

INFORME DE PROYECCIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### Resumen

El presente Informe expone el análisis que sobre la situación y las perspectivas de la economía española para los años 2011 y 2012 ha llevado a cabo el Servicio de Estudios del Banco de España, de acuerdo con la información disponible hasta el 17 de marzo. Desde la publicación, en las mismas fechas de 2010, del anterior ejercicio de proyecciones macroeconómicas, la economía española se ha visto afectada en diversos momentos por tensiones muy severas en los mercados financieros, a las que las autoridades han reaccionado adoptando medidas de política económica en distintos frentes, en respuesta a algunos de los riesgos más apremiantes. Con todo, la economía española se encuentra todavía inmersa en una situación difícil, que requiere, por un lado, el seguimiento de políticas ambiciosas y exigentes para corregir los desequilibrios fiscales y, por otro, avanzar en las reformas estructurales que favorezcan el crecimiento y en la reestructuración y recapitalización del sistema financiero. En un contexto como el actual, dominado por la crisis de deuda soberana en Europa y por la discusión y la adopción de numerosas medidas en diversos ámbitos, la incertidumbre a la hora de elaborar proyecciones macroeconómicas es muy elevada, por lo que las previsiones cuantitativas de este Informe deben considerarse con más cautela de la habitual.

A pesar de la situación de inestabilidad a la que se ha aludido, la economía española inició su recuperación en 2010, con crecimientos positivos del producto a lo largo del año, con la salvedad del tercer trimestre. Pese a esto, en el conjunto del año la actividad disminuyó un 0,1 %, como consecuencia del efecto de arrastre de las caídas de la producción el año precedente. Esta evolución del PIB en 2010 fue más favorable que la proyectada en el Informe del año pasado, debido, sobre todo, al mejor comportamiento de la economía mundial y, por tanto, de nuestros mercados exteriores, que contrarrestó los efectos de la inestabilidad financiera y la intensificación de los planes de austeridad presupuestaria.

La previsión de crecimiento del PIB en 2011 del presente Informe (del 0,8 %) coincide con la formulada hace un año. Este ritmo de avance del producto se sitúa en un punto intermedio entre el mayor dinamismo esperado en los países del núcleo del área del euro y los retrocesos proyectados en algunas de las economías de la periferia. En 2012 se espera que continúe el proceso de gradual mejora de la actividad, lo que conduciría a una tasa media anual de expansión más elevada, del 1,5 %. El escenario de evolución de la economía española en los dos próximos años aquí planteado se caracteriza por una lenta recuperación de la demanda nacional y por una trayectoria más favorable de las exportaciones, que seguirán beneficiándose de la continuación de la fase expansiva de la actividad mundial y de las mejoras de competitividad que se obtuvieron durante el pasado ejercicio. Se prevé que las condiciones financieras se endurezcan, en la medida en que los tipos de interés del crédito bancario van a reflejar tanto el aumento esperado de los tipos de interés interbancarios como el efecto sobre los márgenes asociado al encarecimiento de la financiación mayorista en el último año.

La demanda de los agentes residentes seguirá estando afectada por la corrección de los desequilibrios acumulados en la larga fase de expansión que precedió a la crisis y de los que han surgido como consecuencia de esta. En el caso de las AAPP, se prevé que tanto su participación directa en el gasto total de la economía a través del consumo y la inversión públicos como su aportación a la renta de los agentes privados se reduzcan. Las perspectivas acerca de la evolución del gasto de los consumidores son de particular relevancia para las actuales previsiones. En este caso, la lenta mejoría del mercado de trabajo, en el que se espera que comience a crearse empleo a partir de la segunda mitad de este año, y la mer-

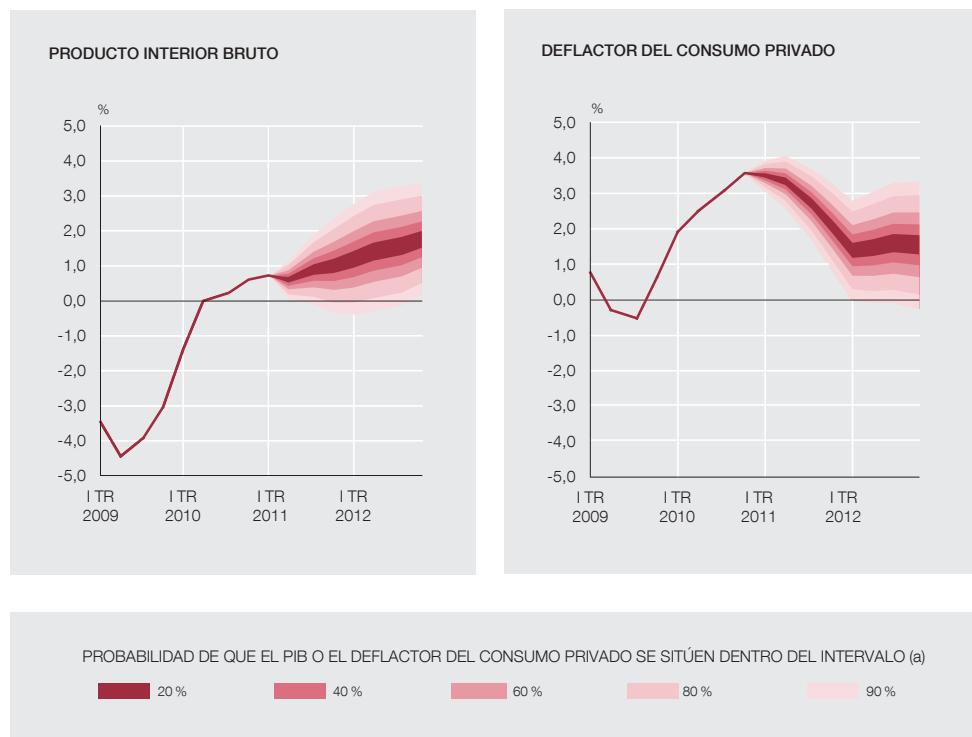
ma de poder adquisitivo debido al repunte transitorio de la inflación, sobre todo por el encarecimiento del petróleo, apuntan a una recuperación modesta del consumo privado en el horizonte de proyección. Además, se prevé que en 2011 las familias consuman una mayor proporción de su renta disponible, de modo que continuaría el descenso de la tasa de ahorro, tras los máximos alcanzados en 2009, mientras que en 2012 esa tasa se estabilizaría en un nivel similar al registrado antes de la recesión. Por otra parte, se estima que el ajuste de la inversión residencial concluirá hacia el final de 2011. Las proyecciones actuales indican que el número de viviendas iniciadas durante el bienio 2011-2012 será inferior al necesario para satisfacer la nueva demanda, de forma que se absorberá parte del elevado stock acumulado de viviendas sin vender. Por lo que respecta a la inversión empresarial, se proyecta que experimente un fortalecimiento gradual a medida que la demanda final vaya cobrando un mayor vigor.

