

Evolución del sector real de la economía española

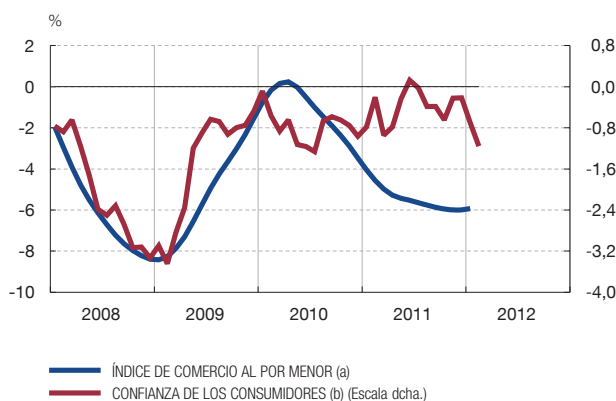
Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del cuarto trimestre de 2011, que ya fueron objeto de comentario más detallado en el *Boletín Económico* de febrero, mostraron un descenso de la actividad durante los meses finales del pasado ejercicio, con una disminución del PIB del 0,3 % en términos intertrimestrales. La información más reciente referida al inicio de 2012 confirma la prolongación de la dinámica contractiva del producto en el primer trimestre de este año. Por lo que se refiere al consumo privado, los indicadores que miden la confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas retrocedieron en enero y febrero hasta niveles del año 2010 (véase gráfico 1). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares descendieron en febrero un 3,9 % interanual, con un nuevo retroceso intermensual del 0,4 % según la serie desestacionalizada, aunque de menor magnitud que en el mes previo. Por su parte, el índice del comercio al por menor, del que se dispone de información más retrasada, registró una disminución interanual del 4,7 % en enero, que vino acompañada de una intensificación de la caída intermensual. Finalmente, el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, y también correspondiente a enero, siguió mostrando un retroceso interanual, pero algo menos pronunciado que en meses anteriores.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, los indicadores más recientes sugieren también una prolongación de la atonía de la demanda. La producción industrial de estos bienes acentuó su caída en enero, hasta un 6,5 % interanual, con una tasa intermensual negativa del 1,3 % en serie ajustada de estacionalidad. Las matriculaciones de vehículos de carga mantuvieron en febrero un ritmo de descenso interanual algo superior al 18 %, similar al del mes precedente, si bien la caída intermensual (-0,4 %) fue menos acusada que en enero. Asimismo, los datos de la Encuesta de Coyuntura Industrial para las ramas productoras de bienes de equipo mostraron valores muy negativos en los dos primeros meses del año, que, no obstante, suponen una cierta mejora respecto a noviembre y diciembre de 2011.

El conjunto de indicadores contemporáneos relativos a la inversión en construcción apuntan a que la contracción de este componente del gasto habría seguido intensificándose en los primeros meses de 2012. La caída en el número de afiliados a la Seguridad Social en este sector continuó acentuándose en febrero y alcanzó un 16,6 % en términos interanuales. Por su parte, en enero el consumo aparente de cemento aceleró su ritmo de descenso hasta retroceder un 23,3 % en términos interanuales, en tanto que la producción industrial de minerales no metálicos se redujo un 10,3 %. También los indicadores adelantados, con información hasta diciembre del pasado ejercicio, anticipan una evolución desfavorable. En concreto, el ritmo de caída interanual de la superficie visada de obra nueva en viviendas y en edificación no residencial superó en ambos casos el 30 %, en tanto que el recorte de la licitación oficial de la obra civil se amplió, hasta superar el 70 %.

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron casi un 2 % interanual en enero, tasa similar a la registrada en diciembre, pero inferior al 5,4 % del cuarto trimestre de 2011. Por grupos de productos, el tono más expansivo correspondió a las ventas de bienes intermedios —sobre todo, energéticos— y de alimentos, mientras que las exportaciones de bienes de consumo duradero y de bienes de equipo retrocedieron en términos interanuales. Como ya ocurrió en diciembre, las ventas a la UE reflejaron la atonía de la economía europea y se estancaron, al tiempo que las exportaciones extracomunitarias aumentaron un 6,4 % interanual. Las importaciones reales

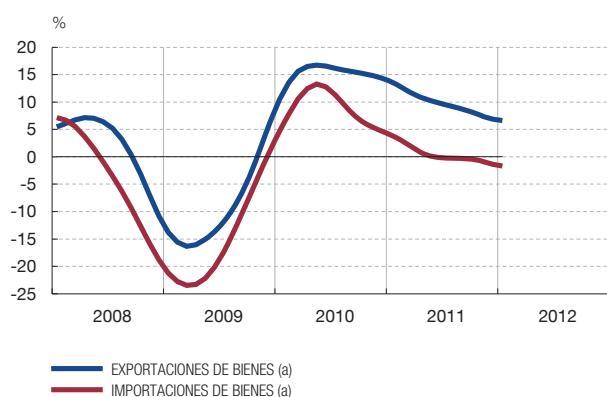
INDICADORES DE CONSUMO



INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



INDICADORES DE INDUSTRIA



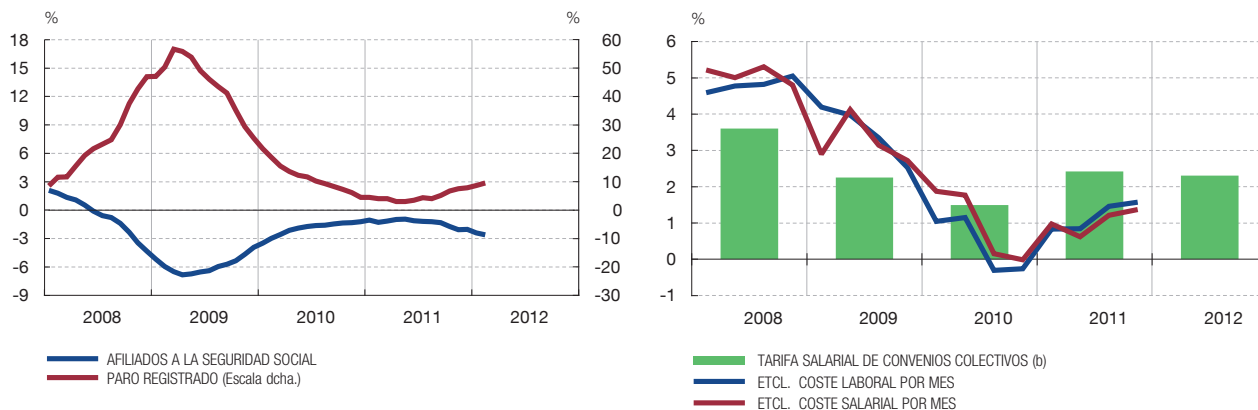
FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

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

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

disminuyeron en enero de forma significativa ($-8,2\%$), con descensos especialmente pronunciados en el caso de las compras de bienes intermedios y de bienes de equipo. En términos nominales, las exportaciones aumentaron casi un 4% interanual en enero, mientras que las importaciones retrocedieron algo más del 3% , lo que permitió que el déficit comercial se recontara un 26% en términos interanuales en dicho mes. Cabe destacar que el saldo no energético obtuvo superávit —lo que ya había ocurrido en algunos meses de 2011—, pero el déficit energético apenas se redujo, como consecuencia del encarecimiento de la energía, que compensó las menores importaciones netas de productos energéticos en términos reales.

