecimiento del PIB prosiguió la senda de suave recuperación de los últimos trimestres, acelerándose su avance en cuatro décimas, hasta el 0,6 %, en tanto que el ritmo de destrucción de empleo se moderó hasta el 1,4 %. En consecuencia, la tasa de crecimiento de la productividad aumentó levemente, hasta el 2 %.

Los indicadores referidos a los primeros meses del año 2011, todavía escasos, apuntan, en general, a una continuación de la senda de lenta recuperación de la actividad, con características similares a las observadas al final del pasado ejercicio. En el caso del consumo privado, la evolución de los indicadores cualitativos ha sido positiva al inicio del ejercicio. En concreto, la confianza de los consumidores ha experimentado una clara mejoría en enero y, sobre todo, en febrero, de modo que la media de ambos meses supera nítidamente a la del cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico 1). En el primer bimestre del año también se ha producido una mejora, aunque de menor intensidad, de la confianza de los comerciantes minoristas. Frente a esta evolución, la información cuantitativa disponible referida al primer trimestre del año se limita al dato de las matriculaciones de vehículos particulares en enero, que nuevamente experimentaron una caída interanual muy abultada (en torno al 24 %), acusando aún los efectos de la finalización del Plan 2000E. En todo caso, la tasa intermensual calculada sobre la serie ajustada de estacionalidad y efectos calendario también retrocedió (-3,9 %).

En el caso de la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles del comienzo del año muestran, en general, un tono favorable. De este modo, la encuesta trimestral de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros correspondiente al primer trimestre reflejó



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

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

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

tanto un aumento de los nuevos pedidos como una mejoría en el nivel de utilización de la capacidad productiva, que se incrementó en 1,1 pp, hasta el 73,5%, tras el leve descenso del trimestre anterior. Asimismo, los indicadores mensuales de las carteras de pedidos totales y de pedidos exteriores del conjunto de ramas de la industria repuntaron en el bimestre enero-febrero en comparación con el nivel medio del cuarto trimestre de 2010. Además, en enero las matriculaciones de vehículos de carga registraron un leve repunte intermensual del 0,6%. En sentido contrario, el indicador de clima industrial mostró un ligero deterioro en enero, interrumpiendo la tendencia a la mejoría de los meses anteriores.

El conjunto de indicadores contemporáneos relativos al sector de la construcción refleja la continuación del proceso de ajuste de este componente de la demanda, aunque a un ritmo más atenuado. Por lo que se refiere a los consumos intermedios, la producción industrial de minerales no metálicos y el consumo aparente de cemento moderaron en diciembre sus ritmos de descenso interanual hasta el 2,3% y el 9,6%, respectivamente (frente al -5,6% y al -20,5% observados en noviembre). No obstante, las tasas intermensuales de ambas variables experimentaron un empeoramiento en el último mes de 2010. Los indicadores de empleo mostraron también una mejora en tasa interanual, con datos ya referidos a enero. En concreto, los afiliados

a la Seguridad Social atenuaron su descenso en siete décimas, hasta el 9,6%, mientras que el número de parados cayó un 3,9%, lo que supone el tercer mes consecutivo de disminución. Por su parte, el indicador de confianza de los empresarios del sector evolucionó de manera desfavorable en febrero, deteriorándose por quinto mes consecutivo. En cuanto a la información relativa a los principales indicadores adelantados, la superficie visada de obra nueva en viviendas suavizó en diciembre su ritmo de caída interanual en 8 pp, hasta el -5%. La ralentización del retroceso de esta variable indica que se estaría aproximando el final de su profundo ajuste, que ha llevado a que en el conjunto de 2010 se visaran solamente unas 92.000 viviendas, poco más de la décima parte de la cifra observada en 2006. Por su parte, la superficie visada de carácter no residencial acentuó en diciembre su retroceso hasta el -32% (-13% en noviembre). Finalmente, la licitación oficial de obra civil disminuyó en torno al 65% en diciembre. La intensificación de la caída frente al -10% de noviembre fue, en parte, consecuencia de un efecto base, dado el fuerte avance de la licitación que tuvo lugar en el mismo mes de 2009.

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, las exportaciones reales de bienes desaceleraron en diciembre en cerca de 7 pp su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 12,4%. De este modo, el cuarto trimestre del año terminó con un incremento de las ventas al exterior del 14,1%, tasa similar a la del conjunto de 2010 (14,5%). Por grupos de productos, las partidas más dinámicas del último trimestre fueron las de bienes industriales intermedios y de equipo. Por el contrario, las exportaciones de bienes de consumo no alimenticio descendieron por tercer trimestre consecutivo. Por áreas geográficas, tanto las exportaciones extracomunitarias como las dirigidas a la UE avanzaron con similar intensidad (13,9% y 14,3%, respectivamente). Por su parte, las importaciones reales registraron en el mes de diciembre un notable repunte, hasta el 9% interanual, tras los modestos avances de los meses precedentes. Así, el incremento de las compras exteriores en el cuarto trimestre fue del 4,8%, tasa que, no obstante, se sitúa muy por debajo de las observadas en la primera mitad del año. En el conjunto del ejercicio, el crecimiento fue del 8,6%. Por grupos de productos, en el cuarto trimestre destacó el impulso mostrado por las importaciones de bienes industriales intermedios. Por áreas geográficas, el aumento de las importaciones en el cuarto trimestre se concentró en las de origen extracomunitario (9,2%), ya que las procedentes de la UE se caracterizaron por su debilidad (1,7%). El déficit comercial se incrementó un 31,8% en diciembre en términos nominales, como consecuencia del deterioro de la relación real de intercambio en el tramo final del año. En concreto, el aumento del precio del petróleo se tradujo en un empeoramiento de la balanza energética, cuyo saldo aumentó un 50,2%, mientras que el déficit de la balanza no energética se expandió en un 5%. En el conjunto del trimestre, el déficit comercial se incrementó en algo menos del 1%.

La información más reciente relacionada con el turismo receptor parece confirmar la recuperación de un tono de mayor vigor, tras los registros menos favorables de diciembre de 2010. En parte, estos resultados más positivos parecen estar reflejando un cierto redireccionamiento de flujos de turistas hacia los destinos del litoral español como consecuencia de los episodios de inestabilidad geopolítica del norte de África, por lo que podría tener un cierto componente transitorio, que tienda a revertir una vez que se estabilice la situación en esa área geográfica. De acuerdo con la última información disponible, las llegadas de turistas internacionales aumentaron en enero de 2011, según FRONTUR, un 4,7% interanual. Por otro lado, el gasto total realizado por los turistas no residentes en enero fue, según EGATUR, un 3% superior al del mismo período de 2010. Este aumento se debió al mayor número de llegadas de turistas, ya que el gasto medio de cada uno de ellos descendió un 1,6%. Finalmente, según la Encuesta de Ocupación Hotelera, el número de pernoctaciones de viajeros procedentes del extranjero en establecimientos hoteleros se aceleró en enero hasta el 9% interanual (3,3% en diciembre de 2010).

