

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

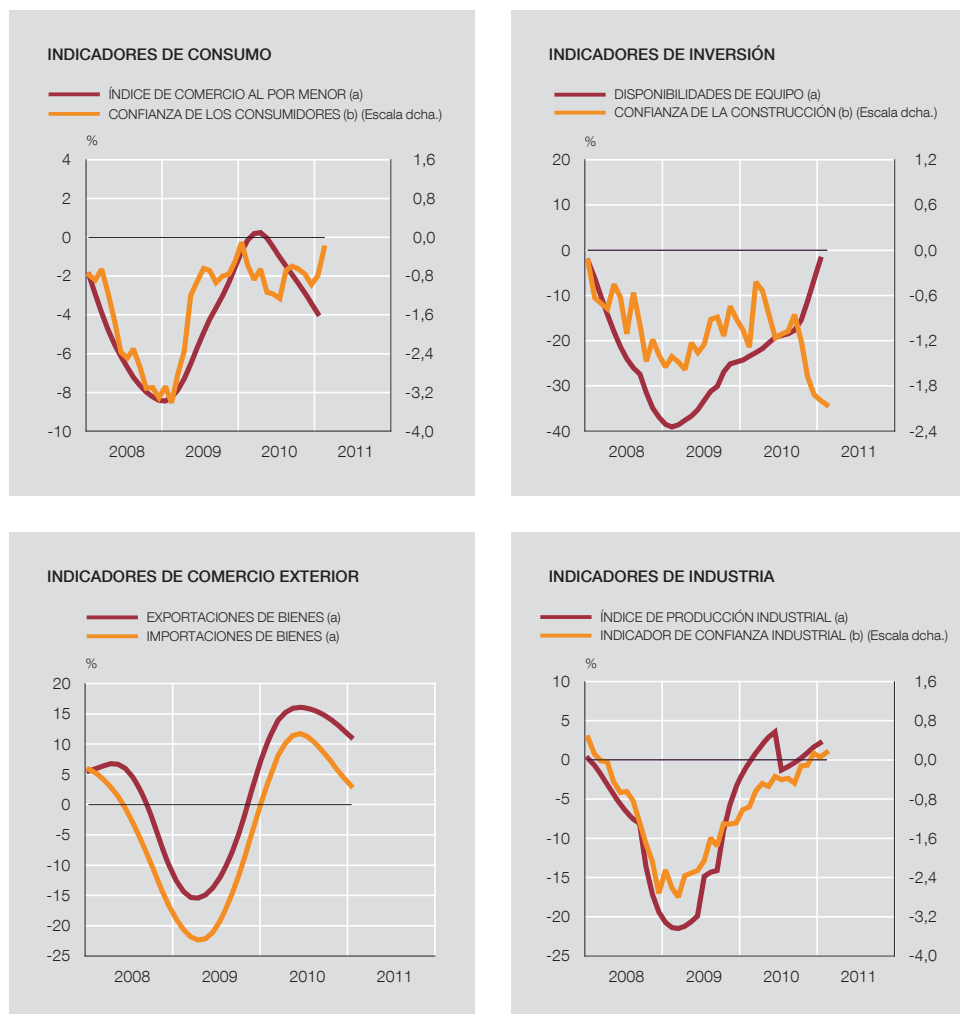
Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con los datos de la CNTR que el INE publicó en febrero y que ya fueron objeto de comentario en el *Boletín Económico* del mes pasado, la economía española registró un crecimiento intertrimestral del 0,2 % en el cuarto trimestre de 2010, tras el estancamiento del tercero. Este modesto avance de la actividad reflejó una menor contribución negativa de la demanda nacional (gracias a una moderada recuperación del gasto de los hogares y al incremento de la inversión en equipo), que se vio contrarrestada parcialmente por el descenso de la aportación positiva del sector exterior, debida al repunte de las importaciones de bienes y servicios. En términos de tasas interanuales, el crecimiento del PIB prosiguió la senda de suave recuperación de los últimos trimestres, acelerando su avance en cuatro décimas, hasta el 0,6 %, en tanto que el ritmo de destrucción de empleo se moderó ligeramente (-1,4 %).

La información más reciente relativa a la evolución del consumo privado no permite todavía extraer conclusiones firmes acerca de la evolución de este componente de la demanda en el primer trimestre del año. Por una parte, los indicadores cualitativos que miden la confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas experimentaron un claro avance en el conjunto de los dos primeros meses del año, sobre todo en el primer caso, de modo que la media del bimestre se situó sustancialmente por encima de la correspondiente al último trimestre de 2010 (véase gráfico 1). Sin embargo, algunos indicadores cuantitativos muestran una evolución menos favorable. Así, las matriculaciones de vehículos particulares volvieron a registrar en febrero una caída interanual muy abultada, del -33 %, si bien la lectura de esta tasa se ve dificultada porque resulta de la comparación con un período en el que la vigencia del Plan 2000E y el adelantamiento de compras ante la subida del IVA habían impulsado transitoriamente las compras. En términos de su tasa intermensual, calculada a partir de la serie corregida de efectos estacionales, las matriculaciones continuaron descendiendo en enero y febrero, si bien en este último mes de forma algo más moderada. Además, el ritmo de descenso interanual del índice del comercio al por menor se intensificó en enero hasta el -4,5 %. Finalmente, el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, siguió mostrando en enero una caída interanual, aunque esta fue menos pronunciada que en meses anteriores.

Los indicadores más recientes relativos a la inversión en bienes de equipo arrojan una lectura predominantemente positiva, destacando la fortaleza de la producción industrial de estos bienes en enero, que se incrementó un 8,5 % interanual, en serie ajustada de estacionalidad (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Esta información está en línea con la mejoría en el nivel de utilización de la capacidad productiva de la encuesta trimestral de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros correspondiente al primer trimestre del año. Además, las matriculaciones de vehículos de carga registraron en enero y febrero una tasa intermensual positiva, aunque en la comparación interanual cayeron un 1,6 % en el conjunto de esos dos meses. También los datos de la Encuesta de Coyuntura Industrial para las ramas productoras de bienes de equipo mostraron una mejoría en los dos primeros meses del año respecto al cuarto trimestre de 2010, aunque en febrero las opiniones del sector empeoraron.

En cuanto a la construcción, algunos indicadores de naturaleza contemporánea están mostrando un repunte; en particular, los referidos a los consumos intermedios. Así, el consumo



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).

aparente de cemento creció en el primer bimestre a una tasa interanual media del 1,5 %, mientras que la producción interanual de minerales no metálicos lo hizo al 10 % en enero. Estas tasas contrastan con los retrocesos experimentados por ambos indicadores en el último trimestre de 2010. El comportamiento reciente de los indicadores contemporáneos de índole laboral también ha sido algo mejor que en la parte final del año precedente. El descenso del paro registrado en el sector se intensificó desde el -1,1 % del cuarto trimestre de 2010 hasta el -4,7 % de febrero, mientras que el ritmo de caída de los afiliados a la Seguridad Social se atenuó hasta el -9,7 % en este mes, frente al -11 % del período octubre-diciembre. La evolución de este conjunto de indicadores contemporáneos contrasta con la del indicador de confianza de los empresarios del sector, que en febrero descendió por quinto mes consecutivo. Finalmente, con información más retrasada, hasta diciembre del pasado ejercicio el comportamiento de los principales indicadores adelantados ha sido dispar. Por un lado, el ritmo de caída interanual de la superficie visada de obra nueva en viviendas se suavizó en ese mes en 9 puntos porcentuales (pp), hasta el -4,4 %. Pero, por otro, el retroceso de la superficie visada de carácter no residencial se acentuó en 20 pp, hasta el -32 % interanual, en tanto que la disminución de la licitación oficial de obra civil se intensificó sustancialmente, hasta superar el -70 % (si bien esto fue, en parte, consecuen-