Respecto al turismo receptor, la última información disponible sugiere que se mantiene el tono de fortaleza de este componente de la demanda. La entrada de turistas no residentes registró un aumento interanual del $2,7\%$ en el conjunto de enero y febrero, de acuerdo con FRONTUR. El ritmo de avance interanual del número de pernoctaciones hoteleras de viajeros procedentes del extranjero se situó en enero en el $6,1\%$, de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera. Finalmente, el gasto total de los turistas extranjeros elevó en ese mismo mes su ritmo de crecimiento interanual hasta el $8,6\%$, según EGATUR. Este incremento obedece tanto al propio aumento en las llegadas de turistas como al mayor gasto medio diario que realiza cada uno de ellos.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

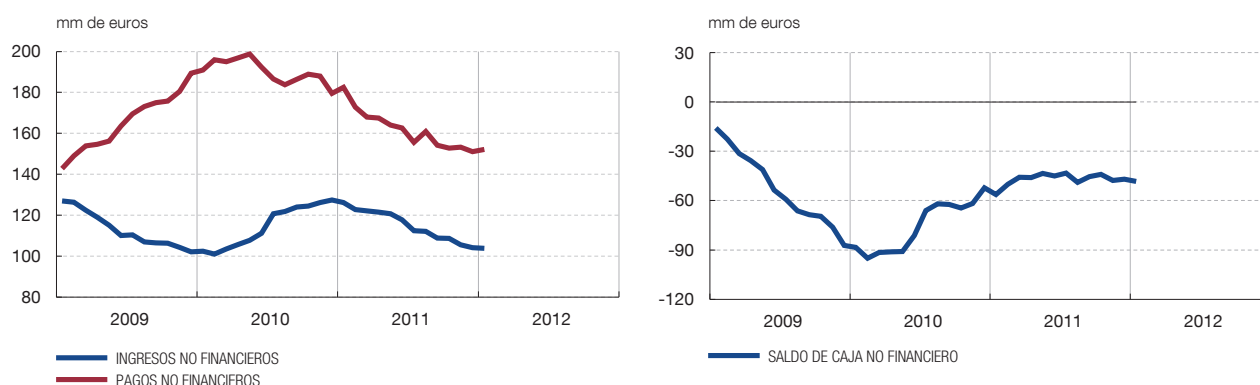
- a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta febrero de 2012.

Según los últimos datos de Balanza de Pagos, la necesidad de financiación de la economía española alcanzó los 34,4 mm de euros en el año 2011, lo que representa un descenso del 18,2 % en relación con el ejercicio precedente. El déficit por cuenta corriente disminuyó en 8,6 mm respecto a 2010 y cerró el año en 39,8 mm de euros. Esta mejora se debió principalmente a la evolución favorable de los saldos comercial y de servicios, que compensaron la ampliación del déficit de rentas.

Por el lado de la oferta, la producción industrial experimentó en enero una caída interanual del 5,6 % en términos de la serie ajustada de calendario y de estacionalidad, frente al 5 % de disminución media del cuarto trimestre de 2011, aunque su tasa intermensual en enero fue ligeramente positiva. Por su parte, los afiliados a la Seguridad Social en este sector acentuaron en febrero su ritmo de descenso interanual hasta el 4,2 %. En cambio, el índice de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea continuó su avance en febrero, en tanto que el índice PMI mantuvo en dicho mes un nivel más alto que en la última parte de 2011, si bien claramente inferior a 50, que marca la frontera entre la expansión y la contracción.

En cuanto a los servicios, la evolución de los indicadores del mercado de trabajo ha seguido deteriorándose en la etapa más reciente, pues las afiliaciones a la Seguridad Social retrocedieron en febrero un 0,9 % (una décima más que en enero). La cifra de negocios de este sector, en términos reales y ajustados de estacionalidad, disminuyó un 5 % interanual en enero, mostrando también un retroceso en términos de su tasa intermensual. En cuanto a los indicadores cualitativos, la media de sus registros en enero y febrero fue mejor que en el cuarto trimestre de 2011, tanto en el caso del indicador de confianza procedente de las encuestas de la Comisión Europea como en el del PMI, si bien en este segundo caso, como ocurría con la industria, el índice se situó por debajo de 50.

Por lo que respecta al conjunto del mercado de trabajo, el perfil de intensificación de la destrucción de empleo que se observó en el cuarto trimestre de 2011 se ha prolongado en los últimos meses. En particular, la cifra de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en febrero un 2,6 % (-2,4 % en enero), mientras que la tasa interanual de avance del número de desempleados se aceleró en 0,9 pp, hasta el 9,6 % (véase gráfico 2).



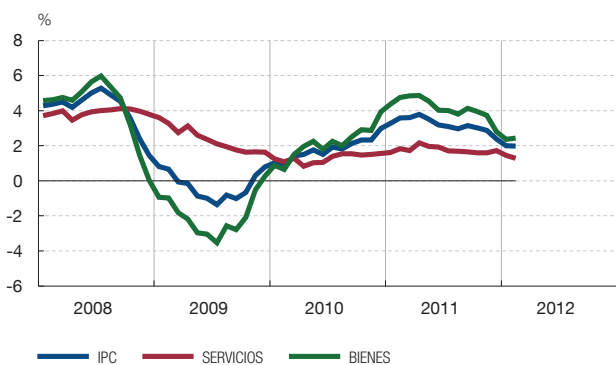
FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a Último dato: enero de 2012.

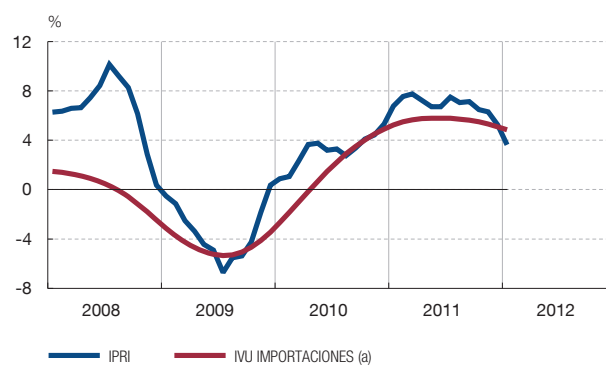
En el ámbito de la política fiscal, en las últimas semanas se han conocido los datos de cierre de 2011 del Estado, Seguridad Social y Comunidades Autónomas (CCAA). En términos de Contabilidad Nacional (CN), el Estado acumuló en el año 2011 un déficit de 31,3 mm de euros, esto es, el 2,9 % del PIB, resultado que excede en tres décimas al objetivo fijado. En términos de contabilidad de caja, el deslizamiento tuvo una magnitud similar (véase gráfico 3). Tanto los gastos como, sobre todo, los ingresos contribuyeron a esta desviación. Por su parte, el Sistema de Seguridad Social acumuló, en términos de derechos y obligaciones reconocidas, un déficit de 681 millones de euros hasta diciembre de 2011, lo que supone un sustancial deterioro con respecto al cierre de 2010, e implica una desviación negativa de 5,3 mm de euros con respecto al saldo inicialmente presupuestado, debida, sobre todo, a la debilidad de las cotizaciones sociales. Respecto a las CCAA, los datos de ejecución presupuestaria publicados el pasado 29 de febrero muestran un déficit del 2,2 % del PIB en 2011, que supera en ocho décimas al presupuestado y coincide con el observado en 2010, con lo que el ajuste presupuestario habría sido nulo en porcentaje del PIB. La desviación observada con respecto a los presupuestos iniciales se debió a la desfavorable evolución de los ingresos no financieros (que se situaron un 1,1 % del PIB por debajo del objetivo), siendo los impuestos indirectos y las transferencias corrientes las partidas que registraron un peor comportamiento. Por su parte, los gastos no financieros fueron inferiores en un 0,3 % del PIB a lo presupuestado.