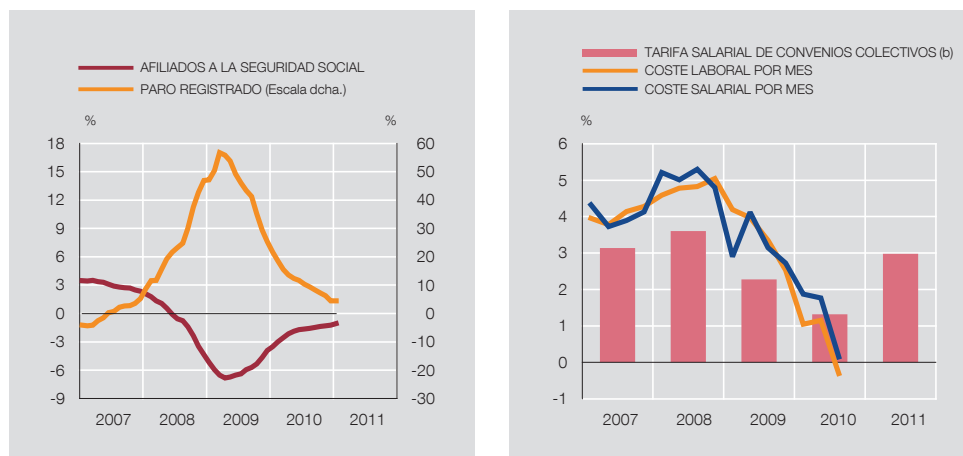
De acuerdo con los datos de Balanza de Pagos de diciembre de 2010, la necesidad de financiación de la nación disminuyó un 38% en términos interanuales, en línea con los resultados de los meses precedentes, de modo que el descenso del conjunto del cuarto trimestre tuvo una magnitud muy similar. Este comportamiento fue debido fundamentalmente a la disminución del déficit de rentas (-37%), así como a la evolución del saldo de transferencias corrientes, que pasó a obtener superávit. En el conjunto del año 2010, la necesidad de financiación de la economía se situó en 41,2 mm de euros, cifra que es un 24,1% inferior a la contabilizada en 2009.

Por el lado de la oferta, la confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea aumentó ligeramente en febrero, si bien en los últimos meses parece haber ralentizado algo su ritmo de mejora. Además, el índice PMI aumentó en enero en medio punto, hasta alcanzar su nivel más elevado desde abril de 2010. Entre los indicadores del sector industrial referidos al mercado de trabajo, los afiliados a la Seguridad Social recortaron en enero su tasa de caída interanual en dos décimas, hasta el 2,9%, mientras que el paro registrado cayó un 3,4%, al igual que en el mes anterior. Entre el resto de indicadores cuantitativos (para los que no existe información referida al primer trimestre de 2011), el índice de producción industrial registró en diciembre del pasado año un ligero descenso del -0,3% (en términos de la serie corregida de calendario y desestacionalizada), tasa que contrasta con el repunte observado en noviembre y se sitúa más en línea con las observadas desde el final del verano. Por su parte, los índices de entradas de pedidos y de cifra de negocios mostraron tasas interanuales positivas en diciembre, pero, como en el caso del IPI, inferiores a las presentadas un mes antes.

Por lo que respecta a los servicios, los indicadores cualitativos han mostrado una cierta mejoría, dentro de una tónica de relativa atonía. Así, en los meses de enero y febrero el indicador de confianza que elabora la Comisión Europea ha interrumpido la trayectoria de deterioro que mostró en el otoño. Por su parte, el PMI moderó en enero su contracción en casi tres puntos, a pesar de lo cual se situó por sexto mes consecutivo por debajo del umbral de expansión de la actividad. Entre los indicadores cuantitativos, la trayectoria de recuperación de los indicadores del mercado de trabajo mostró un cierto estancamiento en enero, con un aumento interanual de los afiliados a la Seguridad Social del 0,3%, mientras que el paro registrado atenuó levemente su tasa de aumento, hasta un 5,7%. Finalmente, el indicador de cifra de negocios del sector servicios intensificó su ritmo de contracción en diciembre, hasta el -3,5%.

Según los datos de la CNTR, en el cuarto trimestre prosiguió moderándose el ritmo de destrucción de puestos de trabajo, aunque de forma menos intensa a la observada en trimestres anteriores, hasta una tasa interanual del -1,4%, desde el -1,6% del trimestre anterior. Los datos relativos al mes de enero siguen marcando esta tendencia (véase gráfico 2). Así, en tasa interanual, el número de afiliados a la Seguridad Social descendió en enero un 1% (-1,2% el mes anterior), mientras que el número de parados registrados en las oficinas del Servicio Público de Empleo Estatal aumentó un 4,5%, al igual que en el mes de diciembre.

En relación con la ejecución presupuestaria del Estado, el año 2010 finalizó con un déficit de 50,7 mm de euros, según el criterio de Contabilidad Nacional (lo que representa el 4,8% del PIB). Esta cifra es aproximadamente la mitad de la correspondiente a 2009. Bajo el criterio de caja, el déficit ascendió a 52,2 mm, un 40% menos que en 2009 (véase gráfico 3). Esta corrección del déficit se concentró en la segunda mitad del año, como consecuencia, sobre todo, de la recuperación de los ingresos, aunque también contribuyó la moderación de los pagos. Para el conjunto de Administraciones Públicas, el año 2010 se cerró con un déficit público del 9,2% del PIB, una décima por debajo del objetivo fijado por el Gobierno en mayo del pasado año. Según la última información disponible acerca de la ejecución del Presupuesto del Esta-

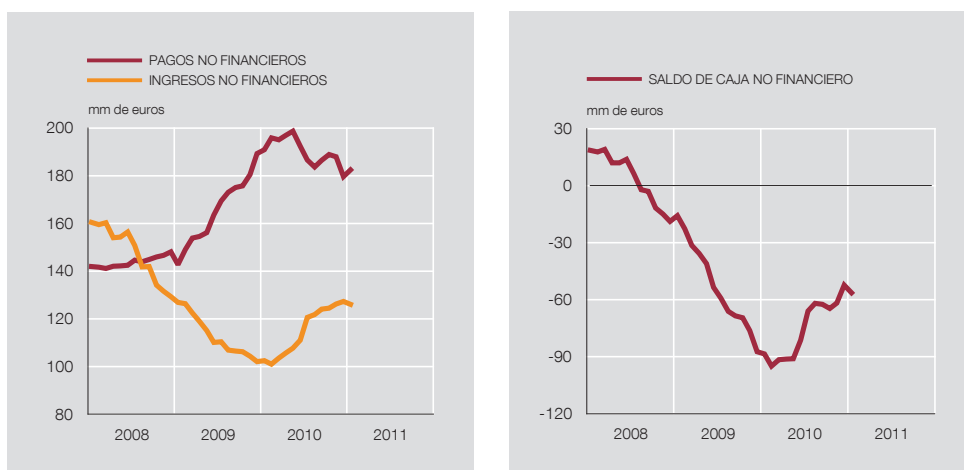


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta enero de 2011.