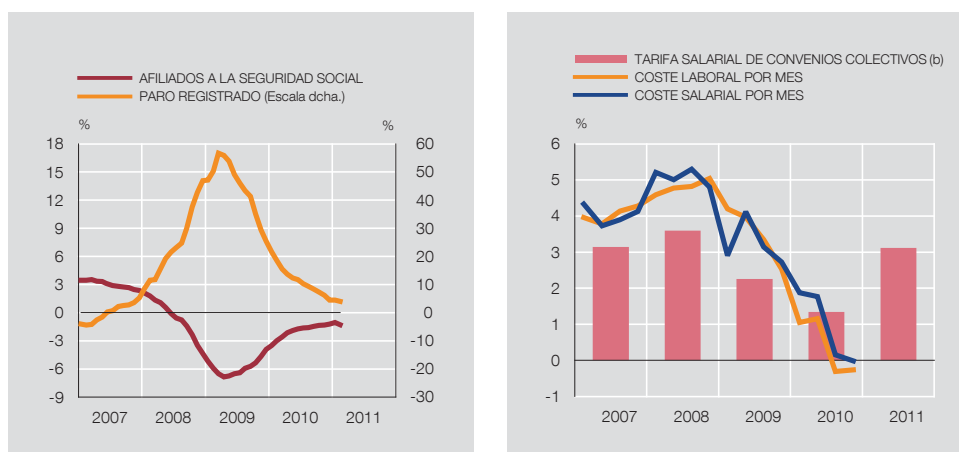
cia de un efecto base, como resultado del notable avance de esta variable en el último mes de 2009).

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, las exportaciones reales de bienes repuntaron con intensidad en enero, hasta casi el 25% interanual, 10 pp más que la tasa media del cuarto trimestre de 2010. Por grupos de productos, las partidas más dinámicas fueron las de bienes de equipo, bienes intermedios no energéticos y alimentos. Por áreas geográficas, las ventas fuera de la UE (con un incremento del 34%) se expandieron más que las destinadas a la UE (20,5%). También las importaciones reales avanzaron notablemente en enero, con una tasa interanual del 12,6%, 8 pp más que en la media del cuarto trimestre. Por grupos de productos, lo más destacable fue el incremento en la compra de bienes de equipo (23%) y de bienes intermedios, tanto energéticos (24%) como no energéticos (17%). El déficit comercial aumentó un 9% interanual en enero en términos nominales, como consecuencia, sobre todo, del encarecimiento del petróleo, que se tradujo en un empeoramiento de la balanza energética, cuyo déficit se incrementó en un 53%, mientras que el déficit de la balanza no energética se redujo a la mitad en enero.

La última información disponible referida al turismo receptor apunta a la recuperación de un tono más favorable en los primeros meses del año, tras la evolución menos positiva de finales de 2010. El fortalecimiento de este componente de la demanda vendría explicado, en parte, por las consecuencias de la inestabilidad política en algunos países norteafricanos, que estaría motivando un desvío de flujos turísticos desde sus costas hacia las españolas. Según la información más reciente, las llegadas de turistas no residentes crecieron en el primer bimestre del año a una tasa media interanual del 4,5%, de acuerdo con FRONTUR, en tanto que el ritmo de avance del número de pernoctaciones hoteleras de viajeros procedentes del extranjero se intensificó en el mismo período hasta el 9,3%, tal y como indica la Encuesta de Ocupación Hotelera. Finalmente, en enero, el gasto total de los turistas extranjeros avanzó a una tasa interanual del 3%, según EGATUR. Este incremento obedece al mayor número de llegadas de turistas, puesto que, por el contrario, el gasto medio experimentó una disminución del 1,6%.

Los indicadores disponibles referidos a la actividad industrial en los primeros meses del año muestran un tono algo más dinámico que en la parte final del ejercicio precedente, si bien la información es aún muy parcial. Así, el IPI experimentó en enero un crecimiento interanual del 4,5% en términos de la serie ajustada de calendario y de estacionalidad, frente al 0,4% medio del cuarto trimestre de 2010. Como en el caso del IPI, los índices de entradas de pedidos y de cifra de negocios también intensificaron en enero sus tasas interanuales de avance. Entre las estadísticas relativas al mercado laboral, los afiliados a la Seguridad Social en este sector moderaron en los dos primeros meses de 2011 su ritmo de descenso (2,9%) en comparación con el trimestre anterior, a la vez que se intensificó la caída del paro registrado, cifrándose la tasa interanual en febrero en el -3,7%. Finalmente, la confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea continuó aumentando hasta febrero, aunque el ritmo de mejora parece haberse ralentizado en comparación con meses anteriores. Asimismo, el índice PMI siguió mejorando en los dos primeros meses del año, hasta alcanzar en febrero su lectura más alta desde abril de 2010.

En cuanto a los servicios, el indicador de cifra de negocios del sector servicios experimentó una mejora en enero, si bien la tasa interanual calculada sobre la serie en términos reales corregida de estacionalidad y de efectos calendario siguió siendo negativa. La evolución reciente de los indicadores que describen la evolución laboral del sector ha sido desigual, pues, por una parte, el modesto ritmo de avance de los afiliados a la Seguridad Social volvió a atenuarse, hasta el 0,2% en febrero, en tanto que, por otro lado, el crecimiento del número de



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

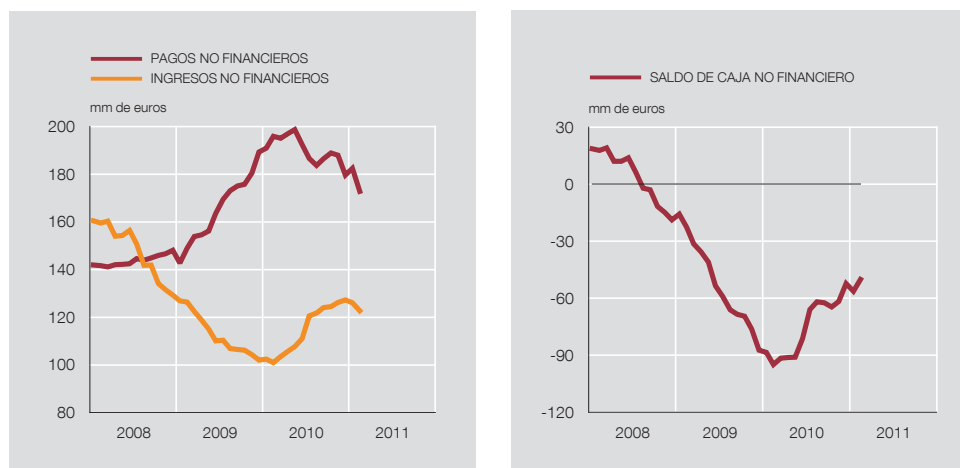
a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

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

parados inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) se moderó, si bien aún supera el 5%. Finalmente, los indicadores de opinión se comportaron de forma más positiva al inicio de 2011 en comparación con el cierre del año anterior. En concreto, en los meses de enero y febrero el indicador de confianza que elabora la Comisión Europea interrumpió la trayectoria de deterioro que había mostrado en el otoño pasado, mientras que en febrero el PMI se situó, por primera vez en siete meses, en un nivel superior a 50 puntos, lo que es considerado habitualmente como compatible con una expansión de la actividad comercial.