Se dispone ya de los datos relativos a la ejecución presupuestaria del Estado y de la Seguridad Social en enero de 2012. En dicho mes, el Estado registró un déficit de 9,3 mm de euros en términos de Contabilidad Nacional (y de 9 mm en términos de caja), cifras que suponen un incremento de los saldos negativos con respecto a los registrados un año antes. En todo caso, las cifras de enero habitualmente son poco representativas del comportamiento del saldo presupuestario del Estado en el conjunto del año, y además se encuentran distorsionadas este año por determinados factores transitorios. Por su parte, la Seguridad Social arrojó un superávit de 2,8 mm, siendo en este caso también escasamente representativo de la trayectoria que puede anticiparse para el resto del ejercicio. En relación con 2012, también hay que destacar que el Parlamento ha aprobado el techo de gasto no financiero del Estado para ese año (en un nivel de 155.449 millones) y que el objetivo de déficit del conjunto de las AAPP en 2012 ha quedado establecido en el 5,3 % del PIB. Por último, en las últimas semanas el Gobierno ha puesto en marcha distintos mecanismos de apoyo a las CCAA y CCLL con el fin de facilitar la refinanciación de sus deudas previas o el pago a los acreedores comerciales.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

Precios y costes

La información salarial más reciente, relativa al desarrollo de la negociación colectiva en los dos primeros meses de 2012, muestra un incremento de tarifas del 2,3 %, lo que representa una leve desaceleración con respecto al año anterior. Como ocurre habitualmente en los primeros meses de cada ejercicio, casi todos los convenios registrados en enero y febrero son acuerdos revisados, esto es, se trata de convenios de carácter plurianual que, habiendo sido firmados en ejercicios anteriores, siguen teniendo efectos económicos en 2012, por lo que la estadística de convenios no recoge aún el impacto del II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, que firmaron los agentes sociales en enero.

En el mes de febrero, el IPC mantuvo inalterado su ritmo de crecimiento interanual en el 2 % (véase gráfico 4). Los precios de la energía, bienes industriales no energéticos y servicios disminuyeron en una décima su ritmo de avance, hasta tasas interanuales del 7,9 %, 0,1 % y 1,3 %, respectivamente. Entre las rúbricas de alimentos, el incremento de los elaborados permaneció en el 2,8 %, mientras que el de los no elaborados se aceleró en ocho décimas, hasta el 1,8 %. La evolución conjunta de los componentes menos volátiles se tradujo en un descenso de una décima de las tasas tanto del IPSEBENE como del IPC sin energía, que se situaron en ambos casos en el 1,2 %. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de España recortó en una décima su avance interanual en febrero, hasta el 1,9 %. Dado que en el área del euro el IAPC mantuvo su tasa de crecimiento en el 2,7 %, el diferencial de inflación negativo respecto a la UEM se amplió una décima, hasta -0,8 pp. En febrero, todos los principales componentes del IAPC mostraron en España tasas de variación inferiores a las registradas en el área del euro.

El índice general de precios industriales volvió a desacelerarse en enero, hasta aumentar un 3,6 % interanual, 1,6 pp menos que el mes anterior. La moderación de los precios fue generalizada por componentes, excepto en el caso de los bienes de consumo duradero. Aunque los precios de la energía se moderaron con intensidad, también la tasa interanual del índice general sin energía disminuyó, hasta el 1,8 %, seis décimas menos que en diciembre. En enero, los precios de las exportaciones, aproximados a través de los IVU, aumentaron un 2 % interanual, casi 3 pp por debajo de la tasa observada en el cuarto trimestre de 2011, debido a la moderación de los precios de la energía y de los precios de los otros bienes intermedios. Los IVU de importación también se ralentizaron, pues mostraron una tasa interanual del 5,5 % en enero, más de 3 pp por debajo de la del cuarto trimestre del pasado ejercicio. Asimismo, los índices de precios industriales de exportación

Evolución económica y financiera en la UEM

e importación, elaborados por el INE, se desaceleraron en enero, hasta mostrar unas tasas interanuales del 2,9 % y del 5,5 %, respectivamente.

Los mercados financieros internacionales, que habían mostrado cierta debilidad al inicio de marzo en el contexto del canje de la deuda griega, consolidaron, a lo largo del mes, el tono positivo que registran desde el principio del año con el cierre favorable de dicha operación, la publicación de datos macroeconómicos favorables, principalmente en Estados Unidos, y los resultados de las pruebas de esfuerzo para los principales bancos en ese país. Así, las principales bolsas registraban hacia final de mes niveles algo por encima de los de finales de febrero. En los mercados cambiarios se registró una apreciación del dólar frente a las principales divisas de economías desarrolladas, aunque se mantuvo estable —con la excepción de Brasil— frente a las emergentes. La volatilidad continuó reduciéndose, mientras que las primas de riesgo de impago y los tipos a largo experimentaron un cierto repunte, después de varios meses muy estables. Los diferenciales soberanos de las economías emergentes prolongaron la tendencia descendente y los capitales hacia estas economías continuaron fluyendo con intensidad. Por su parte, los precios de las materias primas permanecen en niveles elevados, favorecidos por un aumento de la demanda de las economías emergentes. En particular, el precio del barril de crudo Brent siguió elevándose, hasta situarse por encima de los 125 dólares, si bien esta evolución estuvo influida por los temores asociados a las tensiones en algunos países productores.

En Estados Unidos, de acuerdo con la estimación preliminar, el PIB del cuarto trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 3 % (1,6 % en términos interanuales) apoyado en el consumo privado, la inversión fija y la variación de existencias, y a pesar de la contribución negativa del gasto público. Los indicadores más recientes siguen sugiriendo una recuperación a ritmo moderado, aunque algunos de ellos ofrecen una perspectiva más favorable. La producción industrial se estancó en febrero, y la utilización de la capacidad productiva retrocedió ligeramente. Por su parte, el gasto en consumo siguió ralentizándose en enero en términos interanuales y la confianza del consumidor se moderó ligeramente en marzo. Los datos del mercado laboral consolidaron una senda positiva con la creación de 227.000 puestos de trabajo y el mantenimiento de la tasa de paro en el 8,3 %. Por su parte, algunos indicadores del mercado inmobiliario han mostrado recientemente una cierta mejoría, si bien las series se mantienen en mínimos históricos y continúan el ajuste a la baja de los precios y la vigencia de duras condiciones crediticias. La inflación, medida por el IPC, se mantuvo sin cambios en febrero en el 2,9 % en tasa interanual, mientras que la tasa subyacente se redujo una décima, hasta el 2,2 %. La Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0 % al 0,25 %, las políticas de recomposición de balance y reinversión de bonos del tesoro y MBS en su cartera, y siguió anticipando que el tipo objetivo permanecerá en niveles excepcionalmente reducidos hasta finales de 2014.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre se revisó al alza, suavizando así el ritmo de descenso hasta el 0,2 % trimestral (-0,6 % interanual), gracias a la fuerte expansión de la inversión no residencial. Los indicadores del primer trimestre apuntan a una recuperación de la actividad manufacturera (gracias a los apoyos públicos al sector del automóvil y a la normalización de la actividad tras las inundaciones de Tailandia) y de los servicios. Asimismo, el déficit comercial se redujo en febrero gracias a la incipiente recuperación de las exportaciones. Por su parte, a pesar de la mejora del empleo, la tasa de paro aumentó en enero hasta el 4,6 %. En el mismo mes, la inflación, medida por el IPC, repuntó hasta el 0,1 % interanual, si bien su tasa subyacente se mantuvo en territorio deflacionario (-0,8 %). El Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en niveles mínimos y el programa de compra de