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



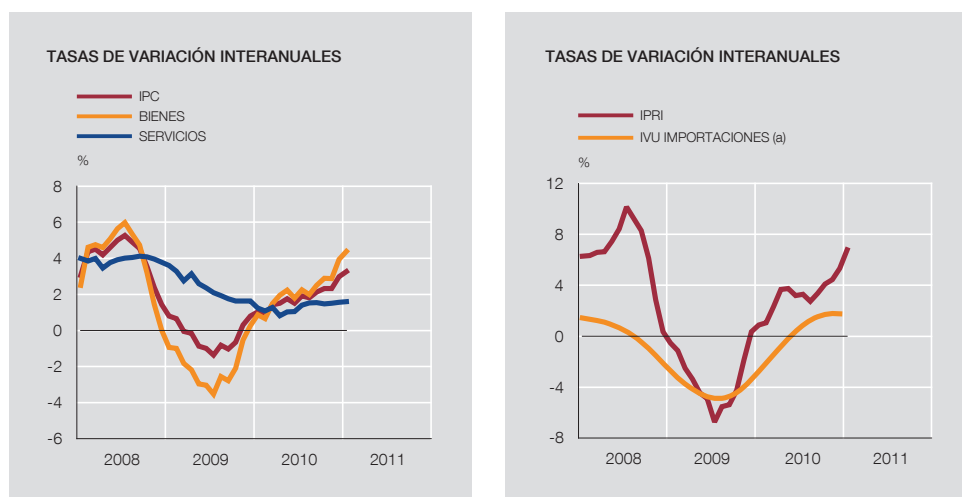
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: enero de 2011.

do en enero de 2011, en este mes se registró un déficit de 1,2 mm de euros en términos de Contabilidad Nacional (y de 7,7 mm en términos de caja). Estas cifras suponen un incremento de los saldos negativos con respecto a los registrados un año antes. En todo caso, las cifras de enero habitualmente son poco representativas del comportamiento del saldo presupuestario del Estado en el conjunto del año.

Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, el ritmo de contracción de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía se acentuó en tres décimas en el cuarto trimestre de 2010, hasta el -0,4 % interanual. El retroceso de los costes laborales unitarios se intensificó en una magnitud similar (hasta el -2,3 %), dado que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo apenas repuntó (2 %). Cabe destacar que el descenso de la remuneración por asalariado del conjunto de la economía obedeció, sobre todo, al comportamiento en los servicios no



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

de mercado, donde el ritmo de caída se aceleró en nueve décimas, hasta el 4,1 %, como consecuencia del recorte salarial en las Administraciones Públicas. Por su parte, la tasa de avance en la economía de mercado se cifró en el 1,3 %, levemente superior a la del trimestre anterior.

Según la última información relativa a la negociación colectiva, los convenios firmados en enero incorporaron un incremento medio de las tarifas salariales del 3 % para 2011, por encima de las tarifas iniciales pactadas en 2010, que aumentaron en promedio un 1,3 % (un 2,1 % cuando se considera el efecto de la cláusula de salvaguarda). Los convenios firmados en este mes fueron en su mayoría revisados (esto es, correspondientes a acuerdos plurianuales de años anteriores) y, dentro de ellos, una proporción muy significativa (el 70 %) lo hizo antes de la entrada en vigor del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2010-2012, en febrero del año pasado, con incrementos de tarifas del 3,6 %. Los firmados con posteridad a esa fecha fijaron aumentos salariales más reducidos (del 1,5 %), al igual que los de nueva firma (el 0,5 %), porcentaje, este último, escasamente representativo, pues afectó únicamente a 255 trabajadores. En conjunto, el total de convenios registrados en enero afectó a algo más de un millón de trabajadores, cifra ligeramente superior a la observada en enero del pasado ejercicio, pero muy por debajo de la de años anteriores.

Durante el mes de enero, la tasa interanual de variación del IPC aumentó en tres décimas, hasta el 3,3 % (véase gráfico 4). El comportamiento más expansivo de la inflación en términos interanuales fue el resultado de la aceleración registrada por los precios de la energía (de 2 pp, hasta el 17,6 %) y, en menor medida, de los alimentos elaborados (de cinco décimas, hasta el 3,1 %). Por su parte, tanto los precios de los bienes industriales no energéticos como los de los alimentos no elaborados moderaron su avance en dos y tres décimas, respectivamente (hasta el 0,7 % y el 2,3 %), mientras que el correspondiente a los servicios permaneció estable en el 1,6 %. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, la tasa interanual del IPSEBENE aumentó en una décima, hasta el 1,6 %, mientras que la del IPC sin energía se mantuvo en ese mismo nivel. El ritmo de avance del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) fue más moderado, incrementándose en una décima, hasta el 3 %, lo que fundamentalmente refleja la introducción de un cambio metodológico en la elaboración del indica-

dor armonizado que afecta al tratamiento de los productos estacionales. En el área del euro, la aceleración del IAPC fue de una décima, hasta el 2,3 %, por lo que el diferencial de inflación entre España y esa zona se mantuvo estable en 0,7 pp. En febrero, la variación interanual de los indicadores adelantados del IPC y del IAPC muestra un nuevo incremento (hasta el 3,6 % y el 3,4 %, respectivamente). En la zona del euro, el indicador adelantado del IAPC de febrero arrojó un crecimiento interanual del 2,4 %. De confirmarse estos datos de avance, el diferencial de la inflación de España con el área se habría ampliado, por tanto, hasta 1 pp.

En enero, la tasa de crecimiento interanual del IPRI aumentó en 1,5 pp, hasta el 6,8 %. Por componentes, la aceleración fue bastante generalizada, pues afectó a todos ellos, con la excepción de los bienes de consumo duradero. Destacó el repunte de los precios de los bienes energéticos (de 3,8 pp, hasta el 17,3 %), mientras que los incrementos de las tasas del resto de componentes fueron más moderados. El índice general sin energía alcanzó un ritmo de avance interanual del 3,7 %, tres décimas más que en diciembre.

En diciembre, los precios de exportación, aproximados mediante los índices de valor unitario (IVU), recortaron su ritmo de crecimiento interanual en seis décimas, hasta el 3,9 %. Por el contrario, los precios industriales de exportación elaborados por el INE se aceleraron en 0,9 pp, hasta el 6,6 %. En la vertiente importadora, los IVU y los precios industriales evolucionaron en la misma dirección, aumentando en ambos casos sus ritmos de avance. No obstante, el repunte de los IVU de importación fue de menor intensidad, hasta una tasa interanual del 10,3 %, desde el 10 % del mes anterior, mientras que los precios industriales de importación incrementaron en 1,2 pp su ritmo de crecimiento, hasta el 10,4 %.