La inflación en España repuntó a lo largo de 2010 y ha continuado haciéndolo al inicio de 2011. En concreto, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó, en media, un 1,8% en 2010, tasa que supera en dos décimas a la correspondiente al conjunto del área del euro y en 2 puntos porcentuales (pp) a la observada en España en 2009. A comienzos de 2011, la tasa interanual de crecimiento de los precios de consumo ha rebasado claramente el 3%. No obstante, estos datos no proporcionan por sí solos una visión adecuada del grado de presiones inflacionistas por las que atraviesa la economía española. En efecto, la aceleración de los precios se debe, en su mayor parte, a la conjunción de una serie de factores —tales como el aumento de los tipos del IVA en julio de 2010 y de la imposición sobre el tabaco en diciembre, el alza de precios del petróleo desde el otoño del pasado año y la elevación de la tarifa eléctrica en enero de 2011— que tienen una naturaleza transitoria, por lo que su impacto sobre las tasas de inflación observadas debería desaparecer al cabo de un año, en ausencia de efectos de segunda vuelta causados por el intento de los agentes de mantener el valor de sus rentas en términos reales.

La tasa de inflación proyectada para 2011, aproximada por el incremento medio anual del deflactor del consumo privado, es del 2,9%, si bien, en consonancia con la naturaleza transitoria de los factores que se acaban de describir, se espera que esta variable muestre un perfil descendente a lo largo del año, desde tasas en el entorno del 3,5% al comienzo del ejercicio hasta aproximadamente el 2% en el último trimestre. Para 2012 se proyecta una continuación de esta tendencia a la moderación de las presiones inflacionistas, de modo que la tasa de variación del deflactor del consumo privado se situaría, en media anual, en el 1,5%.

De acuerdo con estas proyecciones, algunos de los desequilibrios acumulados por la economía española se corregirían parcialmente en 2011 y 2012. El elevado peso que alcanzó la inversión en construcción y, en particular, en vivienda sobre el PIB en la etapa de expansión seguiría moderándose y se situaría en unas ratios más comparables a las de otros países europeos. El déficit público se reduciría de manera sustancial y la necesidad de financiación de la nación disminuiría, aunque solo ligeramente, como consecuencia, sobre todo, del incremento del déficit energético. El desequilibrio más persistente sería la tasa de paro, que todavía podría aumentar en 2011 y solo empezaría a reducirse levemente en 2012, en ausencia de medidas adicionales en el mercado de trabajo. Actuaciones más enérgicas en relación con las reformas pendientes acelerarían la trayectoria de descenso del desempleo e impulsarían la reactivación económica.

Un modo de representar la incertidumbre en torno a las proyecciones macroeconómicas consiste en calcular los errores de predicción que se han producido históricamente y, a partir de ellos, mostrar los intervalos en torno a los cuales las variables proyectadas podrían situarse



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20 %, 40 %, 60 %, 80 % y 90 %, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos. Último dato observado: cuarto trimestre de 2010.

con una determinada probabilidad. El gráfico 1 ilustra, mediante este procedimiento, la incertidumbre existente en torno al escenario central de la evolución del PIB y del deflector del consumo privado.

Los riesgos sobre las proyecciones de actividad que se han descrito están probablemente sesgados ligeramente a la baja. Estos riesgos incluyen la posibilidad de que el encarecimiento de la energía sea más intenso que el observado hasta ahora. Además, existen riesgos a la baja en la proyección del consumo privado, dado que esta viene acompañada de una significativa caída de la tasa de ahorro que podría no llegar a materializarse en su totalidad. Un supuesto esencial de estas proyecciones se refiere a que la moderación de costes laborales y de márgenes observada en 2010 se prolongará durante el horizonte de proyección, de modo que esos componentes básicos de la formación de precios apenas reaccionarán al actual repunte inflacionista. El incumplimiento de este supuesto no solo resultaría en una mayor persistencia de la inflación, sino que también acarrearía costes en términos de producción y empleo. Finalmente, un elemento fundamental de incertidumbre en estas previsiones, que opera en ambas direcciones, es la evolución de los mercados financieros y sus repercusiones sobre el coste y la disponibilidad de financiación de la economía española. Por un lado, pese a la reacción de las autoridades europeas y nacionales, no puede descartarse totalmente un recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana, que podría afectar negativamente a la economía española; por otro lado, el cumplimiento de los compromisos adquiridos y el progreso en las reformas propuestas podrían aumentar la confianza de los inversores en España y conducir a una mejora de las condiciones de financiación y, en general, de las perspectivas de crecimiento. Por lo que se refiere a la inflación, los riesgos son predominantemente alcistas. Además de los riesgos mencionados antes, otros están relacionados con una evolución de los supuestos externos distinta de la asumida aquí: en particular, los pre-

cios del petróleo podrían experimentar un alza mayor en un contexto de fortaleza de la demanda mundial y de incertidumbres geopolíticas.

Tras este resumen del Informe, en el siguiente apartado se hacen explícitos los supuestos externos que subyacen a las proyecciones formuladas. A continuación, en la tercera sección se lleva a cabo un diagnóstico detallado de las perspectivas de la economía española. Finalmente, los principales riesgos a los que está sometido el escenario central descrito son objeto de análisis en la última sección.

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

Las proyecciones presentadas en este documento descansan sobre un conjunto de supuestos relativos a la evolución de determinadas variables exógenas en el horizonte temporal de los dos próximos años. De este modo, las proyecciones tienen una naturaleza condicionada a las hipótesis realizadas acerca de las sendas de esas variables.

El procedimiento empleado para la construcción de las trayectorias de la mayor parte de las variables exógenas en el período 2011-2012 coincide con el utilizado en los ejercicios de proyección llevados a cabo trimestralmente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales del Eurosistema. Este es el caso del tipo de cambio, las cotizaciones en la Bolsa española, los precios del petróleo y los tipos de interés a tres meses y a diez años, cuyos supuestos se elaboran a partir de la evolución de los mercados en un período de referencia que viene dado por los diez días hábiles inmediatamente anteriores a la fecha límite para la recogida de datos a efectos de la elaboración del Informe<sup>1</sup>. Por lo que se refiere al tipo de cambio del euro, se supone que esta variable se mantiene, a lo largo del período de proyección, en el nivel observado en el mercado de contado en el período de referencia. En este caso, el tipo de cambio se situaría en 1,38-1,39 dólares por euro por término medio en 2011 y 2012, un 4 % más apreciado que en 2010 (véase cuadro 1). La senda de precios del petróleo, construida a partir de la información más reciente procedente de los mercados de futuros de esta materia prima, contempla un encarecimiento medio del 40 % en 2011, hasta un nivel promedio en el año en torno a 112 dólares, y una estabilización en 2012, con lo que el precio del petróleo se situaría en máximos históricos en términos de medias anuales a lo largo del horizonte de proyección.