activos en 30 billones de yenes (6,4 % del PIB), si bien incrementó en 2 billones de yenes, hasta los 5,5 billones (1,1 % del PIB) la facilidad de crédito destinada a fortalecer las bases del crecimiento económico.

En el Reino Unido, la estimación revisada del PIB del cuarto trimestre confirmó una contracción del 0,2 % trimestral (expansión del 0,7 %, en términos interanuales), siendo la recuperación del consumo y la aportación positiva del sector exterior insuficientes para compensar la contracción de la inversión privada. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una cierta mejoría de la actividad en el primer trimestre de 2012. La producción industrial y los índices de gestores de compras (PMI) registraron avances en el inicio del año, al igual que las ventas minoristas, si bien se han corregido ligeramente en febrero y la confianza del consumidor detuvo su caída. Por otro lado, el mercado laboral sigue dando muestras de fragilidad, pues, si bien la tasa de paro se mantuvo en el 8,4 % en enero, las peticiones de prestaciones por desempleo continuaron aumentando en febrero. La inflación, medida por el IPC, se redujo hasta el 3,4 % en febrero, mientras que la tasa subyacente se moderó hasta el 2,4 %, por el efecto base del aumento del tipo del IVA en enero de 2011. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 0,5 %, así como su plan de compras de activos, que alcanzará un volumen de 325 mm de libras en abril. En el plano fiscal, se presentó el Presupuesto 2012, sin cambios significativos con respecto al plan programado.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció, en promedio, un 2,8 % en el cuarto trimestre, por debajo del 3,4 % registrado en el tercero. La desaceleración de la actividad fue especialmente acusada en la República Checa y en Rumanía, mientras que los países bálticos y Polonia han mantenido un mayor dinamismo. Por otra parte, la tasa de inflación armonizada de la región aumentó en enero una décima, hasta el 3,8 % interanual, debido al incremento de los precios en Hungría y en la República Checa. En este contexto, los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios en el conjunto de la región. Finalmente, el ECOFIN del 13 de marzo decidió suspender los fondos de cohesión a Hungría a partir de 2013, salvo que este país adopte medidas correctivas para reducir el déficit al 2,5 % en 2012.

En China, tras la desaceleración del crecimiento del PIB hasta el 8,9 % interanual en el cuarto trimestre, los datos más recientes tanto de producción industrial como de ventas minoristas apuntarían a una prolongación de esta tendencia. Además, la balanza comercial registró un elevado déficit en febrero, derivado de la ralentización de las exportaciones, fundamentalmente por el retroceso de las destinadas al mercado europeo. La inflación se moderó notablemente en febrero, hasta el 3,2 %, y se espera que el proceso continúe en los próximos meses. Finalmente, se ha reducido el objetivo oficial de crecimiento del PIB para 2012 hasta el 7,5 % interanual, inferior al 8 % mantenido desde 2005. En los demás países de Asia emergente, el crecimiento del PIB se moderó hasta el 4,3 % interanual en el cuarto trimestre, con un deterioro de la producción industrial en enero, que vino acompañado por un incremento de las exportaciones en febrero. En ese mismo mes, continuó la moderación general de la inflación. En este contexto, en marzo solo Filipinas redujo su tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 4 %.

En América Latina las estimaciones preliminares del PIB del cuarto trimestre de 2011 siguieron reflejando una desaceleración interanual del crecimiento en Brasil (hasta el 1,4 %), México (3,7 %) y Perú (5,5 %), mientras que en Venezuela se observó una apreciable recuperación, hasta el 4,9 % interanual. La inflación de la región se situó en febrero en el 6,6 % (0,3 pp por debajo del registro de enero), como resultado principalmente de la reducción de 0,4 pp, hasta el 5,8 %, en Brasil. En este contexto, su banco central

redujo el tipo objetivo en 75 pb, hasta el 9,75 %, mientras que el de Colombia volvió a subir 25 pb, hasta el 5,5 %. Por otra parte, en Brasil se endurecieron los controles de capital, extendiéndose el impuesto sobre transacciones financieras (IOF, por sus siglas en portugués) para emisiones de deuda con plazos hasta cinco años y sobre los adelantos a las exportaciones con plazo superior a 360 días, mientras que los bancos centrales de Perú y de Colombia continuaron interviniendo directamente en los mercados cambiarios comprando dólares. Por último, el Gobierno argentino anunció iniciativas legislativas para la modificación parcial de la Ley de Convertibilidad, así como para reformar la Carta Orgánica del banco central.

En la zona del euro, por su parte, la segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó que el PIB se redujo un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2011, tras haber aumentado un 0,1 % en los tres meses anteriores. En línea con la debilidad de la actividad, el empleo empeoró, de forma que el número de ocupados disminuyó un 0,2 %. La contracción de la actividad se extendió a todos los componentes de la demanda interna y a las exportaciones. De esta forma, la primera tuvo una contribución negativa de 0,6 pp a la variación del PIB, de los cuales 0,2 pp correspondieron a la variación de existencias, mientras que el saldo neto exterior registró una aportación positiva de 0,4 pp, ya que la pérdida de vigor de las exportaciones se vio compensada por una reducción en mayor escala de las importaciones. En el conjunto del año, el PIB creció un 1,5 %, frente al 1,8 % de 2010. En su último ejercicio de previsión de marzo, el BCE revisó a la baja el rango para el PIB, situándolo entre el -0,5 % y el 0,3 % para 2012, y entre el 0,0 % y el 2,2 % para el año 2013. Estas perspectivas siguen estando sujetas a riesgos a la baja, relacionados principalmente con las posibles tensiones en los mercados de deuda soberana y su transmisión al sector real, aunque también con posibles subidas adicionales de los precios de las materias primas.

La información coyuntural refleja signos de estabilización de la actividad en los primeros meses del año, aunque aún a niveles bajos. Por el lado de la oferta, la producción industrial creció en enero un 0,2 % y los pedidos industriales cayeron un 2,3 % en relación con el mes anterior (véase cuadro 1). Los indicadores cualitativos experimentaron tímidos avances durante los primeros meses del año. Así, los índices de confianza relativos a la industria, elaborados por la Comisión Europea, y las encuestas de directores de compras de febrero mejoraron por tercer mes consecutivo, aunque la información provisional de esta última encuesta registró un nuevo empeoramiento en marzo. Por su parte, los correspondientes a los servicios mostraron una ligera contracción en febrero y marzo, tras el progreso experimentado en enero. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor aumentaron un 0,3 % en enero, pero se produjo una abrupta caída de las matriculaciones de automóviles en dicho mes, observándose síntomas de recuperación en los indicadores de confianza de los consumidores en febrero y marzo y de los minoristas de febrero. Por su parte, la valoración de la cartera de pedidos mejoró en febrero respecto a los valores tan negativos registrados en los dos meses anteriores. Finalmente, las ventas al exterior, según información procedente de la balanza de pagos, aumentaron en enero, mientras que la valoración de la cartera de pedidos de exportación mantuvo en febrero el tono de debilidad de los últimos meses.