Por lo que hace referencia a la evolución reciente del mercado de trabajo en su conjunto, los datos correspondientes a los dos primeros meses del año han sido relativamente desfavorables. Por un lado, el número de afiliados a la Seguridad Social intensificó en febrero su ritmo de caída desde el -1% de enero hasta el -1,3%, de forma que la tasa media de disminución del bimestre inicial del año es similar a la del último trimestre de 2010 (véase gráfico 2). Por otro lado, la evolución del paro registrado mostró un cierto estancamiento en los dos primeros meses de 2011, con un aumento interanual del 4,1% en febrero, frenándose así la senda de desaceleración mostrada a lo largo del pasado ejercicio.

La ejecución presupuestaria del Estado hasta febrero mostró un déficit de 5,6 mm de euros, en términos de caja, frente al saldo también negativo de 7,8 mm observado en los dos primeros meses del año anterior. Tanto los ingresos como los gastos del Estado disminuyeron en el período enero-febrero un 16,7% y un 19,2%, respectivamente, en tasa interanual. Conviene recordar, no obstante, que estas cifras están influidas por la entrada en vigor del nuevo sistema de financiación autonómica (que transfiere un mayor porcentaje de la recaudación impositiva a las CCAA y disminuye el importe global de las transferencias que realiza el Estado) y, adicionalmente, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas, lo que dificulta su interpretación. Una medida alternativa de la evolución del saldo presupuestario, menos sujeta a esta erraticidad, viene dada por el saldo en suma móvil de doce meses (véase gráfico 3). En estos términos, tanto los ingresos como los gastos registraron caídas algo inferiores al 20%. Esta evolución es compatible con los objetivos del Gobierno plasmados en los Presupuestos Generales del Estado para 2011. Por último, a mediados de marzo se publicó la cifra de deuda pública correspondiente al año 2010, que ascendió al 60,1% del PIB, ligeramente por debajo de lo previsto.



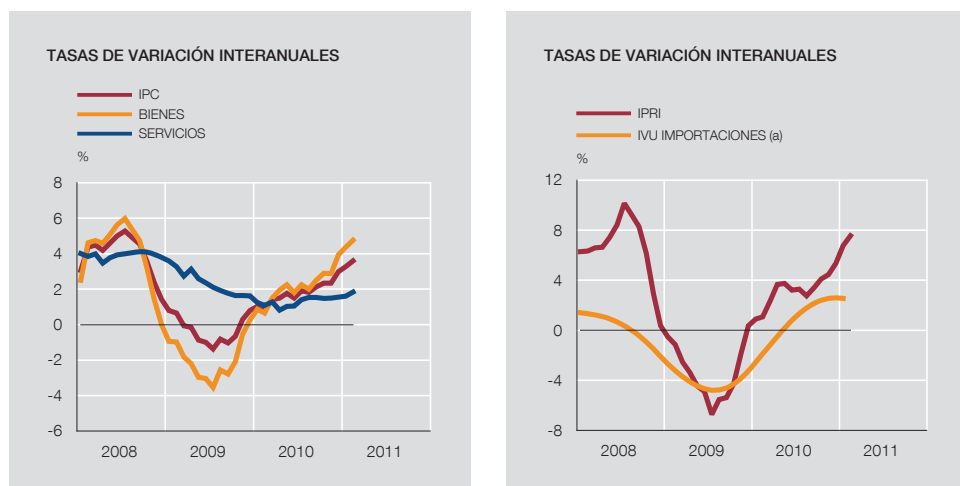
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: febrero de 2011.

Precios y costes

De acuerdo con la encuesta trimestral de coste laboral (ETCL), en el cuarto trimestre de 2010 el coste laboral por trabajador disminuyó un 0,3 % interanual —en línea con la evolución de la remuneración por asalariado de la CNTR—, como consecuencia de una nueva ralentización del componente salarial y del descenso de los otros costes. La información salarial más reciente, relativa al desarrollo de la negociación colectiva al inicio de 2011, ha mostrado una importante aceleración de las tarifas con respecto al año precedente, con un incremento acumulado hasta febrero del 3,1 %, frente al 1,3 % de las tarifas pactadas para 2010 (sin incluir la cláusula de salvaguarda). Como suele ocurrir en los primeros meses del año, casi todos los convenios registrados hasta febrero son revisados, es decir, representan acuerdos plurianuales de ejercicios anteriores que siguen teniendo efectos económicos en 2011. Además, según los datos desagregados, la mayor parte de los trabajadores afectados hasta el momento (en torno a un 70 %) lo son por un convenio cerrado antes de la entrada en vigor del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) 2010-2012, firmado por los agentes sociales en febrero del año pasado, lo que podría explicar la significativa desviación que el incremento de tarifas está mostrando con relación a la banda salarial recomendada en él —comprendida entre el 1 % y el 2 %—.

Durante el mes de febrero, la tasa interanual del IPC prolongó su senda ascendente, aumentando en tres décimas, hasta el 3,6 % (véase gráfico 4). En esta ocasión, la aceleración de los precios de consumo fue compartida por todos sus componentes, si bien el índice energético fue nuevamente el que registró el repunte más intenso —de 1,4 pp, hasta el 19 %—. Tras la energía, las rúbricas de alimentos fueron las que experimentaron las tasas más altas —con incrementos interanuales del 2,9 % en el caso de los no elaborados y del 3,4 % en el de los elaborados—. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios elevaron en una y dos décimas sus respectivos ritmos de avance, hasta el 0,8 % y el 1,8 %. La evolución conjunta de los componentes menos volátiles se tradujo en un incremento de dos décimas de la tasa interanual tanto del IPSEBENE como del IPC sin energía, que se situó en ambos casos en el 1,8 %. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) presentó una tasa interanual del 3,4 %. Dado que en el área del euro el avance interanual del IAPC fue del 2,4 %, el diferencial de inflación se amplió desde los 0,7 pp de enero hasta un 1 pp.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

En febrero, la tasa de crecimiento interanual del IPRI aumentó en 0,8 pp, hasta el 7,6%. Por componentes, destacó el repunte de en torno a 1 pp de los precios de los bienes energéticos y de los bienes intermedios (hasta el 18,3% y el 7,9%, respectivamente), mientras que los precios de los bienes de consumo se incrementaron en cuatro décimas, hasta el 1,9%, y los de los bienes de equipo mantuvieron su tasa interanual en el 1%. El índice general sin energía alcanzó un ritmo de avance interanual del 4,4%, ocho décimas más que en enero.

En enero, el ritmo de crecimiento interanual de los precios de exportación, aproximados mediante los índices de valor unitario (IVU), se acrecentó en 2 pp, hasta casi el 6%. En términos de los precios industriales de exportación elaborados por el INE, la aceleración fue algo más suave (de 1,1 pp, hasta el 7,7%). En la vertiente importadora, los IVU y los precios industriales evolucionaron de forma muy similar, pues su ritmo de avance aumentó, en ambos casos, en torno a 1 pp, hasta el 12%, aproximadamente.