Para la elaboración de las proyecciones se realizan, asimismo, supuestos sobre la evolución de los tipos de interés negociados en el mercado interbancario para el plazo de tres meses y en el mercado de deuda pública para el plazo de diez años. La trayectoria de los tipos de interés a corto plazo, obtenida a partir de las expectativas implícitas en los mercados de futuros acerca de la evolución del EURIBOR a tres meses, muestra un repunte de este tipo de interés desde el 0,8 % observado por término medio en 2010, al 1,5 % en 2011 y al 2,3 % en 2012, de modo que en estas proyecciones se está incorporando el gradual endurecimiento de la política monetaria que anticipa el mercado. Las rentabilidades de la deuda a diez años se construyen a partir de las expectativas del mercado sobre los tipos de interés en el área del euro y del supuesto de que el diferencial de rentabilidad de la deuda española se mantiene constante [en torno a 200 puntos básicos (pb) respecto a la deuda alemana]. Con estas hipótesis, los tipos a largo plazo en España aumentarían del 4,2 % de 2010 al 5,4 % de 2011, y más moderadamente en 2012 (hasta el 5,7 %).

1. En este caso, esa fecha de cierre es el 17 de marzo. La consideración exclusiva de los precios medios de las operaciones cruzadas en los mercados en la propia jornada en que se cierra la recogida de información presentaría la ventaja de reflejar con mayor precisión la información más reciente relevante para la formación de precios. Sin embargo, se considera que esta ventaja no compensa el potencial inconveniente de que alguna de las variables se viera particularmente afectada por fluctuaciones de mercado excesivas en ese día concreto de negociación, lo que aconseja tomar en consideración un período más amplio.

	Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario				Proyección		Diferencia entre el Informe actual y el de marzo de 2010	
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2010	2011
	ENTORNO INTERNACIONAL							
Producto mundial	5,1	2,7	-0,8	4,8	4,2	4,1	1,2	0,6
Mercados mundiales	7,3	3,2	-11,1	12,4	7,6	7,5	5,5	2,3
Mercados de exportación de España	6,7	2,7	-11,4	10,1	6,2	5,9	4,6	1,9
Precio del petróleo en dólares (nivel)	72,7	97,7	61,9	79,6	111,8	114,1	-0,2	28,4
Precios de exportación de los competidores en euros	0,2	2,7	-3,6	6,7	2,9	1,8	4,1	1,3
CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,37	1,47	1,39	1,33	1,38	1,39	-0,04	0,02
Tipos de interés a corto plazo (EURIBOR a tres meses)	4,3	4,6	1,2	0,8	1,5	2,3	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	4,3	4,4	4,0	4,2	5,4	5,7	0,3	1,1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Fecha de cierre de las predicciones: 17 de marzo de 2011.

Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2010.

A partir de los supuestos acerca de las sendas de estos tipos de interés se formulan otras hipótesis relativas al coste de la financiación de familias y empresas, que suponen que las condiciones financieras, en general, se endurecerán en el horizonte de proyección. En particular, en el caso de la financiación crediticia se proyecta una ampliación de los diferenciales con respecto al EURIBOR, como reflejo del incremento en el coste de financiación que han experimentado las entidades de crédito en los últimos trimestres. Además, se supone que las entidades mantendrán, a lo largo del período de proyección, el grado actual de tensionamiento de las condiciones crediticias distintas de los tipos de interés. Respecto del precio de la vivienda —que, junto con las cotizaciones bursátiles, constituye uno de los dos grandes determinantes de la evolución de la riqueza de los hogares—, se espera que continúen las caídas en el precio de este activo, en línea con el patrón de la crisis inmobiliaria de la década de los setenta.

El supuesto acerca del crecimiento de los mercados de exportación de España considerado a efectos de este Informe ha sido tomado directamente del ejercicio de proyecciones macroeconómicas para el área del euro que el BCE ha publicado en su *Boletín Mensual* de marzo de 2011. En un contexto de vigorosa expansión del comercio mundial, se espera un crecimiento de los mercados españoles en torno al 6 %, tanto en este año como en el próximo, cifras que, no obstante, suponen una desaceleración frente a la expansión del 10 % observada en 2010. Se espera que las economías emergentes continúen liderando el crecimiento mundial, si bien la recuperación está comenzando a ganar tracción también en una porción sustancial de los países desarrollados. Finalmente, la descripción del escenario de política fiscal contenido en las presentes proyecciones merece una atención especial, por lo que es objeto de un análisis más detallado en el recuadro 1.

### **Perspectivas de la economía española**

En 2010, la economía española inició la senda de recuperación. No obstante, los crecimientos intertrimestrales del producto fueron modestos y la tasa media anual resultó ser incluso ligeramente negativa —en concreto, del -0,1 %—, como consecuencia del efecto de arrastre de los descensos del producto registrados en 2009. Con todo, esa caída fue menos acusada

En relación con los supuestos de política fiscal, el Informe se realiza en un momento en el que la economía española se encuentra inmersa en un intenso proceso de consolidación fiscal, que será uno de los principales condicionantes de la evolución macroeconómica en el horizonte de previsión que cubre este Informe (2011 y 2012).

La excepcionalidad de este proceso y sus repercusiones macroeconómicas aconsejan que el tratamiento que se efectúa de las medidas de política fiscal siga la pauta que ya se adoptó en el Informe del año pasado, según la cual las proyecciones incorporan, además de las medidas de política fiscal ya aprobadas, aquellas otras que se encuentran relativamente bien detalladas, aunque estén pendientes de aprobación<sup>1</sup>. Se mantienen, no obstante, diferencias con los supuestos fiscales del Gobierno, derivadas fundamentalmente del diferente escenario macroeconómico, así como de una dinámica subyacente distinta en algunas partidas de gasto.

En este contexto, para 2011 los supuestos fiscales que han servido de base a las proyecciones macroeconómicas incorporan la información de los Presupuestos Generales del Estado, de la Seguridad Social y de

1. Cabe recordar que, para tiempos normales, la práctica habitual es suponer que la política fiscal no se modifica en el horizonte de previsión, de manera que solo las medidas fiscales ya aprobadas se tendrían en cuenta en las proyecciones. Este supuesto no resulta adecuado en situaciones de ajuste fiscal como el actual, pues su aplicación estricta introduciría sesgos en las proyecciones macroeconómicas.

las Comunidades Autónomas para ese año. En concreto, por el lado del gasto se incluyen los efectos de las medidas aprobadas en mayo de 2010<sup>2</sup>, que posteriormente validarían los Presupuestos Generales del Estado para 2011, en particular la congelación de las pensiones —exceptuando las mínimas— y de los salarios públicos (sobre un nivel un 5% inferior al de mayo de 2010), la restricción de la inversión pública, así como los planes de empleo público que suponen limitar (con escasas excepciones) la oferta de empleo público al 10% de la tasa de reposición. Asimismo, se supone una moderación significativa de las compras de bienes y servicios, transferencias y subvenciones. Por el lado de los ingresos, se incluye la eliminación de la ayuda fiscal por nacimiento o adopción de hijos, la subida de los tipos máximos del IRPF, así como los impactos en 2011 derivados del aumento de los tipos del IVA en julio de 2010 y de la eliminación de la deducción de 400 euros por rendimientos del trabajo y el aumento de los tipos al ahorro.