La inflación del área del euro permaneció en febrero en el 2,7 %, ya que la mayor tasa del IAPC de los alimentos no elaborados, de los bienes industriales no energéticos y de la energía se vio compensada con la disminución de la de los servicios (véase gráfico 5). De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se mantuvo en el 1,9 %. Los precios industriales se redujeron en enero seis décimas, hasta el 3,7 %.

		2011			2012		
		Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	1,0	0,2	-1,8	-1,2		
	Comercio al por menor	-0,7	-1,4	-1,1	0,0		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-0,6	-3,3	-1,1	-13,3	-14,8	
	Indicador de confianza de los consumidores	-20,1	-20,5	-21,3	-20,7	-20,3	-19,0
	Indicador de confianza industrial CE	-6,6	-7,3	-7,2	-7,0	-5,8	
	PMI de manufacturas	47,1	46,4	46,9	48,8	49,0	47,7
	PMI de servicios	46,4	47,5	48,8	50,5	48,8	48,7
	IAPC	3,0	3,0	2,7	2,7	2,7	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	2,6	2,0	1,5	2,5		
	M1	1,7	2,1	1,6	2,0		
	Crédito a los sectores residentes	1,6	0,8	1,0	1,4		
	AAPP	-0,4	0,3	3,5	4,8		
	Otros sectores residentes	2,1	0,9	0,4	0,7		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	2,2	2,1	1,5	1,3		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	1,8	1,5	1,1	0,7		
	Eonia	0,96	0,79	0,63	0,38	0,37	0,36
	Euríbor a tres meses	1,58	1,48	1,43	1,22	1,05	0,88
	Euríbor a un año	2,11	2,04	2,00	1,84	1,68	1,52
	Rendimiento bonos a diez años	4,09	4,41	4,11	3,92	3,75	3,27
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,95	-2,37	-2,11	-1,95	-1,79	-1,15
	Tipo de cambio dólar/euro	1,371	1,356	1,318	1,290	1,322	1,316
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-14,6	-16,6	-17,1	4,3	8,4	9,2

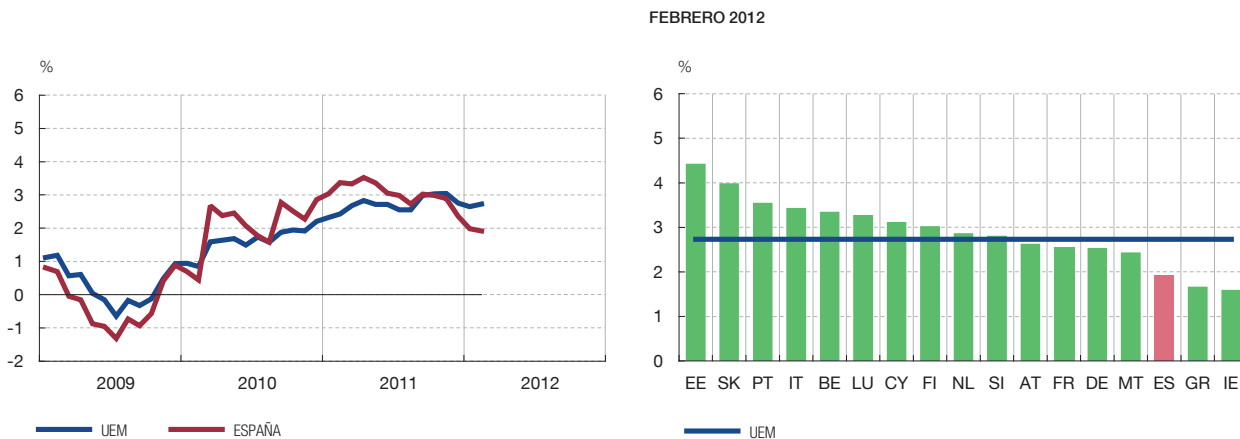
FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

- 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 22 de marzo de 2012.
c Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO

Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

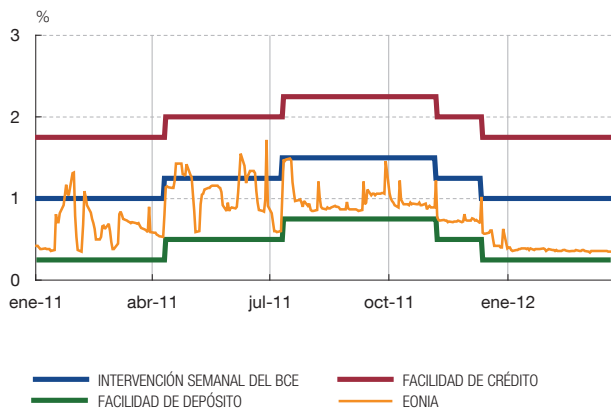
El Banco Central Europeo, en su ejercicio de previsión de marzo, revisó notablemente al alza la inflación en 2012, hasta situarla entre el 2,1 % y el 2,7 %, y entre el 0,9 % y 2,3 % para el conjunto del año 2013, debido a los anuncios de incrementos en los impuestos indirectos y sobre todo a los recientes aumentos de los precios de la energía, que, de acuerdo con los actuales precios de los futuros del mercado del petróleo, se prevé que persistan en los próximos meses. Los riesgos para estas proyecciones se consideran equilibrados.

El Consejo Europeo confirmó el 2 de marzo las prioridades de política económica establecidas por la Comisión en el Informe Anual de Crecimiento del pasado mes de noviembre, para promover un crecimiento sostenible y compatibilizarlo con la necesaria consolidación fiscal. Los Estados miembros deberán identificar ahora en sus planes de reforma y estabilidad las medidas específicas que tienen intención de adoptar. Por su parte, la UE se comprometió a impulsar la plena realización del Mercado Único mediante una traslación completa de la Directiva de Servicios y del Mercado Único Digital para el año 2015 y el fomento de la innovación y la investigación. En paralelo, los jefes de Estado y de Gobierno de los países del área del euro y la mayoría de los otros Estados miembros firmaron, el 2 de marzo, el nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM, que ya se había aprobado en la reunión informal del 30 de enero. El Tratado persigue reforzar la disciplina fiscal y profundizar en la coordinación económica, y entrará en vigor en enero de 2013, siempre y cuando lo hayan ratificado al menos 12 Estados miembros de la zona del euro.