Evolución económica y financiera en la UEM

La evolución de los mercados financieros internacionales en marzo ha estado condicionada por las tensiones en los países árabes y, de forma más acusada, por el terremoto de Japón y sus graves consecuencias. Así, durante las primeras dos semanas del mes la tónica fue similar a la observada en febrero, de modo que las perspectivas económicas favorables en Estados Unidos mitigaban, en gran medida, el impacto negativo sobre los mercados financieros del conflicto en los países árabes. Sin embargo, el seísmo del 11 de marzo y los posteriores riesgos de que desembocara en una crisis nuclear de gran alcance supusieron una nueva y más intensa corrección de los mercados. Las bolsas de las principales economías desarrolladas cayeron inicialmente, siendo el índice Nikkei el que registró los descensos más significativos. Posteriormente, a medida que disminuía el riesgo de que se materializaran los escenarios más negativos por la crisis nuclear, las bolsas revirtieron parcialmente las pérdidas anteriores. En los mercados cambiarios, el yen experimentó una fuerte presión apreciatoria —como resultado de la repatriación de capitales para financiar la reconstrucción de las zonas afectadas—, que llegó a propiciar una intervención coordinada del G 7 para frenar la apreciación de la divisa japonesa. Por su parte, la rentabilidad del bono americano a diez años llegó a situarse en torno al 3,3% a mediados de mes, resultado de su papel como activo refugio, si bien posteriormente, en línea con el comportamiento de otros mercados, recuperó niveles similares a los del inicio de mes, próximos al 3,45%. Los mercados emergentes

registraron una elevada volatilidad a lo largo del mes, con caídas generalizadas de las bolsas y cierta estabilidad de los diferenciales soberanos y las primas de riesgo de impago, en un contexto de moderación de las salidas de capitales de los fondos que invierten en bolsa. Por su parte, los precios de las materias primas —en particular, el del crudo— interrumpieron momentáneamente su trayectoria alcista por los temores a que la crisis nuclear japonesa incidiera negativamente sobre el comercio y la demanda mundial. No obstante, el precio del petróleo tipo Brent ha vuelto a aumentar, hasta los 116 dólares por barril, tras la intervención militar internacional en el conflicto libio.

En Estados Unidos, el PIB del cuarto trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 3,1 % (2,8 % interanual) gracias al consumo privado y a la demanda externa, y a pesar de la contribución negativa de la acumulación de existencias. Los indicadores referidos al primer trimestre sugieren, en general, un afianzamiento de la recuperación. Por el lado de la oferta, aunque la producción industrial se debilitó en febrero, la confianza empresarial (medida por los índices ISM) continuó mejorando. Además, la creación neta de empleo en febrero confirmó los indicios de recuperación del mercado laboral y la tasa de paro se redujo una décima, hasta el 8,9 %. Por el lado de la demanda, las señales son algo más débiles, pues, aunque las ventas al por menor mostraron un tono positivo en febrero, la confianza de los consumidores se redujo en marzo ante el deterioro de expectativas y permanece en niveles históricamente bajos. Por su parte, en el mercado de la vivienda se han moderado las señales positivas, con el retroceso en febrero tanto de las viviendas iniciadas como de las ventas de viviendas de segunda mano. La inflación, medida por el IPC, avanzó cinco décimas en febrero, hasta el 2,1 %, mientras que la tasa subyacente aumentó una décima, hasta el 1,1 %. En este contexto, la Reserva Federal, en su reunión de marzo, mantuvo sin cambios su política, aunque confirmó sus perspectivas relativamente favorables.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre se revisó ligeramente a la baja, por lo que se intensificaron el ritmo de caída hasta el -0,3 % trimestral y la contracción más pronunciada del consumo privado, afectado por la finalización de las ayudas al automóvil y otros factores de carácter temporal. Aunque el tono de la mayoría de los indicadores de comienzos de año ha sido positivo, el terremoto del 11 de marzo ha perturbado drásticamente el panorama económico y se prevé un deterioro sustancial de la actividad en los próximos meses, ya que numerosas empresas han paralizado su producción, lo que está generando una ralentización de los flujos comerciales. Además, la destrucción de viviendas e infraestructuras supone un efecto riqueza negativo de importante magnitud. El probable incremento en el gasto encaminado a la reconstrucción no compensará, en el muy corto plazo, esta fuerte perturbación negativa, y la incertidumbre ocasionada por la alarma nuclear sesga los riesgos más a la baja, si bien más adelante cabe esperar que lidere una recuperación relativamente rápida. La inflación registró en febrero un crecimiento nulo, sesgado al alza por la evolución de los precios de las materias primas, mientras que la tasa subyacente siguió cayendo en términos interanuales, aunque a un ritmo más moderado. En un contexto marcado por el desastre natural, el Banco de Japón actuó decididamente realizando sucesivas inyecciones de fondos en los mercados monetarios, lo que se ha traducido en un incremento en su balance de 25 billones de yenes (5 % del PIB), con el objetivo de suavizar las preocupaciones ante una posible falta de liquidez y ampliando el programa de compra de activos de 5 a 10 billones de yenes (de un 1 % hasta un 2 % del PIB) para hacer frente al incremento de la aversión al riesgo en los mercados financieros y al deterioro de la confianza de hogares y empresas.

En el Reino Unido, los indicadores recientes de actividad se han recuperado hasta niveles compatibles con un crecimiento suave del PIB, tras la contracción observada en el último trimestre de 2010 (-0,6 % intertrimestral). Así, la producción industrial y los índices de gestores de compras (PMI) repuntaron notablemente, en especial el de manufacturas, que sigue impulsado por

el tirón de las exportaciones. No obstante, los indicadores de demanda —como ventas al por menor y confianza de los consumidores— muestran una cierta atonía, influidos por la subida del IVA, la inflación elevada y el ajuste fiscal drástico. El precio de la vivienda parece estabilizarse, tras la corrección a la baja observada desde junio de 2010, si bien el mercado inmobiliario sigue estancado. En el mercado laboral se observa cierta dicotomía entre la destrucción de empleo público y un mayor dinamismo en el sector privado. Entre noviembre de 2010 y enero de 2011 el empleo aumentó en términos netos, si bien la tasa de paro se elevó una décima, hasta el 8 %. Por su parte, la inflación aumentó en febrero hasta el 4,4 %, mientras que la tasa subyacente se situó en el 3,4 %. No obstante, los salarios siguen creciendo a un ritmo moderado y, de acuerdo con la última encuesta de expectativas de inflación publicada por el Banco de Inglaterra, estas se mantienen estables, por lo que no parecen apreciarse efectos de segunda ronda significativos. En este contexto, el Banco de Inglaterra ha mantenido el tipo de interés oficial en el 0,5 %. El Presupuesto de 2011 se presentó el 23 de marzo, confirmándose el patrón de consolidación anunciado en 2010.

En el conjunto de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, la revisión de las cifras del PIB en varios países no afectó al crecimiento promedio del cuarto trimestre, que ascendió al 2,9 % interanual, superior al 2,3 % del tercero, pero disminuyó una décima, hasta el 1,9 %, el incremento en el conjunto de 2010 —en 2009 se contrajo un 3,4 %—. En el cuarto trimestre, la evolución de la actividad en todos los países, menos la República Checa, mejoró en términos interanuales, aunque en varios de ellos se desaceleró el crecimiento trimestral. La recuperación económica sigue impulsada por la demanda externa, mientras que el consumo privado continúa débil —salvo en Polonia, donde se mantiene robusto—. Los indicadores macroeconómicos de enero muestran una expansión de la producción industrial y un impulso de las ventas al por menor. En febrero, la inflación repuntó en la mayoría de países, debido sobre todo al incremento del precio de los alimentos y, en promedio, se elevó una décima, hasta el 4 % interanual. En este contexto, se han mantenido inalterados los tipos de interés oficiales.