Para 2012, los supuestos fiscales se basan en la información incluida en la última actualización de Programa de Estabilidad (APE) (enero de 2010)<sup>3</sup>, actualizada con las medidas posteriores, en particular las aprobadas en mayo de 2010, y en los propios supuestos macroeconómicos de partida. En concreto, por el lado de los ingresos, y dado que no se han anunciado modificaciones en las principales figuras

2. Real Decreto Ley 8/2010, de 20 de mayo, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público. 3. Cabe recordar que, como consecuencia de la entrada en vigor del Semestre Europeo, la actualización del Programa de Estabilidad estará disponible a finales de abril de este año.

## PREVISIONES FISCALES

	Tasa de crecimiento				% del PIB			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Total ingresos	-9,6	3,9	3,9	3,9	34,7	35,7	36,4	36,6
Total gastos	7,4	-1,0	-3,5	1,4	45,8	45,0	42,5	41,8
Prestaciones sociales (a)	12,7	5,5	1,0	0,6	14,5	15,2	15,0	14,6
De las cuales: desempleo	53,8	4,8	-5,8	-14,1	2,9	3,0	2,8	2,3
Intereses efectivos pagados (b)	8,1	9,0	9,8	15,2	1,8	1,9	2,1	2,3
Remuneración de asalariados	5,7	-0,9	-3,1	-0,7	11,9	11,7	11,1	10,7
Otros gastos en consumo final (c)	3,5	-2,4	-3,0	3,7	8,8	8,5	8,1	8,1
Formación bruta de capital fijo	7,8	-15,0	-19,9	-3,4	4,4	3,7	2,9	2,7
Otras transferencias y pagos, subvenciones (d)	3,3	-10,3	-14,2	2,2	4,5	4,0	3,4	3,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-	-	-	-	-11,1	-9,2	-6,2	-5,2
Pro memoria:								
Consumo público (e)	4,9	-0,9	-3,0	1,0	21,1	20,8	19,8	19,3

FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

- a. Prestaciones sociales no en especie.
- b. De acuerdo con el PDE.
- c. Consumos intermedios (P.2) + transferencias sociales en especie vía mercado (D.6311 + D.63121 + D.63131) + Otros (D.29 – D.39).
- d. Incluye el resto de transferencias y pagos corrientes y de capital, así como las subvenciones.
- e. Consumo público: P.3 en SEC 95.

tributarias, su evolución se hace depender esencialmente de la trayectoria prevista para las variables macroeconómicas relevantes. En cuanto al gasto, las prestaciones sociales y, en particular, las pensiones, que son las de mayor volumen, se proyectan de acuerdo con las previsiones de la evolución demográfica, la inflación y la tasa de reemplazamiento. Por su parte, se prevé una reducción de las prestaciones por desempleo ligada exclusivamente al descenso previsto en la tasa de cobertura asociada a la finalización del derecho a recibir la prestación de algunos desempleados. Por su parte, se proyecta un incremento de la carga de intereses de la deuda pública, como resultado esencialmente del aumento de la deuda pública y de los tipos de emisión. En el caso del consumo público, tras la caída nominal observada en 2010 del 0,9% y la previsión de un -3% para 2011, se espera una moderación significativa en 2012, con un crecimiento nominal del 1%, cuya realización exigirá el mantenimiento de las restricciones al empleo público y de las pautas de moderación salarial de 2010 y 2011. Por otra parte, se asume que la inversión pública continuará ajustándose a la baja en 2012, con una reducción proyectada en términos nominales del 3,4%, tras la caída del 15% de 2010 y la reducción de alrededor del 20% en términos nominales prevista para 2011. En cuanto al resto de partidas de gasto, en esencia transferencias corrientes y de capital y subvenciones, la información proporcionada por la APE ha quedado algo desfasada y, además, los resultados de la ejecución presupuestaria de 2010 muestran desviaciones respecto a los objetivos marcados en la APE, por lo que se opta, en ausencia de información adicional sobre los planes que afectarán a estas partidas en 2012, por mantener su peso en porcentaje del PIB tendencial de la economía.

Como resultado de estos supuestos, se proyecta un déficit público del 6,2% en 2011, tres puntos del PIB por debajo del de 2010, que

vendría asociado esencialmente a un recorte del gasto público de casi 2,5 puntos del PIB. La desviación en relación con la previsión oficial de déficit, de dos décimas, surge esencialmente como resultado de una previsión de crecimiento económico inferior en cinco décimas a la del Gobierno. Por su parte, para 2012 se proyecta un déficit público del 5,2%, superior al 4,4% marcado como objetivo oficial. En este caso, las diferencias surgen, además de por el efecto arrastre de la desviación prevista en 2011, por el diferente escenario macroeconómico y, en menor medida, por la asunción de una distinta dinámica en algunas partidas de gasto, ante la ausencia todavía de información detallada sobre los planes de recorte del gasto.

Finalmente, debe subrayarse que, dada la magnitud de los ajustes fiscales incorporados en las proyecciones macroeconómicas y fiscales incluidas en este Informe, estas se encuentran muy condicionadas al cumplimiento de dichos supuestos. La consecución de los objetivos presupuestarios para 2010 ha supuesto un paso en la dirección adecuada, no solo por la magnitud del ajuste realizado, sino, sobre todo, por haber permitido quebrar la tendencia al alza de determinadas partidas de gasto que han mostrado una elevada inercia en el pasado. No obstante, es necesario señalar que el objetivo de recorte del gasto que queda por realizar es considerable y no tiene precedente histórico ni en su tamaño ni en su extensión a todas las Administraciones Públicas. Por tanto, existen riesgos de desviaciones, que podrían minimizarse con un control estricto de la ejecución presupuestaria en todas las Administraciones, así como con una mayor concreción de las medidas para 2012. Así, la APE que se publicará en abril de este año resultará crucial como vía para concretar las medidas que conduzcan a la consecución de los objetivos presupuestarios comprometidos.

que la proyectada en el Informe de marzo del pasado año (véase cuadro 2). En parte, esta desviación se explica porque el comportamiento de la demanda exterior de nuestros productos fue más favorable que el proyectado hace un año, lo que, junto con la ganancia de competitividad observada, permitió que las exportaciones crecieran más de lo anticipado. Aun dentro de una tónica de acusados retrocesos, la evolución de la demanda nacional privada fue también mejor que la esperada, en particular en el caso de la inversión en equipo, que pudo verse favorecida por el aumento de las ventas al exterior.