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante el mes de febrero, los mercados financieros internacionales mostraron una evolución positiva, hasta que el agravamiento de las tensiones políticas en los países árabes acabó afectando notablemente a su comportamiento en la parte final del período. Así, en el conjunto del mes, y en un contexto de mejora en los datos macro de Estados Unidos, se produjo un avance global de los mercados, que se reflejó, en particular, en ganancias moderadas en las bolsas de las economías desarrolladas. Durante la mayor parte del mes, la evolución favorable de la economía estadounidense se tradujo en una ligera apreciación del dólar frente a las monedas de los principales países avanzados, con la excepción de la libra, y esta mejoría de las perspectivas económicas propició un aumento de la rentabilidad del bono a diez años de Estados Unidos. No obstante, a medida que las tensiones en Oriente Medio se agravaron, estos movimientos en divisas y bonos revirtieron casi por completo. En contraste, en los mercados emergentes se registró un cierto empeoramiento, que se ha reflejado en aumentos del riesgo soberano, caídas de las bolsas y salidas de fondos de renta variable. El aumento de los riesgos de inflación y la creciente inestabilidad en Oriente Medio y en el norte de África explican, en parte, este ajuste, al que también pudo contribuir un reequilibrio de flujos hacia unos mercados avanzados con mejores perspectivas. Finalmente, los precios de las materias primas mantuvieron durante este mes su trayectoria alcista, que venía fundamentándose en el incremento de la demanda, sobre todo de economías emergentes. El precio del barril de petróleo Brent experimentó una fuerte subida, superando holgadamente los 100 dólares, al verse intensificada por el riesgo de que las tensiones geopolíticas ya mencionadas acaben afectando a la oferta de crudo.

En Estados Unidos, la segunda estimación del PIB del cuarto trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 2,8 % (2,7 % interanual), gracias a las mayores contribuciones del consumo privado y de la demanda externa. Los indicadores referidos al primer trimestre ofrecen señales positivas, que avalan un afianzamiento de la recuperación y reducen aún más los riesgos a la baja de la inflación. Por el lado de la oferta, aunque la producción industrial dismi-

nuyó en enero, los indicadores de confianza e inversión empresarial (medidos por los ISM) evolucionaron favorablemente. Los indicadores de demanda han mostrado un tono algo más débil, de modo que las ventas al por menor se desaceleraron en enero y la confianza de los consumidores, aunque repuntó en febrero, se encuentra aún en niveles bajos. En el mercado inmobiliario, las viviendas iniciadas y las ventas, en enero, y la confianza de los constructores, en febrero, mantuvieron un pulso débil. En la misma línea, la creación neta de empleo en enero fue muy reducida, a pesar de que la tasa de paro se redujo hasta el 9%. La inflación avanzó una décima en enero, hasta el 1,6%, mientras que la tasa subyacente aumentó en dos décimas, hasta el 1%. En este contexto, la Reserva Federal, en su reunión de enero, decidió mantener el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,25% y el compromiso de compra escalonada de bonos del Tesoro por 600 mm de dólares hasta junio de 2011. En el plano fiscal, el presidente Obama presentó ante el Congreso el anteproyecto de presupuestos del año fiscal 2012, para el que está previsto un gasto de un 23,6% del PIB y un déficit público del 7% del PIB. El presupuesto no contempla un giro hacia la consolidación fiscal en el corto y en el medio plazo.

En Japón, la primera estimación del PIB del cuarto trimestre mostró una caída del -0,3% trimestral (+2,2% interanual), menos pronunciada de lo esperado por el consenso de analistas (-0,5%). Esta contracción fue el resultado de la debilidad del consumo, tras la anticipación de las compras en el trimestre anterior, previa a la finalización de las ayudas al automóvil, y, en menor medida, del deterioro de las exportaciones y de la demanda pública, que compensaron sobradamente la contribución positiva de la variación de existencias y el empuje de la inversión privada. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia muestran un mayor dinamismo de la actividad desde el inicio de 2011, debido al repunte de las exportaciones de manufacturas, en un entorno de recuperación de la demanda mundial. El IPC mantuvo en enero un crecimiento interanual nulo (igual que el mes anterior), a pesar del impulso alcista generado por la fortaleza de los precios de las materias primas y otros factores de carácter temporal, pues persisten las presiones deflacionistas. En este contexto, el Banco de Japón decidió en febrero mantener inalterado el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,1%. En el ámbito fiscal, Standard & Poor's redujo la calificación crediticia de la deuda de AA a AA-, si bien la decisión no ha tenido repercusiones importantes en los mercados.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre fue del 1,5% interanual (-0,6% trimestral), frente al 2,7% previo (0,7% trimestral). Las adversas condiciones meteorológicas de diciembre acentuaron la desaceleración de la actividad que ya se anticipaba con los indicadores adelantados de octubre y noviembre. Entre los indicadores más recientes, los índices PMI rebotaron notablemente, si bien este incremento está distorsionado por el efecto previo de la ola de frío, mientras que los indicadores de demanda, en especial las ventas al por menor y la confianza de los consumidores, muestran un menor dinamismo. El mercado inmobiliario sigue estancado y el número de transacciones se mantiene en un nivel reducido, mientras que el precio de la vivienda muestra un perfil descendente. Por su parte, el mercado laboral se debilitó ligeramente en el último trimestre de 2010, registrándose un pequeño retroceso del empleo, si bien el aumento de la población inactiva permitió el mantenimiento de la tasa de paro en el 7,9%. La inflación aumentó tres décimas en enero, hasta el 4%, mientras que la tasa subyacente se situó en el 3%, impulsadas por la subida del tipo del IVA y la presión del precio de la energía, que están acrecentando los riesgos inflacionistas. En ese contexto, el Banco de Inglaterra ha mantenido el tipo de interés oficial en el 0,5%, si bien los mercados empiezan a descontar una subida gradual del tipo oficial en torno a junio de 2011.

En el conjunto de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, de acuerdo con la estimación preliminar, el PIB registró un aumento del 2,9%

interanual en el cuarto trimestre, superior al 2,1 % del tercer trimestre, impulsando el crecimiento de la región hasta el 2,2 % en 2010 —en 2009 se contrajo un 3,7 %—. La mejoría en el último trimestre fue generalizada en términos interanuales, destacando Polonia y Lituania con avances en torno al 4,5 %, aunque varios países han moderado su crecimiento trimestral y Rumanía sigue mostrando un retroceso en términos interanuales. La recuperación económica continúa impulsada por el dinamismo de la producción industrial y de las exportaciones, gracias al empuje de la economía alemana. No obstante, para el próximo trimestre se esperaba una cierta ralentización si la demanda interna no consigue remontar. En enero la inflación ha tenido un comportamiento desigual por países, variando en un rango desde el 1,8 % de la República Checa hasta el 7 % de Rumanía. En este contexto, se han mantenido inalterados los tipos de interés en el área.

En China, los indicadores de enero evidencian que la actividad económica mantuvo un elevado dinamismo gracias a la fortaleza de la demanda interna y al repunte de la externa. Así, las exportaciones registraron un fuerte crecimiento interanual (37,7 %) en enero, tras haber alcanzado el superávit por cuenta corriente el 5,2 % del PIB en 2010, por encima del 4,9 % de 2009. La economía china sigue mostrando signos de sobrecalentamiento; así, en enero la inflación se ha incrementado hasta el 4,9 % interanual y el crédito se ha acelerado. En este contexto, las autoridades anunciaron un nuevo incremento de 25 pb en las tasas de interés oficiales, el tercero desde octubre de 2010, al tiempo que elevaron el coeficiente de reservas bancarias en 50 pb, hasta el 19,5 %, para la mayoría de las instituciones financieras y comenzaron a imponer requisitos de reserva, diferenciados entre bancos. En el resto de Asia, la expansión económica continuó avanzando a ritmos elevados. La inflación interanual siguió mostrando en enero una pauta de crecimiento gradual en la región, aunque con alguna excepción. No se registraron variaciones en los tipos oficiales, salvo en Indonesia, donde se elevaron en 25 pb.