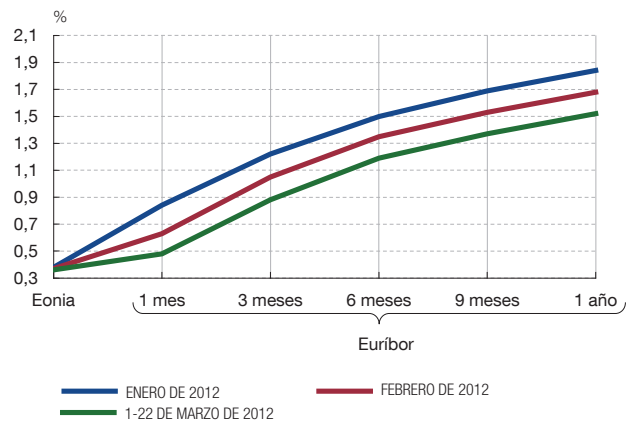
El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de marzo, mantener los tipos de interés oficiales en el 1 % para las operaciones principales de financiación, y en el 0,25 % y el 1,75 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 6). Además, acordó la readmisión de los instrumentos negociables de deuda emitidos o garantizados por el Estado griego como colaterales en las operaciones en el Eurosistema, que se habían suspendido temporalmente a finales de febrero. En la línea de favorecer la estabilización de los mercados financieros, el 29 de febrero tuvo lugar la segunda subasta a 36 meses con adjudicación plena (LTRO), por la que el Eurosistema prestó 529,5 mm de euros a un total de 800 entidades, superando los 489 mm de euros de la primera operación de diciembre.

La prolongación de la orientación expansiva de la política monetaria y, singularmente, el uso decidido de una serie de instrumentos no convencionales para bloquear peligrosos canales de retroalimentación entre riesgos bancarios y soberanos que, de activarse, habrían puesto en peligro la estabilidad de precios en el área; los esfuerzos de consolidación fiscal y de activación de reformas estructurales en un conjunto de países de la zona del euro; y los progresos realizados para fortalecer la gobernanza económica, están teniendo un impacto positivo sobre la evolución de los mercados financieros. A este proceso también ha contribuido el éxito de la reestructuración de la deuda griega. El canje realizado en marzo supuso una reducción del 53,5 % del valor nominal de los bonos en carteras privadas y se estima una quita en términos de valor presente descontado en torno al 70 %-75 %. La suscripción de este acuerdo fue muy elevada, si bien fue necesaria la activación por parte del Gobierno heleno de las cláusulas de acción colectiva, lo que ha llevado a que haya sido considerado un evento de crédito por la International Swap and Derivatives Association, activándose los CDS, al tiempo que las agencias de calificación de riesgo lo han considerado un impago selectivo. La culminación con éxito de esta operación permitió que el 14 de marzo se aprobara formalmente el segundo programa de ayuda a Grecia, con una dotación de 130 mm

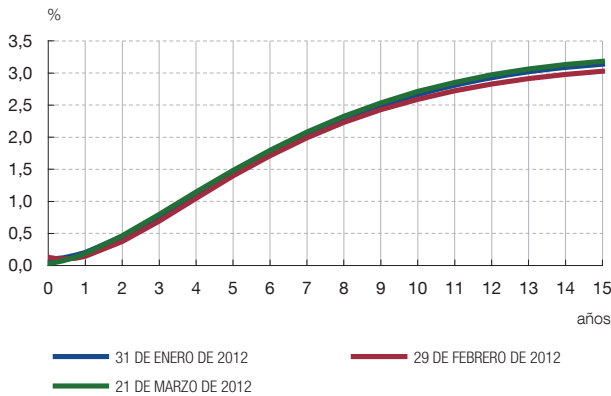
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



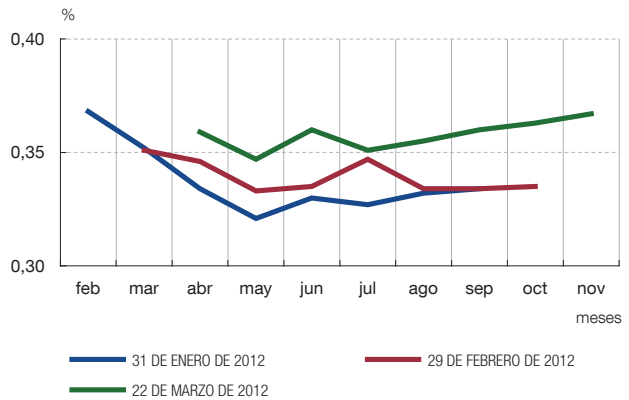
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

de euros para el período 2012-2015, como se había acordado inicialmente, eliminándose una de las fuentes de incertidumbre que afectaba a la evolución de los mercados financieros. Fruto de todo ello, los diferenciales de deuda soberana, y en especial los griegos, están relajándose desde los máximos alcanzados a finales del año pasado. La mayor estabilidad financiera también se está trasladando a los mercados monetarios. Así, el diferencial del euríbor con respecto de las rentabilidades de las operaciones *repo* continuó con la tendencia decreciente experimentada desde finales de enero, situándose en 111,4 pb en el caso de las operaciones a doce meses. El estrechamiento respondió a una reducción más acusada de los tipos euríbor, que, en los plazos de tres meses y un año, se situaron en el mes de marzo en el 0,88 % y el 1,52 %, respectivamente, niveles mínimos solo alcanzados a finales de 2010. Respecto a los mercados de renta variable, el índice Dow Jones EUROSTOXX mantuvo la tónica de recuperación iniciada a comienzos del año, acumulando una rentabilidad desde enero del 9,2 %, mientras que en el mercado de divisas el euro permaneció en niveles en torno a 1,32 dólares/euro (véase gráfico 7).

En relación con los agregados crediticios, los préstamos al sector privado no financiero mantuvieron un avance moderado en enero. Los préstamos ajustados de titulización y ventas concedidos a empresas no financieras continuaron desacelerándose, creciendo un



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

%

	2008	2009	2010	2011		2012		
	Dic	Dic	Dic	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar (a)
TIPOS BANCARIOS (b)								
HOGARES E ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	5,83	2,62	2,66	3,72	3,66	3,80
Crédito para consumo y otros fines	8,83	6,96	6,35	7,22	7,29	7,87
Depósitos	2,79	1,39	1,70	1,73	1,72	1,78
SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
Crédito (c)	4,87	2,95	3,24	3,91	4,02	3,68
MERCADOS FINANCIEROS (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,18	0,80	3,05	4,58	3,40	2,15	1,32	0,98
Deuda pública a cinco años	3,46	2,73	4,64	5,49	4,63	4,12	3,80	3,72
Deuda pública a diez años	3,86	3,80	5,37	6,19	5,50	5,40	5,11	5,09
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,81	0,62	2,47	4,22	3,43	3,44	3,25	3,23
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	2,87	0,72	1,70	2,69	2,69	2,58	2,18	2,14
IBEX 35 (f)	-39,43	29,84	-17,43	-14,30	-13,11	-0,67	-1,17	-2,48

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 22 de marzo de 2012.

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, no 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 2010.

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

tímido 0,8 % en enero, mientras que los préstamos a los hogares progresaron a un ritmo más estable, aunque reducido también (2,1 %). Por último, el agregado monetario amplio M3 avanzó en enero a una tasa interanual del 2,5 %, un punto superior a la del mes anterior. Esta aceleración del M3 fue generalizada entre los distintos componentes, con una fuerte recuperación de los depósitos a plazo de los hogares y de las empresas no financieras.