A lo largo del año, tanto el perfil del PIB como el de varios de sus componentes por el lado de la demanda se vieron condicionados por las medidas de política económica adoptadas, incluyendo las orientadas a la consolidación presupuestaria —como la elevación de los tipos del IVA— y la retirada de las ayudas públicas a la compra de automóviles. En conjunto, estos factores motivaron, en particular, una aceleración del gasto de consumo en el segundo trimestre, que se vio seguida de un descenso en el tercero. Los efectos de este perfil temporal del gasto de los hogares sobre el del PIB se vieron amortiguados porque una parte sustancial tanto del aumento transitorio de la demanda de las familias como de su posterior retroceso tuvo su reflejo en las importaciones. En el conjunto del año, el consumo privado creció más de lo esperado, a pesar de que la renta de los hogares disminuyó en términos reales, en parte por

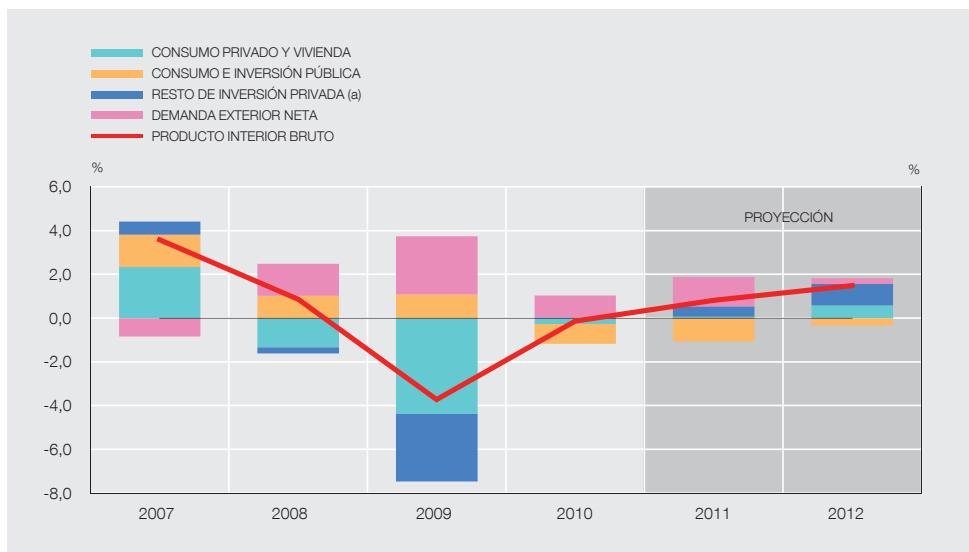
	Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB						Diferencia entre el Informe actual y el de marzo de 2010	
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2010	2011
PIB	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,5	0,2	0,0
Consumo privado	3,7	-0,6	-4,2	1,2	0,7	1,0	1,1	-0,3
Consumo público	5,5	5,8	3,2	-0,7	-1,1	-0,9	-1,9	-1,0
Formación bruta de capital fijo	4,5	-4,8	-16,0	-7,6	-3,1	3,6	2,2	0,4
<i>Inversión en bienes de equipo</i>	<i>10,4</i>	<i>-2,5</i>	<i>-24,8</i>	<i>1,8</i>	<i>2,9</i>	<i>6,7</i>	<i>5,0</i>	<i>1,8</i>
<i>Inversión en construcción</i>	<i>3,2</i>	<i>-5,9</i>	<i>-11,9</i>	<i>-11,1</i>	<i>-7,5</i>	<i>1,3</i>	<i>1,6</i>	<i>-0,4</i>
Exportación de bienes y servicios	6,7	-1,1	-11,6	10,3	8,0	6,1	5,3	3,2
Importación de bienes y servicios	8,0	-5,3	-17,8	5,4	2,7	4,9	7,0	2,0
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	4,4	-0,6	-6,4	-1,2	-0,5	1,2	0,8	-0,3
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,8	1,5	2,7	1,0	1,3	0,3	-0,6	0,3
Deflactor del consumo privado	3,3	3,5	0,1	2,8	2,9	1,5	1,7	1,8
Costes laborales unitarios	4,0	4,9	1,0	-1,5	-0,3	1,0	-0,7	-0,7
Remuneración por asalariado	4,8	6,4	4,1	0,7	1,1	1,5	-0,8	-0,3
Productividad aparente del trabajo	0,7	1,4	3,1	2,3	1,4	0,5	-0,1	0,4
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,8	-0,5	-6,6	-2,4	-0,6	1,0	0,3	-0,3
Tasa de paro (% de la población activa)	8,3	11,3	18,0	20,1	20,7	20,4	0,7	1,0
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	10,7	13,4	18,0	13,7	11,2	11,4	-2,9	-4,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-9,6	-9,2	-5,1	-3,9	-3,7	-3,7	-0,3	-0,8
Capacidad(+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-6,2	-5,2	0,9	2,8

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a. Fecha de cierre de las predicciones: 17 de marzo de 2011.  
Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2010.

las mayores alzas de precios. La combinación de un mayor gasto y de menores rentas condujo a un notable descenso de la tasa de ahorro de los hogares, que tendió a normalizarse tras los máximos históricos que se habían alcanzado el año anterior. Por otra parte, las medidas de ajuste fiscal aprobadas provocaron que la aportación directa de la demanda pública al crecimiento del producto se tornara negativa. Estos elementos se vieron parcialmente contrarrestados por las consecuencias favorables sobre la confianza de los agentes privados que se derivaron de la reconducción de las políticas económicas y la corrección de algunos de los desequilibrios.

Las proyecciones aquí presentadas contemplan una continuación del proceso de lenta recuperación económica, sin que se esperen cambios sustanciales en el patrón de crecimiento en comparación con el observado en 2010, de modo que la demanda exterior continuará siendo el principal motor de la actividad, frente a una demanda nacional cuyo componente público registrará un nuevo retroceso y cuyo componente privado tenderá a mejorar gradualmente (véase gráfico 2). La tasa media de avance del PIB sería del 0,8 % en 2011, igual a lo proyectado hace un año. El hecho de que la proyección actual coincida con la realizada en aquella fecha es el resultado de varios factores de naturaleza contrapuesta. En el lado positivo, se espera un comportamiento más favorable de los mercados de exportación. Además, el cierre del año 2010 ha sido ligeramente mejor de lo proyectado entonces. En la dirección opuesta, la magnitud del proceso de consolidación fiscal está siendo mayor que la prevista en marzo de 2010 y, por tanto, también sus efectos de corto plazo sobre la actividad. Adicionalmente, las condiciones financieras ahora proyectadas son menos propicias para el desenvolvimiento del gasto privado, pues incorporan un mayor coste de la financiación ajena. Por último, la fuerte alza del precio del petróleo ejercerá un efecto contractivo sobre las rentas reales.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Incluye la variación de existencias.  
Último dato observado: cuarto trimestre de 2010.