En América Latina, la actividad en el cuarto trimestre del conjunto de la región habría continuado el proceso de suave desaceleración, siendo Argentina y Venezuela excepciones a este patrón. En este último país, la actividad registró un crecimiento interanual positivo (0,6 %), por primera vez desde el primer trimestre de 2009. En el caso de México, la tasa interanual del PIB se situó en el 4,6 % (5,3 % en el tercero), y en Perú descendió del 9,6 % al 9,2 %. La inflación del área se mantuvo en enero en el 6,9 %, en la medida en que las subidas en Brasil (una décima, hasta el 6 %), Colombia (dos décimas, hasta el 3,4 %) y Perú (una décima, hasta el 2,2 %) se vieron compensadas por el descenso en Chile (tres décimas, hasta el 2,7 %), Argentina (tres décimas, hasta el 10,6 %) y especialmente México (seis décimas, hasta el 3,8 %), gracias, en este último caso, al efecto base derivado de la subida del IVA en enero del pasado año. En Venezuela, la tasa de inflación repuntó hasta alcanzar cotas cercanas al 29 %. Las expectativas de inflación a corto plazo se elevaron en Brasil, Chile y Colombia, de modo que los bancos centrales de estos dos últimos países elevaron en 25 pb el tipo oficial. También en Perú se incrementó el tipo oficial en 25 pb, al tiempo que se adoptaron nuevas medidas orientadas a contener el crecimiento del crédito ante las perspectivas de que el dinamismo de la demanda interna generara presiones inflacionistas adicionales. Cabe destacar, en este contexto, que Brasil anunció una reducción del gasto previsto en 2011 equivalente al 1,2 % del PIB, con el objetivo de facilitar la conducción de la política monetaria y contribuir al alivio de las presiones inflacionistas; y Perú, una rebaja de aranceles para los alimentos y de los impuestos sobre las ventas y sobre las transacciones financieras, con el mismo fin. A lo largo del mes se produjeron numerosas emisiones en los mercados internacionales y distintas agencias revisaron al alza la calificación soberana de Chile y de Ecuador.

Finalmente, en la zona del euro, de acuerdo con la estimación provisional de Eurostat, el PIB aumentó en el cuarto trimestre de 2010 un 0,3 % intertrimestral, la misma tasa que en el

		2010				2011	
		SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	5,5	7,1	7,9	8,0		
	Comercio al por menor	1,4	0,9	1,0	-0,8		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-12,4	-15,4	-10,1	-6,9	-4,3	
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,0	-11,0	-9,0	-11,0	-11,0	-10,0
	Indicador de confianza industrial CE	-1,0	1,0	2,0	5,0	6,0	7,0
	PMI de manufacturas	53,7	54,6	55,3	57,1	57,3	59,0
	PMI de servicios	54,1	53,3	55,4	54,2	55,9	57,2
	IAPC	1,9	1,9	1,9	2,2	2,3	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	1,1	1,1	2,1	1,7	1,5	
	M1	6,2	4,8	4,6	4,4	3,2	
	Crédito a los sectores residentes	2,2	3,2	3,9	3,4	3,8	
	AAPP	7,1	12,2	13,0	11,6	11,6	
	Otros sectores residentes	1,1	1,2	1,9	1,6	2,0	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	2,7	2,8	2,8	2,9	3,1	
	— Préstamos a sociedades no financieras	-0,6	-0,5	-0,2	-0,2	0,4	
	EONIA	0,45	0,70	0,59	0,50	0,66	0,71
	EURIBOR a tres meses	0,88	1,00	1,04	1,02	1,02	1,09
	EURIBOR a un año	1,42	1,50	1,54	1,53	1,55	1,71
	Rendimiento bonos a diez años	3,50	3,34	3,73	4,07	3,94	4,47
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,84	-0,81	-0,97	-0,78	-0,54	-0,87
	Tipo de cambio dólar/euro	1,307	1,390	1,366	1,322	1,336	1,365
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-7,4	-4,1	-10,6	-5,8	5,8	7,9	

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

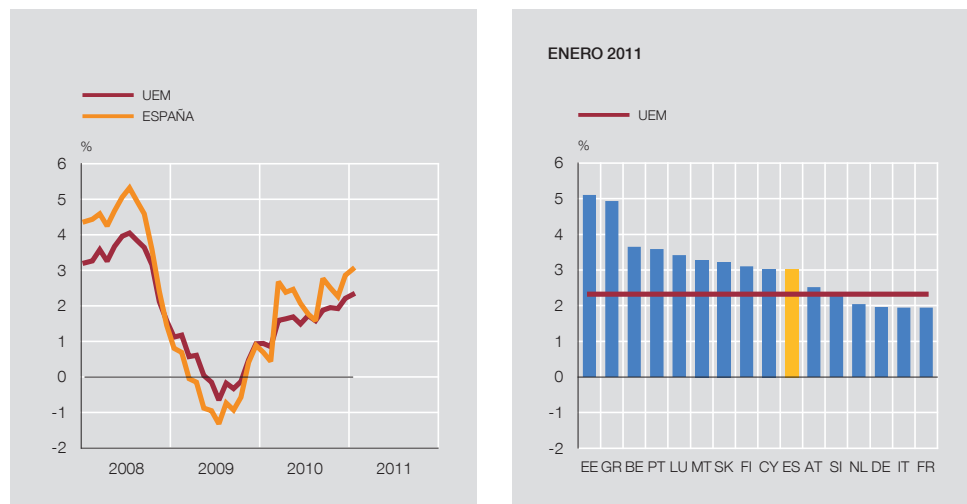
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 28 de febrero de 2011.

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

período de julio-septiembre. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 2 %, una décima por encima de la observada en el trimestre precedente, con lo que, para el conjunto del año 2010, la economía de la UEM se expandió un 1,7 %, frente al retroceso del 4 % registrado en 2009. Aunque todavía no se conoce la desagregación por componentes, la información disponible apunta a que la demanda exterior neta ha podido contribuir positivamente al crecimiento, mientras que la aportación de la demanda interna se habría ralentizado. Por países, continúa el avance de las principales economías, aunque a ritmos heterogéneos. Así, Francia y Alemania experimentaron tasas similares o por encima de la media de la UEM $-0,3\%$ y $0,4\%$, respectivamente, mientras que España ($0,2\%$) e Italia ($0,1\%$) mostraron ritmos de recuperación más moderados.