En China, los indicadores de enero y febrero muestran que el ritmo de expansión de la actividad económica, aunque algo más moderado que en el cuarto trimestre de 2010, continúa siendo robusto, como resultado de la pujanza de la inversión —tanto en capital fijo como residencial— y de las exportaciones, que en febrero crecieron un 20,8 %, en términos interanuales. La inflación se mantuvo en el 4,9 % interanual en febrero, impulsada por los precios de los alimentos, que registraron una expansión del 11 %. En este contexto, las autoridades volvieron a incrementar, por tercera vez en lo que va de año, el coeficiente de reservas bancarias en 50 puntos básicos (pb), hasta un nivel del 20 % para los grandes bancos. Finalmente, se ha establecido el objetivo de crecimiento anual para el 12.º plan quinquenal (2011-2015) en el 7 %, frente al 7,5 % del plan anterior. En el resto de Asia, la actividad continuó mostrando un notable dinamismo, a tenor de la buena evolución general de la producción industrial y de las exportaciones, mientras que la inflación registró un cierto ascenso en febrero. En este contexto, se produjeron elevaciones de los tipos de interés en India, Corea del Sur, Filipinas y Tailandia.

En América Latina, tras registrar la actividad un incremento del 5,3 % interanual en el último trimestre del año, los indicadores de mayor frecuencia —en particular, los de demanda (ventas al por menor, crédito, indicadores de confianza)— apuntan a un mantenimiento de los actuales ritmos de crecimiento para el primer trimestre de 2011 en la mayoría de los países. La inflación del área disminuyó una décima en febrero, hasta el 6,8 %, mientras que las expectativas de inflación se mantuvieron estables en México y Brasil, por primera vez en varios meses, si bien continuaron al alza en Chile y Perú. En este contexto, el banco central de Brasil elevó

los tipos oficiales en 50 pb, al igual que el de Chile, que de este modo elevó el ritmo de retirada del estímulo monetario, mientras que en Colombia el aumento fue de 25 pb en sus dos últimas reuniones, siendo estos los primeros movimientos tras la rebaja de mayo de 2010. En Perú también se incrementaron los tipos oficiales en 25 pb y se elevaron los coeficientes de caja en 25 pb. Por otro lado, el Tesoro brasileño aumentó la dotación de recursos del Banco Nacional de Desarrollo (BNDES), lo que contrasta con la decisión de mayor restricción fiscal anunciada el mes anterior. Finalmente, la agencia *Standard and Poor's* elevó el *rating* soberano de Colombia un escalón, hasta situarlo en la categoría de grado de inversión.

Finalmente, en la zona del euro, de acuerdo con los datos de Contabilidad Nacional, el PIB aumentó un 0,3% en el cuarto trimestre, la misma tasa que la registrada en el período julio-septiembre de 2010. Si bien se observó un mayor dinamismo en el consumo privado, el consumo público se desaceleró, mientras que la formación bruta de capital fijo agudizó su caída, por el mal comportamiento de la construcción. De esta forma, la demanda interna, excluidas las existencias, mantuvo su aportación al crecimiento del PIB en 0,1 pp. Por su parte, las exportaciones continuaron su dinamismo, aunque a un ritmo ligeramente inferior, que se vio compensado por el menor aumento de las importaciones, con lo que la contribución positiva del saldo neto exterior permaneció en 0,4 pp. En términos interanuales, el producto se incrementó un 2%, una décima más que el trimestre precedente. En el conjunto del año 2010, el PIB se expandió un 1,7%, apoyado en la recuperación de la demanda exterior neta, el consumo privado y la inversión en bienes de equipo, frente al retroceso del 4% de 2009.

Los datos de Contabilidad Nacional del cuarto trimestre estiman una ligera recuperación del empleo, de un 0,1%, tras el estancamiento del tercer trimestre, con lo que, en términos interanuales, se registró la primera tasa de crecimiento interanual positiva, de un 0,2%. Por países, las cuatro grandes economías, salvo España, cuyo empleo continuó contrayéndose, registraron tasas de crecimiento por encima de la media de la UEM. La productividad aparente del factor trabajo ralentizó su avance hasta el 1,8% y creció a un ritmo similar a la remuneración por asalariado, por lo que los costes laborales unitarios apenas variaron. El crecimiento superior del deflactor del PIB favoreció una nueva ampliación de los márgenes empresariales.

La información disponible más reciente señala una expansión de la actividad en los primeros meses de 2011. Por el lado de la oferta, la producción industrial aumentó un 0,3% en enero y los pedidos industriales, excluido el componente más volátil, mantuvieron su dinamismo en el mismo período. Entre los indicadores cualitativos, la encuesta de directores de compras referente al sector industrial, en niveles históricamente altos, retrocedió en marzo, mientras que la relativa al sector servicios registró un ligero avance. En la vertiente de la demanda, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles se recuperaron en enero y febrero, respectivamente (véase cuadro 1). Finalmente, en relación con la demanda externa, los datos nominales de la balanza comercial señalan que las ventas al exterior, en términos interanuales, mejoraron en enero, al igual que la valoración de la cartera de pedidos exteriores en marzo y las expectativas de exportación en el primer trimestre de 2011.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó una décima en febrero, hasta situarse en el 2,4%. La evolución del índice general obedeció a la aceleración de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos y de los servicios. Los precios de los bienes industriales no energéticos, por su parte, se desaceleraron, lo que contribuyó a que la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, descendiera una décima, hasta el 1,1%. Los precios industriales aumentaron su ritmo de crecimiento interanual en enero en seis décimas, hasta el 5,9%, como consecuencia del crecimiento generalizado de todos sus componentes.

		2010			2011			
		OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (b)	
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	7,2	7,9	8,8	5,9			
	Comercio al por menor	0,9	1,0	-0,2	0,7			
	Matriculaciones de turismos nuevos	-15,3	-10,0	-6,9	-4,3	0,1		
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,0	-9,0	-11,0	-11,0	-10,0	-11,0	
	Indicador de confianza industrial CE	1,0	2,0	5,0	6,0	7,0		
	PMI de manufacturas	54,6	55,3	57,1	57,3	59,0	57,7	
	PMI de servicios	53,3	55,4	54,2	55,9	56,8	56,9	
	IAPC	1,9	1,9	2,2	2,3	2,4		
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	1,1	2,1	1,7	1,5	2,0		
	M1	4,9	4,6	4,3	3,2	2,9		
	Crédito a los sectores residentes	3,2	3,9	3,4	3,8	3,8		
	AAPP	12,2	12,9	11,7	11,7	10,5		
	Otros sectores residentes	1,2	1,9	1,6	2,1	2,3		
	<i>De los cuales:</i>							
	— Préstamos a hogares	2,9	2,8	2,9	3,1	3,0		
	— Préstamos a sociedades no financieras	-0,5	-0,2	-0,2	0,5	0,6		
	EONIA	0,70	0,59	0,50	0,66	0,71	0,65	
	EURIBOR a tres meses	1,00	1,04	1,02	1,02	1,09	1,17	
	EURIBOR a un año	1,50	1,54	1,53	1,55	1,71	1,91	
	Rendimiento bonos a diez años	3,34	3,73	4,07	3,94	4,48	4,47	
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,81	-0,97	-0,78	-0,54	-0,88	-1,04	
	Tipo de cambio dólar/euro	1,390	1,366	1,322	1,336	1,365	1,398	
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-4,1	-10,6	-5,8	5,8	7,9	4,2		

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

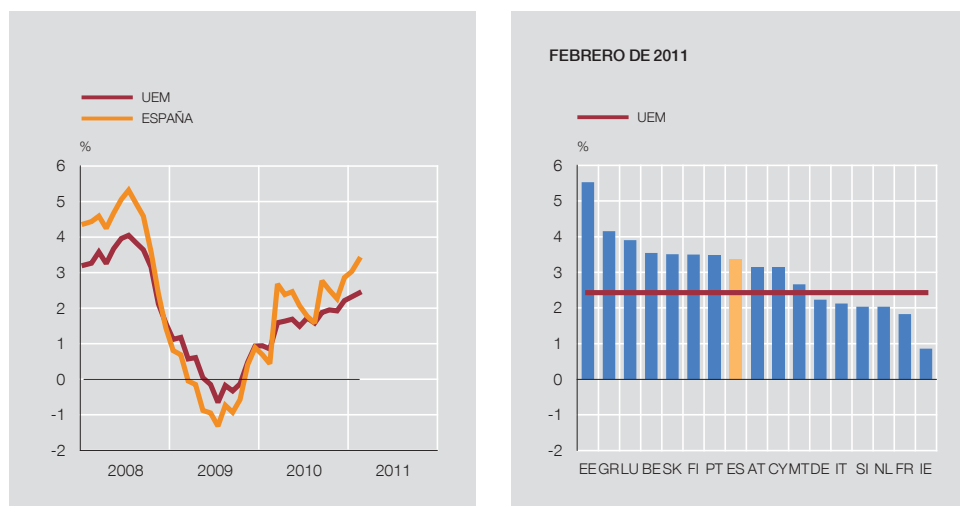
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 25 de marzo de 2011.