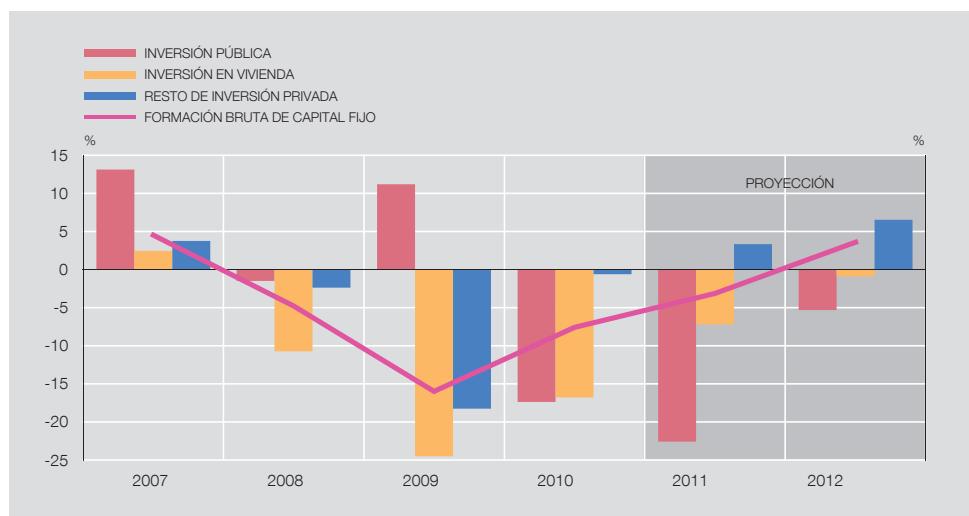
Se espera que la demanda nacional continúe realizando una aportación negativa al crecimiento del producto en 2011. Entre los distintos componentes de la demanda nacional, los dos que reflejan de forma directa el gasto de las AAPP —esto es, el consumo público y las otras construcciones— experimentarán este año caídas más intensas que las observadas en 2010. Entre los componentes de la demanda nacional privada, se espera que el consumo de los hogares crezca en 2011 un 0,7 %, esto es, cinco décimas menos que en 2010. Más allá del efecto base que subyace a esta desaceleración<sup>2</sup>, los principales factores que explican la relativa debilidad esperada del consumo privado son el elevado endeudamiento de los hogares y la evolución de su renta disponible, que en 2011, por segundo año consecutivo, disminuirá en términos reales. La recuperación de las rentas primarias —esto es, la remuneración de asalariados y el excedente bruto de explotación y rentas mixtas— no será suficiente para contrarrestar la menor aportación de las AAPP a la renta de las familias y la inflación relativamente elevada que se registrará en la media del año. Además, las familias tratarán de suavizar su patrón de consumo, en presencia de un descenso de la renta en términos reales, reduciendo, como en 2010, su tasa de ahorro, que se situaría en torno al 11 %, un nivel similar al observado antes de la crisis.

En 2011 se prevé que la inversión residencial siga descendiendo, si bien la magnitud de la caída (del -7,2 %) sería casi 10 pp menos acusada que la que tuvo lugar en 2010 (véase gráfico 3). Estas estimaciones descansan sobre una hipótesis acerca del número de viviendas iniciadas similar al observado recientemente. Dado que se espera que la brecha negativa entre las viviendas empezadas y las terminadas continúe menguando a lo largo de este año, las caídas de la construcción residencial irán siendo progresivamente menores. De este modo, se espera que el ajuste a la baja de este componente de la demanda concluya en torno al final de 2011.

2. En parte, esta desaceleración del consumo privado se debe a la fortaleza relativa que esta variable mostró en el primer semestre del año pasado a causa, como se ha indicado antes, del adelantamiento de decisiones de gasto ante la subida de tipos del IVA y ante el final de las ayudas a la compra de automóviles. Dada la evolución especialmente favorable observada hace un año, las tasas interanuales del comienzo de 2011 tenderán a ser más reducidas.

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

GRÁFICO 3



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: cuarto trimestre de 2010.

Se proyecta que la inversión en equipo y en otros productos experimente tasas de crecimiento positivas en 2011 (en el entorno del 2,5 %), tras las intensas caídas acumuladas por estas variables durante la crisis, que han provocado que los flujos actuales de inversión apenas alcancen a cubrir el consumo de capital fijo. No obstante, los ritmos de avance que se proyectan son relativamente modestos en comparación con otras fases iniciales de recuperación cíclica. Esto se explica porque se espera que la demanda final recobre un mayor dinamismo solo de manera muy progresiva y por la persistencia de un cierto grado de tensionamiento de las condiciones crediticias (en términos tanto de coste como del resto de condiciones de concesión), en un contexto de endeudamiento elevado. La inversión en otras construcciones experimentaría en 2011 una caída muy similar a la de la inversión en vivienda. Este comportamiento vendría determinado por el recorte de la inversión pública, mientras que la parte de la demanda de otras construcciones ejercida por los agentes privados de la economía crecería en línea con la inversión en equipo y en otros productos, moderando así el retroceso de este componente de la demanda.

Las exportaciones continuarán siendo en 2011 el motor del crecimiento de la economía española, con un avance del 8 %. La expansión prevista de las ventas al exterior se basará en la fortaleza de los mercados mundiales, en un marco de fuerte dinamismo del conjunto de economías emergentes y de consolidación de la recuperación en las desarrolladas. Además, la ganancia de competitividad-precio acumulada en 2010 permitirá que las exportaciones españolas se expandan a ritmos más elevados que los propios mercados. El crecimiento de las importaciones será mucho más moderado (un 2,7 %) como consecuencia de la debilidad de la demanda final, lo que se traducirá en una notable contribución del saldo neto exterior al crecimiento del producto.

En el año 2012, el crecimiento de la economía española se situaría, según el escenario central de estas proyecciones, en el 1,5 %, en un contexto de gradual fortalecimiento de la demanda interna. El gasto en consumo de las familias se vería favorecido por la progresiva mejoría de las condiciones en el mercado de trabajo, elemento que contribuiría a un crecimiento nominal de la renta disponible más elevado, contrarrestando la aportación negativa que las AAPP continuarán realizando. Además, la desaceleración de la inflación, una vez se atenúen progre-

sivamente a lo largo de 2011 los factores que la mantienen transitoriamente en niveles altos, ayudará también a la expansión del poder adquisitivo de las familias, que incrementarían ligeramente su tasa de ahorro respecto al nivel del año anterior. Por su parte, la inversión residencial dejará de drenar el crecimiento económico con una aportación prácticamente nula al mismo, una vez que se estabilice el volumen de obra en ejecución, en tanto que los restantes componentes de la formación bruta de capital fijo tenderán a acelerarse al compás del fortalecimiento de la demanda. No obstante, el comportamiento de las otras construcciones será menos expansivo que el del equipo y los otros productos, en un contexto en que la inversión pública seguirá ajustándose a la baja, aunque de modo menos intenso que en 2010 y en 2011. Finalmente, se espera una reducción sustancial de la aportación positiva de la demanda neta exterior, ya que las exportaciones se desacelerarán al hacerlo los mercados exteriores, mientras que las importaciones experimentarán un crecimiento más vigoroso, en línea con el repunte de la demanda final.