La información coyuntural más reciente sugiere que la actividad continuó avanzando a comienzos de 2011. Por el lado de la oferta, y todavía en lo que se refiere al cuarto trimestre del pasado año, los pedidos industriales —excluyendo su componente más volátil, el equipo de transporte pesado— crecieron un 1,3 % en diciembre, a pesar de que la producción industrial se contrajo ligeramente en dicho mes. Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea y la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera mejoraron en enero y febrero. Paralelamente, los indicadores equivalentes en el sector servicios registraron también sendos progresos. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor en diciembre y las matriculaciones en enero retrocedieron, en línea con el comportamiento de la confianza del consumidor en dichos

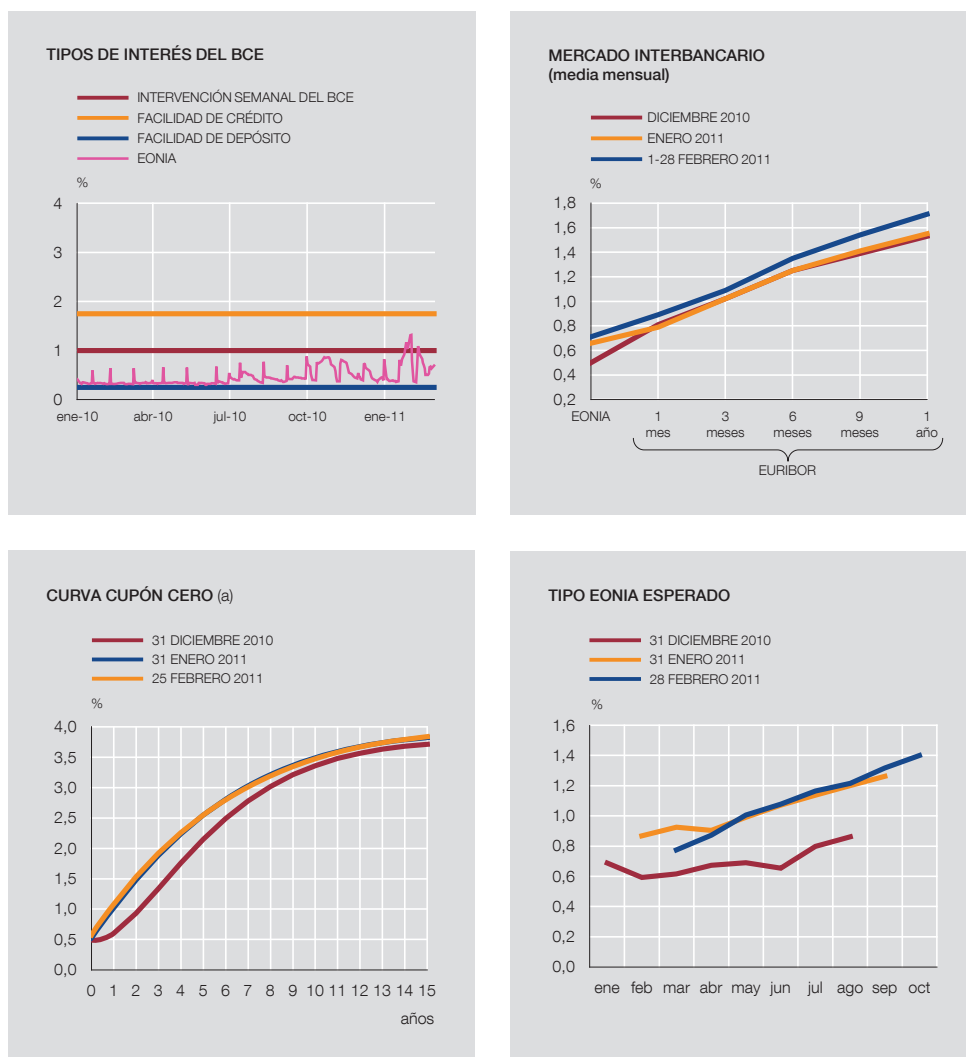


FUENTE: Eurostat.

meses. Sin embargo, esta variable de opinión experimentó un avance en febrero (véase cuadro 1). Por su parte, los indicadores de la inversión mostraron ciertos signos positivos, aunque partiendo de niveles históricamente muy bajos. El grado de utilización de la capacidad productiva de la encuesta trimestral de la CE prosiguió su senda de recuperación en el primer trimestre, mientras que la valoración de la cartera de pedidos aumentó en enero y febrero. Finalmente, en relación con la demanda externa, a pesar del menor volumen de las exportaciones nominales en diciembre, la valoración de la cartera de pedidos exteriores en los dos primeros meses del año, así como las expectativas de exportación en el primer trimestre de 2010, evolucionaron positivamente.

Según los datos facilitados por Eurostat, la tasa de variación interanual del IAPC aumentó dos décimas en enero, hasta situarse en el 2,4%. La evolución del índice general se debió a la aceleración de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, mientras que el resto de componentes disminuyó su ritmo de avance. De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, redujo en una décima su tasa de crecimiento interanual, hasta el 0,9% (véase gráfico 5) (28 de febrero). Los precios industriales aumentaron en diciembre en ocho décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 5,3%, por el repunte fundamentalmente de la energía, pero también de los bienes intermedios no energéticos y de los bienes de consumo no duradero.

El Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones de febrero y marzo, decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 0,25% y 1,75% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. El Consejo consideró en marzo que la actual política monetaria acomodaticia favorece el desarrollo de la actividad económica. No obstante, advirtió de la necesidad de ejercer una fuerte vigilancia con el fin de contener los riesgos al alza para la estabilidad de precios, provenientes de la subida de las materias primas, y que está preparado para actuar de forma firme y oportuna con el fin de asegurar que estos riesgos no lleguen a materializarse. Así, las previsiones elaboradas por el BCE establecen un rango de crecimiento del producto de entre un 1,3% y un 2,1% para 2011 y de entre un 0,8% y un 2,8% para 2012, mientras que las previsiones de inflación se sitúan entre el 2,0% y el 2,6% en 2011 y entre el 1,0% y el 2,4%



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

en 2012. En la reunión de marzo, el Consejo decidió también mantener, para el segundo trimestre de 2011, la modalidad de adjudicación plena a tipo fijo en las subastas de liquidez.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron relativamente estables en febrero, excepto en los plazos más largos, que aumentaron ligeramente. Así, el EURIBOR a doce meses acumuló un aumento de 13 pp a lo largo del mes, hasta el 1,77 %, mientras que el EURIBOR a tres meses se mantuvo en el entorno del 1,08 % (véase gráfico 6). A pesar del repunte de los tipos de operaciones con garantías —*eurepos*— en todos los plazos en la última semana del mes, la diferencia positiva entre las rentabilidades de los depósitos y los *eurepos* equivalentes se ensanchó.

La tensión de los mercados de deuda pública no ha disminuido. Así, los diferenciales respecto al bono alemán volvieron a retomar la tendencia alcista en los países periféricos, especialmente en Grecia y Portugal. Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública a diez años del *Bund* alemán aumentó ligeramente en 2 pb, tras corregir el repunte de los primeros días, mientras que la del bono equivalente en Estados Unidos creció 7 pb en febrero, lo que supone una ampliación del diferencial hasta los 27 pb.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones marcaron una senda ascendente a comienzos del mes, que se revirtió parcialmente en los últimos días de febrero, hasta situar el valor del índice EUROSTOXX 50 en un nivel un 2 % superior similar al registrado a finales de enero. En los mercados de divisas, a pesar de ciertas oscilaciones a lo largo del mes, la cotización del euro frente al dólar volvió a apreciarse, aunque más moderadamente, superando a fecha de cierre de este Boletín los 1,38 dólares/euro (véase gráfico 7).