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

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de marzo, decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1 % para las operaciones principales de financiación y en el 0,25 % y el 1,75 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. El Consejo consideró que la actual política monetaria es muy acomodaticia en las circunstancias presentes, lo cual impulsa 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 recordó que actuará de forma firme y oportuna con el fin de asegurar que estos riesgos no lleguen a materializarse. Por su parte, el BCE no llevó a cabo en marzo compras de deuda pública dentro del Programa para los Mercados de Valores, tras las adquisiciones puntuales que había realizado en las dos últimas semanas de febrero.

En los días 24 y 25 de marzo, el Consejo de Jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea aprobó el denominado «Pacto por el Euro Plus» y acordó la cuantía y los detalles de funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que entrará en vigor en 2013. Sin embargo, el Consejo retrasó hasta junio la aprobación de la ampliación, hasta 440 mm, de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, acordada previamente por el Eurogrupo el 11 de marzo. En esta misma reunión, el Eurogrupo aprobó también una extensión del plazo de amortización de la asistencia financiera a Grecia, hasta siete años y medio, junto con una reducción del tipo de interés de sus préstamos en 100 pb. El Consejo acordó establecer en 500 mm de euros la capacidad efectiva de financiación del MEDE, que podrá conceder préstamos y, excepcionalmente, llevar a cabo compras en el mercado



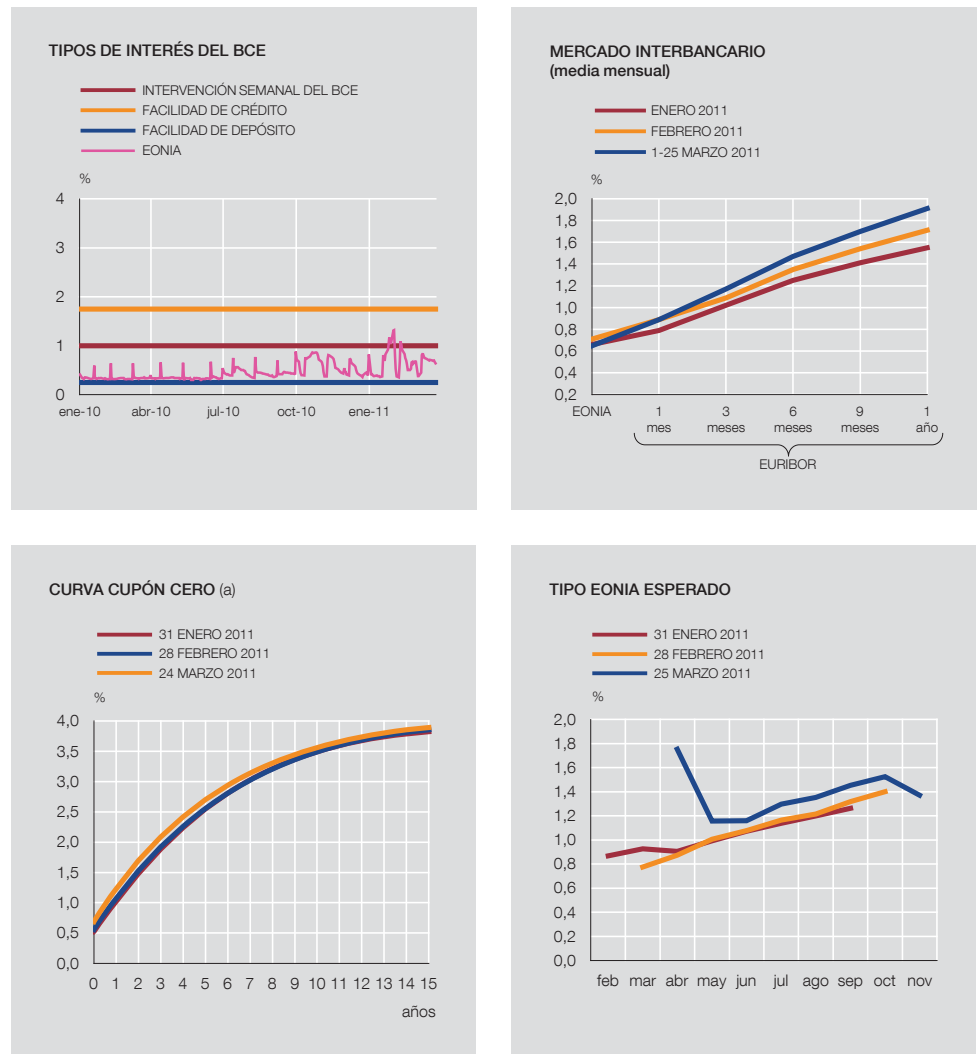
FUENTE: Eurostat.

primario. Por su parte, el Pacto por el Euro Plus se firmó con el objetivo de fomentar la competitividad y el empleo, así como de mantener la estabilidad financiera y de las finanzas públicas. Para ello, cada país podrá elegir acciones específicas, aunque se recomienda prestar especial atención a medidas como la revisión de los mecanismos de fijación de salarios, una mayor alineación de la edad de jubilación efectiva con la esperanza de vida, aumentar la competencia en el sector servicios o mejorar los sistemas educativos. Además, el Pacto aboga por impulsar una mayor coordinación de las bases impositivas en el impuesto de sociedades.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos aumentaron en marzo, hasta niveles del 1,20 % y del 1,96 % para el EURIBOR a tres y a doce meses, respectivamente, como consecuencia del adelanto de las expectativas de subida de los tipos oficiales (véase gráfico 6). Los tipos de operaciones con garantías —*eurepos*— mostraron también una tendencia al alza, aunque más volátil y más acentuada, por lo que el diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos y los *eurepos* equivalentes disminuyó en todos los plazos, salvo en el de un año. Por otra parte, los préstamos al sector privado continuaron en febrero su suave aceleración (del 2,6 %, tras el 2,4 % del mes anterior), apoyada en los otorgados a empresas, mientras que los préstamos a hogares redujeron una décima su tasa interanual, hasta el 3 %.