Se espera que el moderado despegue de la actividad que se proyecta a lo largo de 2011 comience a dar lugar a tasas de creación de empleo positivas en el segundo semestre, aunque ello no evitará que la media de 2011 vuelva a ser negativa —en concreto, del  $-0,6\%$ —, dado el fuerte efecto de arrastre de las cifras de destrucción de empleo de 2010 y la desfavorable evolución en los meses iniciales del presente ejercicio. En 2012, se estiman una aceleración de la creación de empleo del conjunto de la economía y una moderación de los ritmos de avance de la productividad. Es importante destacar que, en el bienio considerado, el comportamiento del empleo total será el resultado de la combinación de su gradual fortalecimiento en el sector privado y de su reducción en las AAPP. El ajuste fiscal en marcha incluye retrocesos del empleo público tanto en 2011 como en 2012, a la luz de los objetivos del último Programa de Estabilidad presentado en enero de 2010. En el sector privado, en cambio, se producirá una generación neta de empleo, que podría incluso acelerarse si se pusieran en marcha nuevas medidas para adecuar la remuneración de los puestos de trabajo a su productividad y, en general, para permitir que las condiciones laborales en un sentido amplio pudieran adaptarse a las necesidades específicas de las empresas. La relativa lentitud de la recuperación del empleo en el escenario central, unida al pequeño avance de la población activa, daría lugar a un ligero aumento de la tasa de paro de 2011, hasta el  $20,7\%$ . Solo en 2012, la creación de empleo estimada sería capaz de contrarrestar el aumento de la población activa y de comenzar a reducir modestamente la tasa de paro, que se mantendría todavía en niveles muy elevados, del  $20,4\%$ , en ausencia de medidas adicionales en el mercado de trabajo. Actuaciones más enérgicas en relación con las reformas pendientes permitirían una reducción más rápida del desempleo y crearían condiciones más favorables para el crecimiento económico.

El crecimiento de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía se aceleraría moderadamente a lo largo del período de proyección, alcanzando el  $1,1\%$  en 2011 y el  $1,5\%$  en 2012. La tasa prevista para el presente ejercicio encubre diferencias muy notables entre los asalariados en los servicios no de mercado y en la economía de mercado. En el primer caso, el recorte de los salarios públicos aplicado desde junio de 2010, que se plasmó en un descenso del  $1,8\%$  de la remuneración por empleado en el pasado ejercicio, tendrá un efecto similar en 2011. En el caso de la economía de mercado, se espera que el aumento salarial del  $1,4\%$  de 2010 dé paso a un incremento del  $2,2\%$  en 2011, progresión que sería consecuencia de las mayores tarifas acordadas para 2011, en un entorno de tasas de inflación más altas a comienzos del año, así como del pago de cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2010. En 2012, la divergencia entre los crecimientos de la remuneración por asalariado en las AAPP y en el sector privado de la economía tendería a cerrarse, dando lugar a una tasa agregada del  $1,6\%$ . Estas proyecciones apuntan a que los costes laborales unitarios en la economía de mercado volverían a crecer

en 2011 y 2012, tras dos años de ajuste, y, si bien lo harían moderadamente, sería muy deseable que continuara reduciéndose la brecha que se abrió en la última década entre su crecimiento acumulado en España y en el resto del área del euro.

El supuesto de traslación incompleta del repunte inflacionista, debido sobre todo al encarecimiento del petróleo, a la formación de costes y precios resulta un elemento crucial que subyace a las previsiones macroeconómicas de este documento. Una eventual resistencia a aceptar las pérdidas transitorias de ingresos reales que para trabajadores y empresas comporta el ajuste ante la perturbación sufrida se traduciría en una mayor persistencia de las presiones inflacionistas, en un deterioro de la competitividad exterior y en pérdidas de empleo y de producto.

En los primeros meses de 2011 se están registrando altas tasas de inflación, muy afectadas por el intenso encarecimiento del petróleo en las últimas semanas. Así, el ritmo de crecimiento de los precios de consumo se situó en el 3,6% en febrero de 2011. La tasa media anual de 2011, medida a partir del deflactor del consumo privado, sería más baja, del 2,9%, pues se espera una gradual desaceleración a lo largo del año, como resultado de la paulatina desaparición de los efectos inflacionistas transitorios de las subidas de impuestos indirectos, como el IVA o los que recaen sobre las labores del tabaco, y los incrementos de los precios del petróleo y de la electricidad. El perfil de ralentización de la inflación se acentuaría al comienzo de 2012, dando lugar a una tasa media del 1,5%, nivel mucho más acorde con la situación de gradual recuperación de la economía y de una significativa brecha negativa de producción. Estas proyecciones se encuentran condicionadas por la evolución de los supuestos externos adoptados —en particular, por el precio del petróleo—, de modo que aumentos del coste del crudo por encima de los considerados en este Informe (en torno a los 112-114 dólares en 2011 y 2012) darían lugar a tasas de inflación más elevadas transitoriamente, siempre que esos incrementos no conduzcan a una revisión al alza de las expectativas de inflación y acaben trasladándose a otros precios y costes<sup>3</sup>.

Como se comentó anteriormente, la recuperación que se proyecta para la economía española va a seguir estando soportada por una contribución positiva de la demanda externa, lo que, además, favorece que siga reduciéndose la necesidad de financiación de la economía española. Sin embargo, el encarecimiento de las importaciones energéticas y el aumento de las rentas netas de intereses pagadas al exterior provocarán que la mejoría del saldo neto exterior se vaya ralentizando. Así, la necesidad de financiación de la nación, tras reducirse en 4,5 pp del PIB entre 2007 y 2009, y volver a disminuir 1,2 pp en 2010, apenas caería en 2011 y 2012. En todo caso, el saldo de bienes y servicios sin contar con la energía seguiría mejorando sustancialmente, pues pasaría de un superávit del 1,1% del PIB en 2010 a un 2,7% en 2011 y a un 3% en 2012. Por el contrario, el déficit energético aumentaría desde el 3,3% del PIB de 2010 hasta situarse por encima del 4% en 2011 y 2012, y el déficit de rentas también se incrementaría en el conjunto de esos dos años.