En relación con los agregados crediticios, el crédito al sector privado prosiguió con una suave recuperación en enero. Los préstamos a sociedades no financieras registraron un avance interanual del 0,4 %, mientras que los otorgados a hogares incrementaron su crecimiento hasta el 3,1 %, con una mejora generalizada por destino del crédito. Por último, el agregado monetario amplio M3 avanzó en enero a un ritmo interanual del 1,5 %, frente al 1,7 % en diciembre.

Evolución financiera en España

A lo largo de febrero, los precios negociados en los mercados financieros españoles se han movido dentro de un margen relativamente estrecho en comparación con los meses anteriores, aunque la volatilidad sigue siendo elevada. De este modo, al cierre de este artículo, las primas de riesgo de los valores públicos y privados se mantenían en niveles altos, similares a los alcanzados a finales de enero. Por su parte, la información más reciente de los balances financieros de los distintos sectores residentes, correspondiente a diciembre, sigue evidenciando un crecimiento importante de los pasivos de las AAPP, aunque dentro de una tendencia de moderación y un avance débil de la deuda de las empresas y familias y de los activos más líquidos de sus carteras. Los datos provisionales de enero, referidos al sector privado, apuntan a una prolongación de estas pautas.

A finales de febrero, la rentabilidad de la deuda a diez años y su diferencial con la referencia alemana al mismo plazo se situaban en torno a los mismos niveles del cierre del mes precedente (alrededor del 5,4 % y de 220 pb, respectivamente). No obstante, en términos medios mensuales se produjo una cierta caída, que fue más acusada en el caso de los títulos a más corto plazo (véase cuadro 2). Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas tuvieron una evolución similar, con un descenso de 23 pb en comparación con el promedio de enero.

TIPOS		2007	2008	2009	2010			2011	
		DIC	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB
BANCARIOS (a)	HOGARES E ISFLSH:								
	Crédito para vivienda	5,53	5,83	2,62	2,70	2,72	2,66	2,92	...
	Crédito para consumo y otros fines	8,38	8,83	6,96	6,70	6,47	6,35	7,03	...
	Depósitos	2,72	2,79	1,39	1,71	1,76	1,70	1,67	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:	Crédito (b)	5,80	4,87	2,95	3,46	3,35	3,55	3,72	...
	MERCADOS FINANCIEROS (c)								
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,01	2,18	0,80	1,65	2,01	3,05	2,50	1,90
	Deuda pública a cinco años	4,12	3,46	2,73	3,04	3,95	4,64	4,61	4,37
	Deuda pública a diez años	4,35	3,86	3,80	4,04	4,69	5,37	5,38	5,26
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,10	0,81	0,62	1,69	2,14	2,47	2,34	2,09
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,64	2,92	0,72	1,40	1,54	1,70	1,66	1,43
	IBEX 35 (e)	7,32	-39,43	29,84	-9,44	-22,39	-17,43	9,60	10,06

FUENTES: Reuters, Datastream y 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, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines, como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

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

c. Medias mensuales.

d. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2009.

e. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2010	2008	2009	2010		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
FINANCIACIÓN TOTAL	2.852,5	7,6	4,0	3,4	3,2	3,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.215,2	6,4	-1,0	0,2	0,4	0,8
Hogares e ISFLSH	900,4	4,4	-0,3	0,1	0,2	0,4
De la cual:						
- Crédito para adquisición de vivienda (c)	680,4	4,5	0,2	0,6	0,4	0,8
- Crédito para consumo y otros fines (c)	216,4	3,9	-1,9	-1,3	-0,6	-0,9
Sociedades no financieras	1.314,7	7,9	-1,5	0,3	0,6	1,0
De la cual:						
- Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	898,0	6,8	-3,5	-1,3	-0,8	-1,0
- Valores de renta fija (d)	64,2	12,1	36,9	26,6	18,0	14,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	637,4	13,7	29,5	16,5	14,3	13,7
Valores a corto plazo	87,1	58,3	62,7	11,8	4,2	1,3
Valores a largo plazo	445,9	8,1	27,4	17,2	15,8	15,7
Créditos y resto	104,4	14,9	15,0	17,7	17,3	17,2

FUENTE: Banco de España.

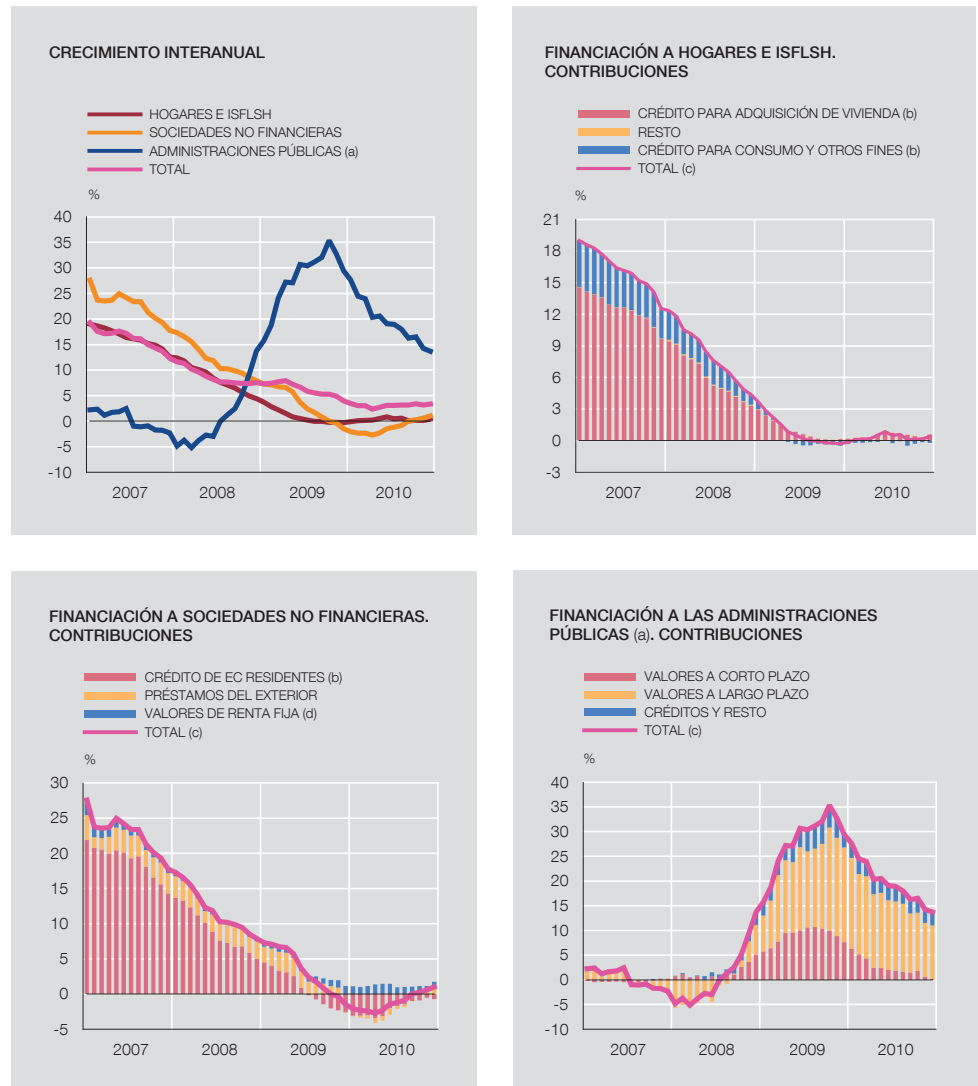
a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