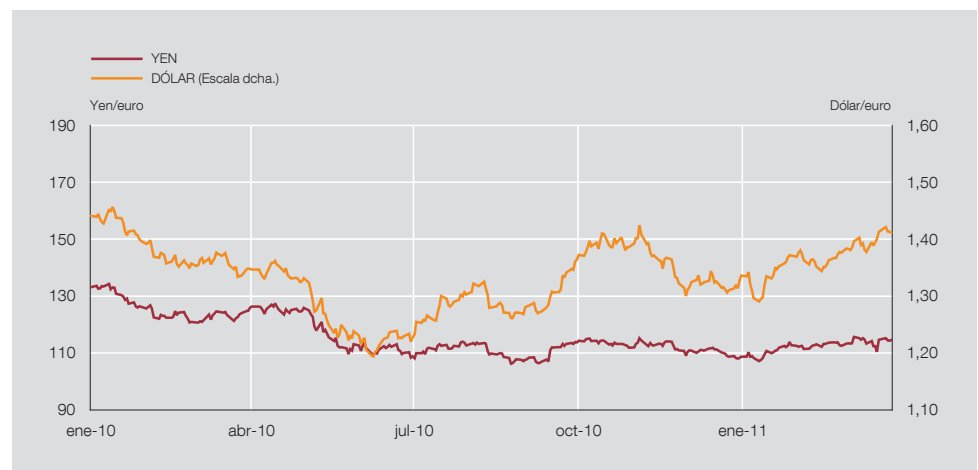
Los mercados de deuda pública se han caracterizado por una notable volatilidad a lo largo del mes, alcanzando diferenciales máximos con respecto al bono alemán en los días previos al Consejo Europeo del 12 de marzo. El acuerdo firmado por los jefes de Estado y de Gobierno contribuyó a rebajar las tensiones, salvo en Portugal e Irlanda, que retornaron rápidamente a la senda alcista. Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública a diez años del *Bund* alemán, tras ciertas oscilaciones, se situó a fecha de cierre de este Boletín 10 pb por encima del nivel de finales de febrero, mientras que la del bono equivalente en Estados Unidos disminuyó 1 pb en febrero, lo que supone una reducción del diferencial hasta los 17 pb.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones descendieron, hasta situar el valor del índice EUROSTOXX 50 en un nivel un 3,4 % inferior al de finales de febrero. En los mercados de divisas, el euro ha mostrado un comportamiento muy volátil, con tendencia a apreciarse, superando en los últimos días los 1,41 \$/€ (véase gráfico 7).



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS		2007	2008	2009	2010		2011		
		DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH:								
	Crédito para vivienda	5,53	5,83	2,62	2,72	2,66	2,92
	Crédito para consumo y otros fines	8,38	8,83	6,96	6,47	6,35	7,03
	Depósitos	2,72	2,79	1,39	1,76	1,70	1,67
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
	Crédito (c)	5,80	4,87	2,95	3,35	3,55	3,72
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,01	2,18	0,80	2,01	3,05	2,50	1,90	1,74
	Deuda pública a cinco años	4,12	3,46	2,73	3,95	4,64	4,61	4,37	4,31
	Deuda pública a diez años	4,35	3,86	3,80	4,69	5,37	5,38	5,26	5,27
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,10	0,81	0,62	2,14	2,47	2,34	2,09	2,07
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,64	2,92	0,72	1,54	1,70	1,66	1,43	1,37
	IBEX 35 (f)	7,32	-39,43	29,84	-22,39	-17,43	9,60	10,06	8,63

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 25 de marzo de 2011.

b. 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 se incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

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

d. Medias mensuales.

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

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

Por último, en febrero el agregado monetario amplio M3 registró un crecimiento interanual del 2%, cinco décimas superior al del mes anterior, como consecuencia de la aceleración de los componentes menos líquidos.

Evolución financiera en España

Durante la parte transcurrida de marzo, y en línea con lo que ha ocurrido en otros mercados internacionales, en España se ha producido un cierto retroceso de los índices bursátiles, en un contexto caracterizado por una elevada incertidumbre a raíz de las tensiones geopolíticas en el norte de África y Oriente Medio y, más recientemente, del terremoto en Japón. A pesar de la rebaja en un escalón de la calificación de la deuda soberana española, el día 10 de marzo, por parte de la agencia Moody's, durante las últimas semanas se ha observado un descenso de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes y de las rentabilidades de la deuda pública. Por su parte, los últimos datos disponibles de los balances de los agentes no financieros, correspondientes a enero, siguen mostrando un crecimiento elevado de los pasivos de las AAPP y un avance débil de la financiación de las sociedades no financieras y de los hogares y de sus activos más líquidos. La información provisional correspondiente a febrero apunta a una pérdida de dinamismo del crédito bancario concedido al sector privado y a una ligera aceleración de los activos financieros más líquidos.

Durante las últimas semanas, la rentabilidad de la deuda pública a diez años y su diferencial con la referencia alemana al mismo plazo han tendido a descender, situándose, en la fecha de cierre de este artículo, alrededor del 5,1% y los 190 pb, respectivamente, lo que equivale a una reducción de unos 25 y 30 pb en comparación con los niveles de finales de febrero. No obstante, en promedio de los días transcurridos de marzo, la rentabilidad de estos títulos se ha mantenido en un nivel similar al de la media del mes precedente, mientras que en los de más corto plazo se ha observado una disminución de 16 pb (véase cuadro 2). Por su parte,

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2011	2008	2009	2010		
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
FINANCIACIÓN TOTAL	2.857,6	7,6	4,0	3,2	3,3	4,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.205,8	6,4	-1,0	0,4	0,7	0,7
Hogares e ISFLSH	895,4	4,4	-0,3	0,1	0,2	0,0
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	676,2	4,5	0,2	0,4	0,7	0,1
– Crédito para consumo y otros fines (c)	215,7	3,9	-1,9	-0,8	-1,3	-0,7
Sociedades no financieras	1.310,4	7,9	-1,5	0,6	1,0	1,3
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	892,9	6,8	-3,5	-0,8	-1,0	-0,8
– Valores de renta fija (d)	64,0	12,1	36,9	18,0	14,3	11,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	651,8	13,9	29,5	14,2	13,8	17,5
Valores a corto plazo	86,9	58,3	62,7	4,2	1,3	1,4
Valores a largo plazo	456,6	8,1	27,4	15,8	15,7	20,9
Créditos y resto	108,2	15,6	15,0	17,1	18,1	18,7

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.