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

CUADRO 3

	2012	2009	2010	2011		2012
	Ene (b)	Dic	Dic	Nov	Dic	Ene
FINANCIACIÓN TOTAL	2.872,5	4,1	3,2	1,1	1,3	1,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.121,9	-0,8	0,5	-2,2	-2,5	-2,6
Hogares e ISFLSH	866,2	-0,3	0,2	-2,2	-2,4	-2,5
<i>De la cual:</i>						
<i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>	663,7	0,2	0,7	-1,2	-1,7	-1,8
<i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>	199,4	-1,9	-1,3	-5,2	-4,6	-4,6
Sociedades no financieras	1.255,7	-1,2	0,7	-2,3	-2,6	-2,6
<i>De la cual:</i>						
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i>	836,2	-3,5	-1,0	-4,5	-5,0	-5,1
<i>Valores de renta fija (d)</i>	65,7	36,3	11,0	5,3	7,8	8,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	750,6	29,3	13,8	12,7	14,3	14,6
Valores a corto plazo	94,1	62,7	2,5	3,6	9,1	7,1
Valores a largo plazo	530,6	27,5	15,4	14,4	15,4	16,4
Créditos y resto	125,9	14,5	17,7	13,6	14,0	13,3

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.

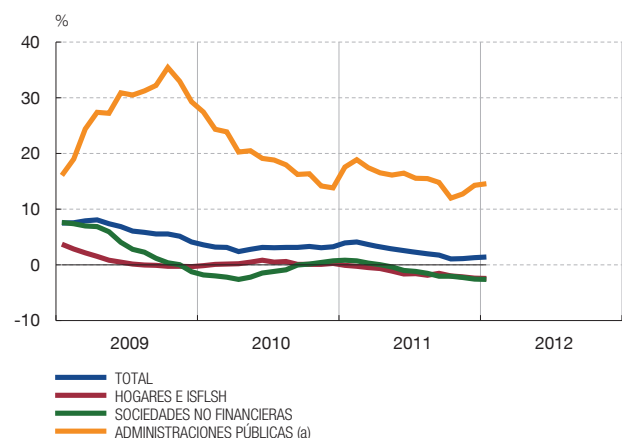
**Evolución financiera
en España**

En la parte transcurrida de marzo, las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores no financieros residentes se han situado, en promedio, en torno a los niveles de finales de febrero, aunque en los días previos a la fecha de cierre de este informe registraron un cierto repunte. Por su parte, los índices bursátiles nacionales descendieron ligeramente durante este mismo período. Asimismo, los últimos datos disponibles de los balances de los distintos agentes no financieros, correspondientes a enero, muestran una pequeña aceleración de los pasivos de las AAPP, un ritmo de contracción de la financiación a hogares y sociedades prácticamente igual al de diciembre de 2011 y una nueva desaceleración de sus activos más líquidos. La información provisional correspondiente a febrero muestra una continuidad de la pauta de descenso de los activos y pasivos de empresas y familias.

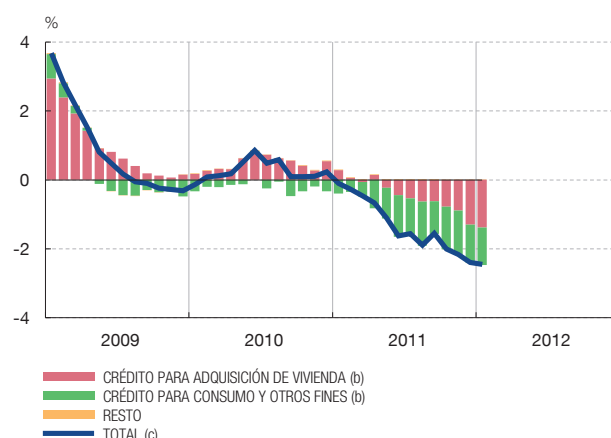
En los días transcurridos de marzo, las rentabilidades de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en media, en el 0,98% y el 5,09%, respectivamente, lo que supone una reducción de 34 pb y 2 pb respecto a las correspondientes cifras de febrero (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad entre la deuda española a diez años y la referencia alemana al mismo plazo y la prima media de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras apenas variaron, en promedio, durante el mismo período, con unos niveles de 323 pb y 214 pb, respectivamente, que siguen en registros elevados.

En el mercado bursátil, el IBEX 35 perdía, en la fecha de cierre de este artículo, un 1,3% respecto al nivel alcanzado a finales de febrero, una evolución más desfavorable que la registrada por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM y el S&P 500 de las de Estados Unidos, que durante el mismo período se revalorizaron un 0,7% y un 2%, respectivamente.

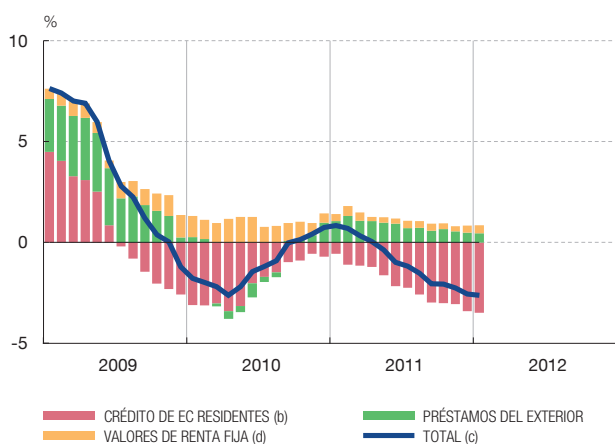
CRECIMIENTO INTERANUAL



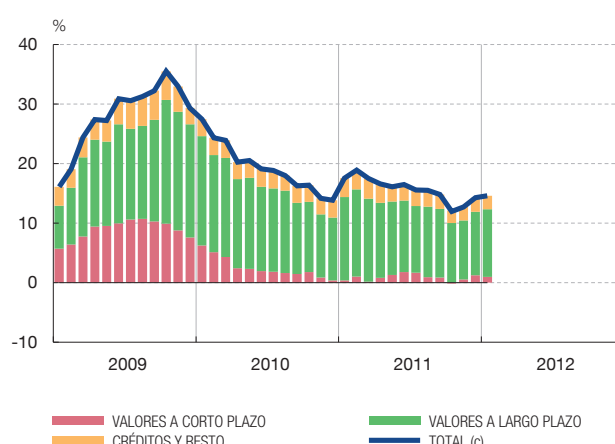
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

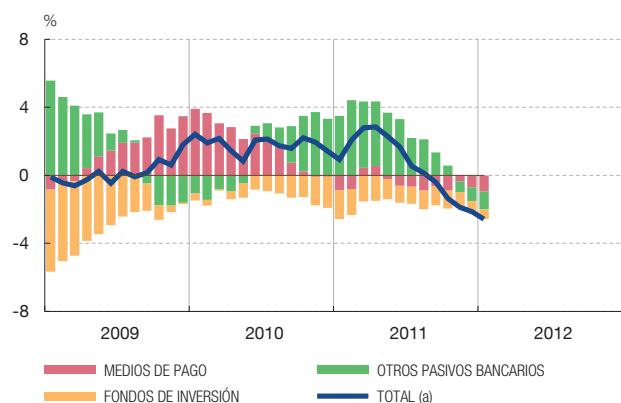
- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b Incluye los créditos titulizados.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras.

De esta manera, el índice español acumulaba una minusvalía del 2,5 % en la parte transcurrida del año, en contraste con las ganancias del 9,2 % y el 10,8 % que presentaban las referencias europea y norteamericana, respectivamente.