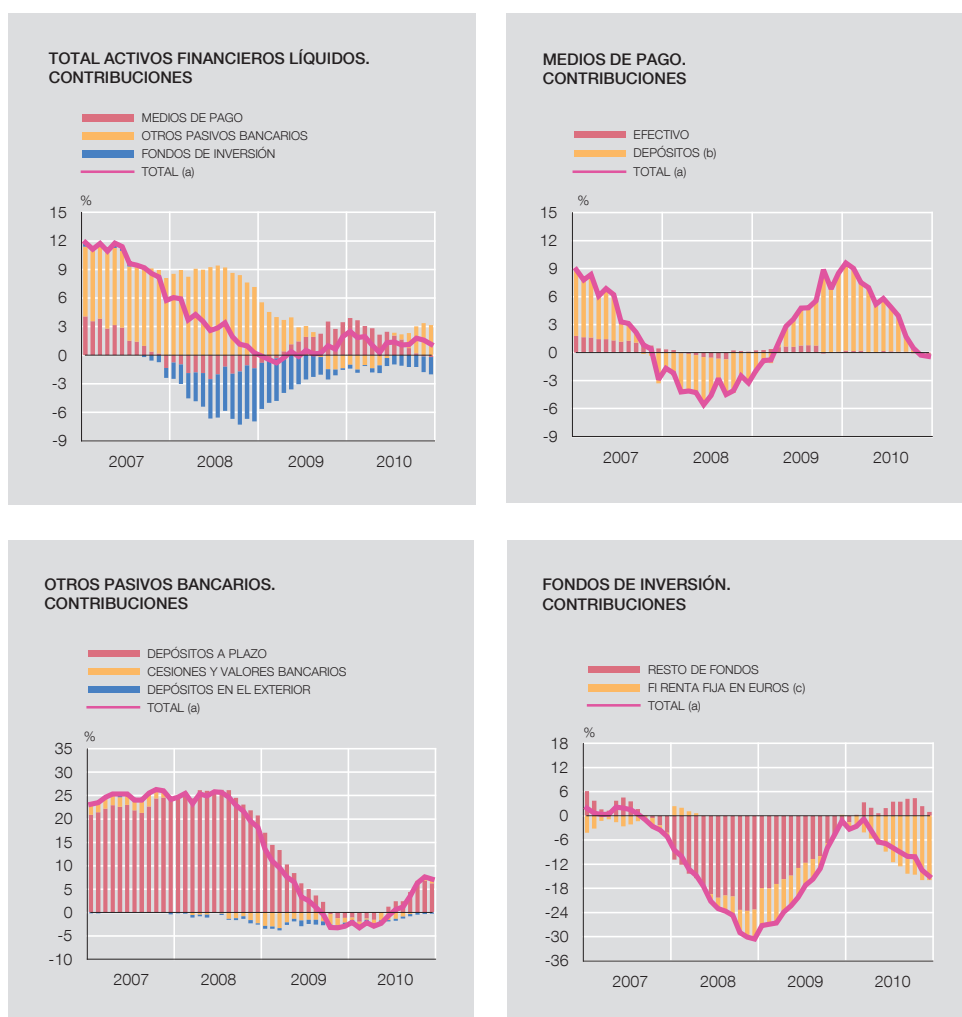


FUENTE: Banco de España.

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

En el mercado español de renta variable, el IBEX 35 se revalorizó, a lo largo del mes de febrero, un 0,4 %, una evolución algo menos favorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM y la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que aumentaron un 2 % y un 3,2 %, respectivamente. A pesar de ello, en la fecha de cierre de este artículo el índice español acumulaba en la parte transcurrida del año unas ganancias (10,1 %) superiores a las de las referencias europea (7,9 %) y norteamericana (5,5 %).

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, correspondientes a enero, evidencian que en el caso de la financiación bancaria a las empresas se produjo un aumento con respecto al mes anterior de 17 pb, hasta situarse en el 3,72 %. También se elevó el coste de los fondos concedidos a las familias tanto para adquisición de vivienda como para consumo y otros fines, alcanzando el 2,92 % y el 7,03 %, respectivamente, lo que significa un incremento de 26 pb y 68 pb en



FUENTE: Banco de España.

- a. Crecimiento interanual.
- b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.
- c. La serie incluye las categorías Fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

relación con las cifras de diciembre. Por su parte, la remuneración de sus depósitos se colocó en el 1,67 %, 3 pb menos que en el mes precedente.

En diciembre de 2010 (último dato disponible), la financiación recibida por los sectores residentes no financieros creció a un ritmo interanual similar al del mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue el resultado de una nueva desaceleración de los fondos captados por las Administraciones Públicas (que, no obstante, continuaron avanzando a una tasa elevada), que se vio prácticamente compensada por el mayor dinamismo de la deuda de los hogares y de las sociedades (que registró un crecimiento del 0,8 % en relación con el mismo período del año anterior).

Los pasivos de los hogares apenas aumentaron un 0,4 % en términos interanuales en diciembre de 2010. El desglose por finalidades muestra un repunte de la tasa de variación interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, hasta situarse en el 0,8 % (frente al 0,4 % de noviembre), que podría estar ligada a un efecto anticipación de la decisión de compra de inmuebles por la desaparición de las desgravaciones fiscales para las rentas medias y altas

desde principios de 2011. En los fondos para consumo y otros fines, en cambio, se acentuó el ritmo de caída hasta el $-0,9\%$. Por su parte, los recursos recibidos por las sociedades no financieras presentaban a finales del pasado ejercicio un avance del 1% en relación con el mismo período de 2009. El detalle por instrumentos sigue evidenciando un menor dinamismo de la financiación bancaria, con una tasa ligeramente negativa (-1%). De acuerdo con la información provisional disponible, en enero se habría desacelerado la deuda de las familias, como consecuencia fundamentalmente del comportamiento de los créditos para la compra de vivienda (lo que es coherente con el efecto anticipación comentado anteriormente). Por el contrario, se habría moderado algo el ritmo de contracción del crédito a las empresas.

La tasa de variación interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas disminuyó hasta el $13,7\%$ en diciembre, $0,6$ pp por debajo del dato del mes anterior. Por instrumentos, la mayor desaceleración se registró en las emisiones de valores a corto plazo, mientras que las de largo plazo y los créditos crecieron prácticamente al mismo ritmo que en noviembre.

En diciembre de 2010, los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se desaceleraron ligeramente (véase gráfico 9). Por instrumentos, la pauta de menor dinamismo fue bastante generalizada, aunque algo más marcada en los depósitos a plazo y los fondos de inversión. La información provisional referida a enero apunta a una nueva ralentización propiciada en esta ocasión por el menor avance de los medios de pago.

1.3.2011.