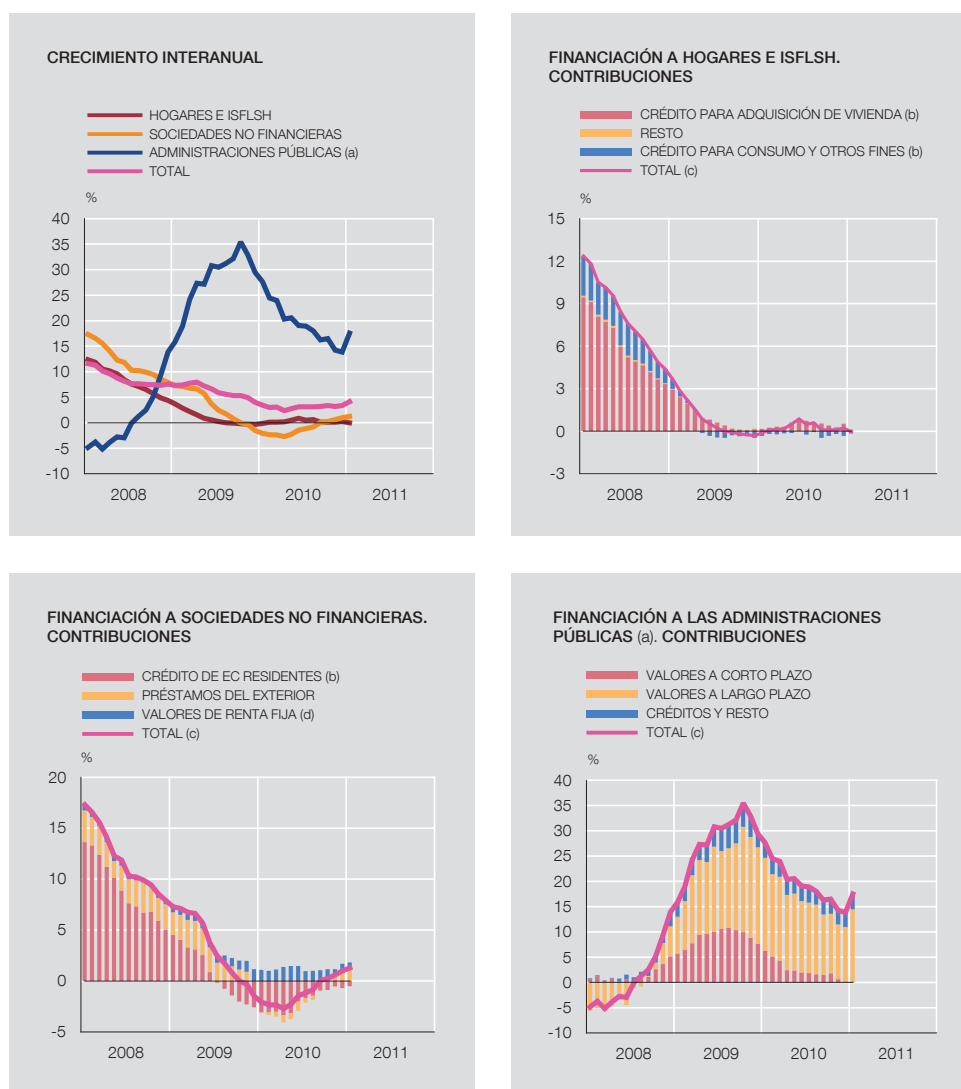
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas han mostrado una evolución similar a la de los diferenciales de rentabilidad de los valores públicos a largo plazo.

En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 perdía un 1,3 % con respecto al nivel de finales de febrero, una evolución menos desfavorable que la registrada por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (-3,4 %) y similar a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (-1 %). A pesar de esto, en la parte transcurrida de 2011, el índice español acumulaba unas ganancias del 8,6 %, superiores a las de la referencia norteamericana (4,5 %) y a las de la europea (4,2 %).

Durante enero se registró una aceleración en la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue el resultado, principalmente, del repunte en el ritmo de expansión de los fondos recibidos por las Administraciones Públicas, ya que las tasas de crecimiento interanual de los recursos captados por las familias y las empresas apenas registraron variaciones.

La desagregación por finalidades muestra que, en enero, el ritmo de avance interanual de los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda disminuyó hasta el 0,1 %, tras el repunte del mes anterior, que estuvo ligado al efecto de la anticipación en las decisiones de compra de inmuebles por la desaparición de las desgravaciones fiscales para las rentas medias y altas desde principios de 2011. En cambio, la tasa de crecimiento del crédito para consumo y otros fines aumentó, aunque siguió siendo negativa (-0,7 %). Por su parte,

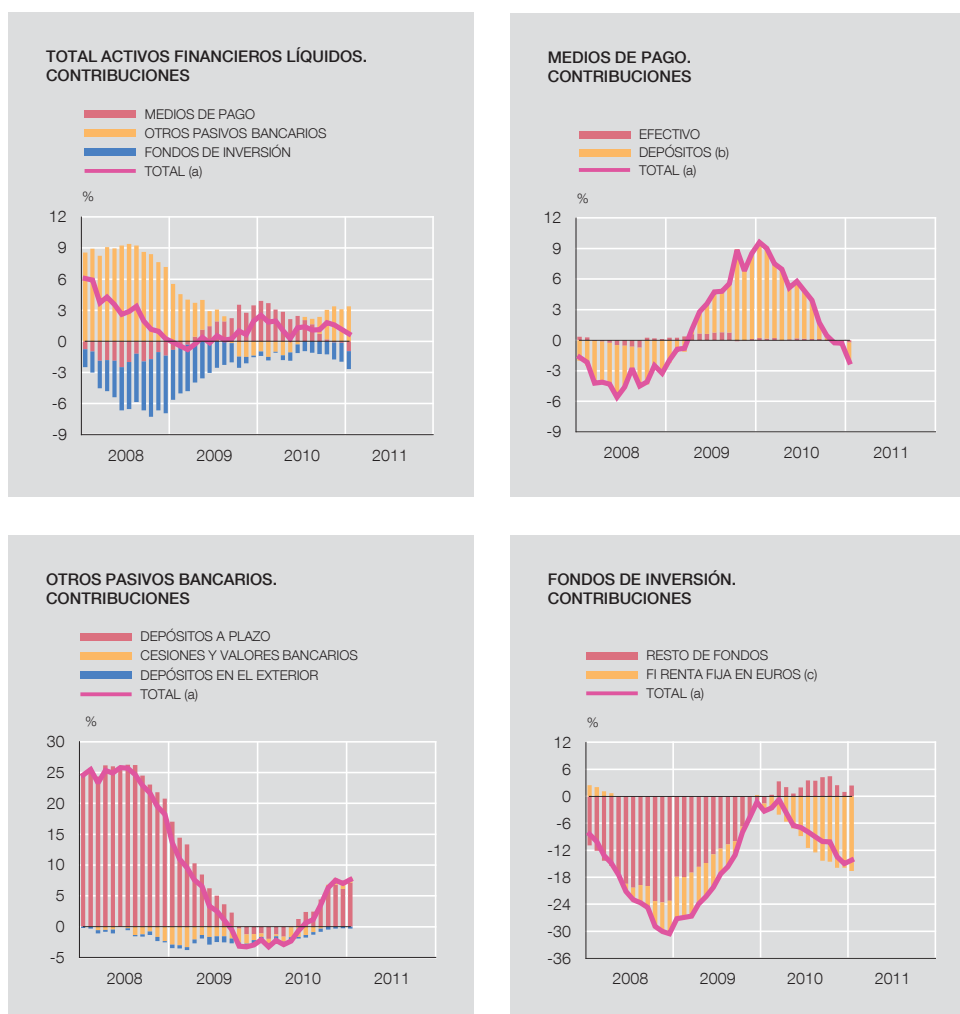


FUENTE: Banco de España.

- 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.

los fondos recibidos por las sociedades no financieras se aceleraron ligeramente como resultado de una pequeña moderación en el ritmo de contracción de la financiación otorgada por las entidades residentes (un 0,8%), que compensó el menor dinamismo en la obtención de recursos en los mercados de renta fija. De acuerdo con la información provisional disponible, en febrero se habría reducido algo la tasa de expansión del crédito bancario concedido a las familias y a las empresas. En el primer caso, ello habría vuelto a ser consecuencia de la nueva pérdida de vigor de los préstamos destinados a la compra de inmuebles.

En enero, la tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas aumentó hasta el 17,5%, desde el 13,8% del mes anterior. Por instrumentos, las emisiones de valores a largo plazo experimentaron una fuerte aceleración, mientras que los valores a corto plazo y los fondos captados mediante créditos avanzaron prácticamente a los mismos ritmos del mes anterior.



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.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se desaceleraron en enero (véase gráfico 9). El desglose por instrumentos muestra un descenso del dinamismo en los medios de pago, que no fue compensado por el aumento del ritmo de expansión de los depósitos a plazo y por la moderación en la contracción del patrimonio de los fondos de inversión. La información provisional correspondiente a febrero muestra una cierta aceleración de los activos líquidos del sector privado no financiero como consecuencia de un nuevo aumento en el crecimiento interanual de los depósitos a plazo.

25.3.2011.