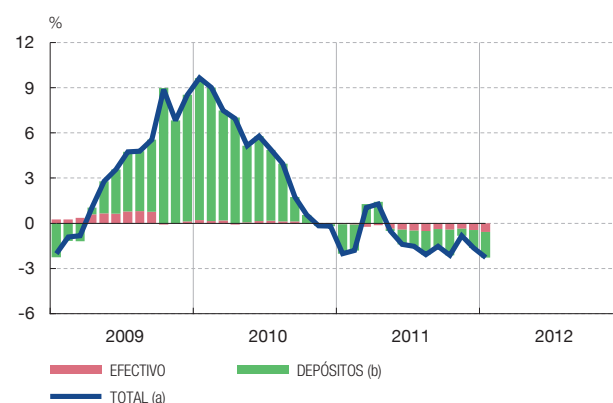
Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, correspondientes a enero, muestran un encarecimiento de 14 pb y de 58 pb en el coste de los fondos concedidos a las familias para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines, lo que los situó en el 3,8 % y el 7,87 %, respectivamente. En contraste, el precio de los créditos otorgados a las empresas disminuyó en 34 pb, hasta el 3,68 %. Por su parte, la rentabilidad de los nuevos depósitos de los hogares fue del 1,78 %, lo que supone un aumento de 6 pb en comparación con el mes anterior.

En enero, la tasa de avance interanual de la financiación recibida por los sectores residentes no financieros aumentó hasta el 1,4 %, frente al 1,3 % del mes anterior (véanse cuadro 3 y

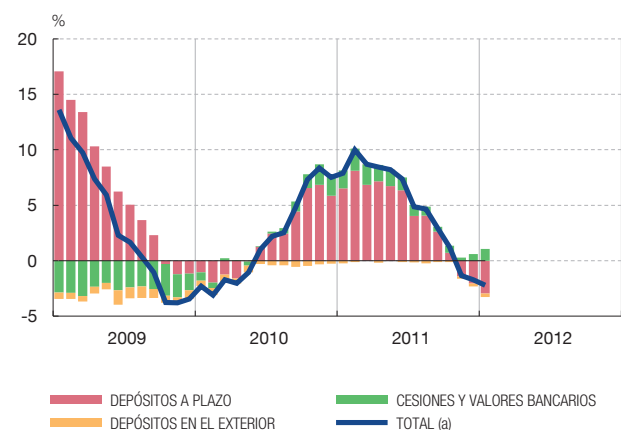
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS. CONTRIBUCIONES



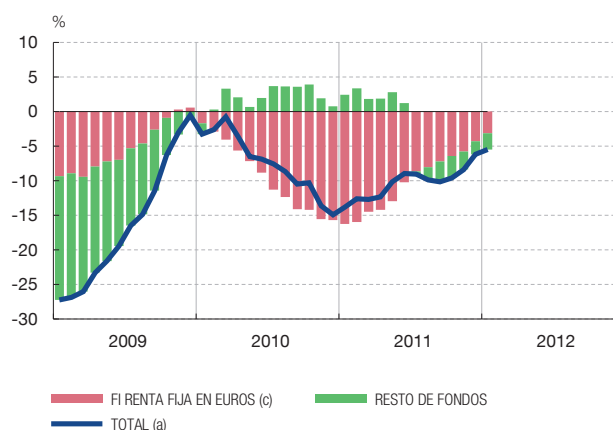
MEDIOS DE PAGO. CONTRIBUCIONES



OTROS PASIVOS BANCARIOS. CONTRIBUCIONES



FONDOS DE INVERSIÓN. CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

a Crecimiento interanual.

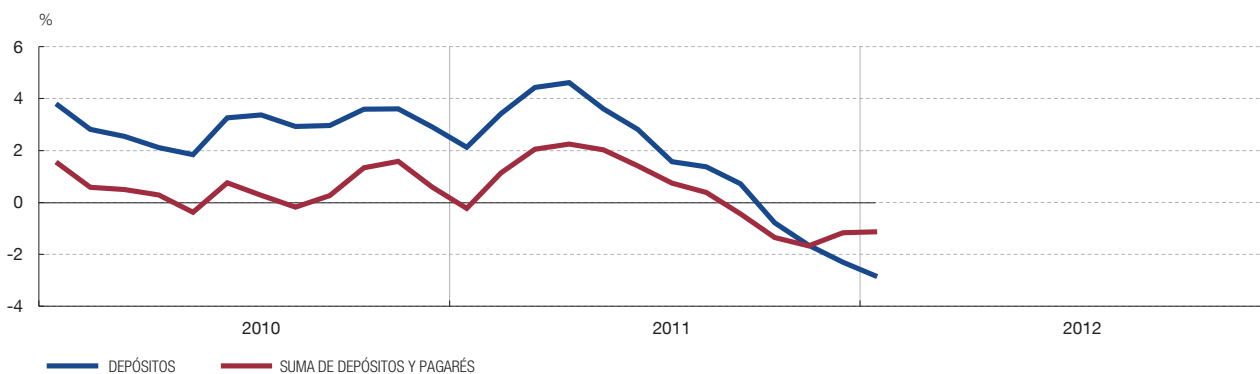
b Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.

c La serie incluye las categorías Fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

gráfico 8). Esta evolución fue resultado del mayor dinamismo de los pasivos de las Administraciones Públicas y de la práctica estabilidad en el ritmo de retroceso de los fondos captados por los hogares y las sociedades.

Los pasivos de las familias se contrajeron, en enero, un 2,5% con respecto a un año antes. La desagregación por finalidades muestra que la tasa de variación interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda fue del -1,8%, apenas una décima más de caída que en el mes anterior, mientras que los recursos obtenidos para consumo y otros fines decrecieron un 4,6%, el mismo ritmo que en diciembre de 2011. Por su parte, los fondos recibidos por las sociedades no financieras disminuyeron un 2,6%, como resultado de una contracción del 5,1% de los créditos otorgados por las entidades residentes y un mayor dinamismo de las emisiones netas de valores de renta fija, que se expandieron un 8,8% en comparación con el mismo período del ejercicio anterior. De acuerdo con la información provisional disponible, en febrero se habría intensificado algo la contracción de la financiación a los hogares, mientras que, por el contrario, se habría moderado ligeramente el descenso de los préstamos concedidos a las empresas.

TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL



FUENTE: Banco de España.

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas se elevó hasta el 14,6 % en enero, frente al 14,3 % registrado el mes precedente. Por instrumentos, se observa una evolución diferenciada, con un mayor dinamismo de los valores a largo plazo y una moderación en el ritmo de expansión del resto de los pasivos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares siguieron desacelerándose en enero (véase gráfico 9). El desglose por instrumentos muestra una continuidad en las tendencias observadas en meses anteriores, con descensos algo más intensos de los depósitos a plazo y los medios de pago, y una menor contracción del patrimonio de los fondos de inversión. La información provisional correspondiente a febrero apunta a un mantenimiento de estas mismas pautas. Como muestra el gráfico 10, los efectos del retroceso de los depósitos, a partir del verano pasado, sobre los pasivos de la banca se están viendo compensados parcialmente por un comportamiento más dinámico de los pagarés emitidos por las entidades.

22.3.2012.