La evolución de la necesidad de financiación de la nación sería el resultado del sustancial recorte que se proyecta para el déficit público, que se compensaría con una menor capacidad de financiación de las familias, aunque seguiría siendo holgadamente positiva, y con un aumento de la necesidad de financiación de las empresas, tras el intenso ajuste de los últimos años. Durante los últimos trimestres, la financiación captada por las familias y las empresas ha

---

3. Se estima que un 10% de aumento del precio del petróleo tiene un impacto de en torno a 0,25 pp en el IPC durante el primer año, la mayor parte del cual es consecuencia del efecto directo de ese encarecimiento sobre los precios de los combustibles incluidos en la cesta del índice.

mostrado tasas muy moderadas de crecimiento, con casi un estancamiento del saldo vivo de crédito a finales de 2010, compatible con un descenso muy ligero de los préstamos concedidos a las familias para la adquisición de bienes de consumo y de los que han proporcionado las entidades residentes a las empresas. Es difícil discernir el peso relativo de los distintos elementos que subyacen a este proceso de estancamiento del crédito, en la medida en que tanto la propia atonía de la actividad y de la demanda como el endurecimiento de las condiciones de financiación experimentado durante determinados períodos en los mercados internacionales han debido desempeñar un papel en ese proceso. Con todo, la significativa desaceleración de las rentas de familias y empresas en esta fase del ciclo ha supuesto que la caída de las ratios de endeudamiento haya sido todavía reducida. En este sentido, la moderada expansión del gasto de familias y empresas que se recoge en estas proyecciones sería coherente con una continuación del proceso de desapalancamiento del sector privado, necesario para que en el futuro pueda recobrarse una senda de crecimiento sobre bases sólidas.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2010 con un déficit del 9,2 % del PIB, una décima mejor de lo previsto y casi 2 pp por debajo del déficit de 2009, lo que muestra que las medidas de contención acordadas en los Presupuestos para 2010 y, sobre todo, el paquete de ajuste adoptado en mayo del pasado año han sido efectivos para revertir la dinámica alcista del déficit público. Sin embargo, el grado de consolidación ha sido diferente en las distintas Administraciones, con un descenso de 4,4 pp del PIB en el déficit de la Administración Central, pero con un incremento de 1,4 pp en el de las CCAA y un descenso de 1 pp en el saldo de la Seguridad Social, mientras que el déficit de las Corporaciones Locales se amplió una décima, hasta el 0,6 % del PIB. Las previsiones fiscales, realizadas a partir de los supuestos que se detallan en el recuadro 1, establecen una reducción del déficit de 3 pp del PIB en 2011, hasta el 6,2 % del PIB, y una reducción adicional de 1 pp en 2012, hasta el 5,2 %. Aunque en estas proyecciones se estima que la actividad va adquiriendo cierto dinamismo, esta recuperación es menor que la que comportan las previsiones oficiales, lo que constituye la principal fuente de discrepancias entre estas proyecciones de déficit y las oficiales (que son el 6 % del PIB en 2011 y el 4,4 % en 2012).

#### ***Riesgos en las previsiones***

Las proyecciones presentadas en este Informe señalan una recuperación gradual de la actividad en 2011 y 2012, que es el resultado de la paulatina mejora del gasto del sector privado —en particular, de la inversión—, de una contribución positiva de la demanda externa y de un descenso de la demanda pública de consumo e inversión. El crecimiento en el conjunto de 2011 volverá a ser positivo, tras dos años de caídas, mientras que en 2012 el ritmo de expansión de la economía se irá acercando gradualmente a su potencial de crecimiento a largo plazo, si bien la brecha de producción seguirá siendo negativa.

La reciente crisis presenta múltiples dimensiones, con elementos que abarcan facetas muy dispares, tales como la financiera o la fiscal, y de índole tanto global o relacionada con la gobernanza europea como idiosincrásica de cada país, que hacen que las habituales dosis de incertidumbre que rodean cualquier proyección sean ahora muy elevadas, especialmente si se tiene en cuenta la particular sensibilidad de la economía española a algunos de esos aspectos.

Los riesgos sobre la actividad son numerosos y, aunque pueden identificarse factores en ambas direcciones, tomados en su conjunto, están probablemente sesgados a la baja. Entre los riesgos a la baja habría que mencionar la posibilidad de un proceso aún más acusado de encarecimiento de la energía, que afectaría proporcionalmente en mayor medida a países que, como España, son muy dependientes de las importaciones de petróleo, y que podría poner en peligro la recuperación de la economía mundial y de nuestros mercados de exportación, que son un componente básico en el fortalecimiento de la actividad que se proyecta. El

mantenimiento de una cierta expansión del consumo privado en 2011, pese al descenso de la renta de las familias en términos reales, también sugiere ciertos riesgos a la baja, que darían lugar a una disminución menos significativa de la tasa de ahorro, tras la que ya tuvo lugar en 2010. Debe también tenerse en cuenta que en estas proyecciones se estima una respuesta moderada de los salarios y de los márgenes al aumento transitorio de la inflación, de modo que, si aquella fuera más intensa, podría interrumpirse la recuperación de la competitividad-precio, con consecuencias negativas para la actividad y la confianza de los agentes y, por consiguiente, para la recuperación económica. Finalmente, la inestabilidad en los mercados de deuda soberana en algunos países podría agudizarse y, dada la intensidad ya observada de los efectos de contagio, esto podría afectar a las primas de riesgo de la deuda española y a la disponibilidad de financiación exterior, lo que endurecería, a su vez, las condiciones de acceso al crédito interno para familias y empresas. En cuanto a los riesgos al alza, cabe la posibilidad de que los avances en la senda de consolidación fiscal y en las reformas estructurales, así como la recuperación paulatina de la actividad, restauren progresivamente la confianza en la economía española y conduzcan a una disminución de las tensiones en los mercados de deuda. En ese caso, las primas de riesgo se reducirían, agilizando los flujos financieros con el exterior y dando paso a un círculo virtuoso, en el que los menores costes de endeudamiento facilitarían la reconducción del déficit fiscal y exterior, y estimularían la inversión privada.

Respecto a la inflación, los riesgos se encuentran predominantemente al alza. Además del riesgo de que se produzcan mayores alzas del precio del petróleo, existe la posibilidad antes comentada de que los efectos de segunda vuelta de precios y salarios sean más intensos de lo proyectado. En este sentido, la información relativa a los convenios colectivos correspondiente a los primeros meses de 2011 arroja algunos resultados preocupantes, pues muestra una reacción salarial al incremento transitorio de las tasas de inflación, como resultado de lo pactado en convenios de vigencia plurianual. En cuanto a los riesgos a la baja, cabría mencionar las presiones desinflacionistas que imprime la atonía general de la demanda, y que se manifiestan en que la variación interanual de los precios que se observa actualmente es reducida, una vez que se deduce el impacto directo de la energía y de las alzas impositivas. Para que esa moderación de precios se mantenga, sería imprescindible introducir una mayor flexibilidad en los mecanismos de negociación colectiva, que permitiera adaptar las condiciones laborales y salariales de los trabajadores a las situaciones específicas de las empresas.

23.3.2011.