

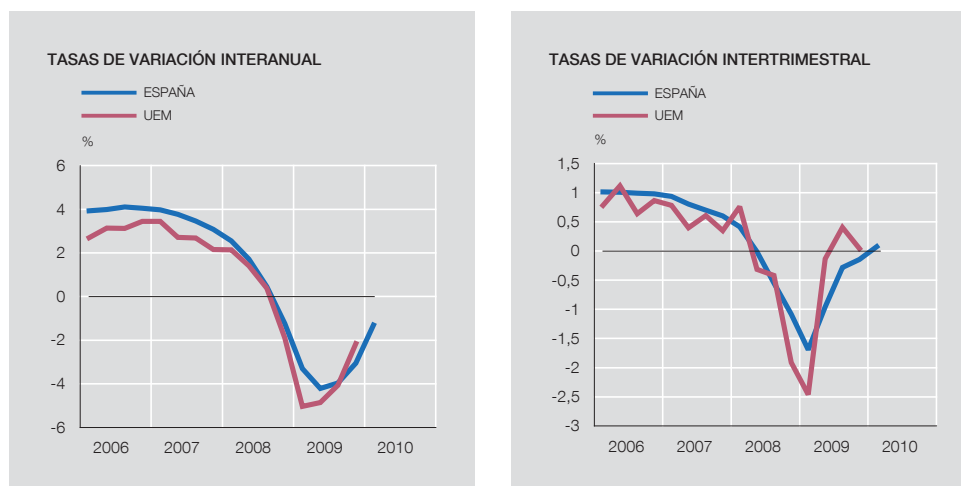
# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

La economía española experimentó en 2009 una acusada contracción, que alcanzó su punto álgido en el primer trimestre; a partir de entonces se moderó, hasta cerrar el año con un descenso del PIB del 0,1%, en términos de su tasa intertrimestral. En el conjunto del año, la producción disminuyó un 3,6%, en respuesta a una demanda nacional que cayó más de un 6% anual, mientras que la demanda exterior neta, con una aportación positiva de 2,8 puntos porcentuales (pp), contribuyó a amortiguar el impacto negativo de aquella sobre el PIB.

En los primeros meses de 2010 prosiguió la mejora gradual de la economía española, en un entorno caracterizado por la progresiva recuperación de la economía mundial, la continuación de los efectos de las medidas públicas de apoyo a la demanda y el aumento en la confianza de los agentes. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que, en el primer trimestre, el PIB pasó a crecer un 0,1%, en términos de su tasa intertrimestral, tras seis trimestres consecutivos de bajadas. No obstante, en términos de la tasa interanual, que mide con algún desfase la situación coyuntural, el producto habría descendido un 1,3%. Por el lado del gasto, la demanda nacional atenuó su ritmo de descenso, hasta el -2,6% (-5% en el período de octubre-diciembre) y la demanda exterior neta redujo su aportación positiva, hasta 1,4 pp (2,2 pp en los tres meses anteriores), con una recuperación tanto de las exportaciones como de las importaciones. Los planes de apoyo al sector privado incidieron en la reactivación de algunos componentes del gasto, en particular del consumo de los hogares, aunque su impacto se ha ido reduciendo, mientras que la finalización de los proyectos vinculados al Fondo Estatal de Inversión Local se reflejó en un cierto retroceso de la inversión en construcción no residencial. En sintonía con este panorama, todas las ramas productivas mantuvieron un tono algo menos deprimido que en trimestres anteriores y el empleo también atenuó su ritmo de descenso, hasta registrar un retroceso en su tasa interanual del 3,6%, según la EPA. No obstante, la tasa de paro experimentó un nuevo repunte en el primer trimestre, hasta el 20%, debido, en parte, a la ralentización en el ritmo de descenso de la población activa. Con el trasfondo de bajo crecimiento y de debilidad de la recuperación, la inflación prolongó su pauta de moderación. La tasa de variación del IPC repuntó en los primeros meses de 2010 (1,4% en marzo), como consecuencia del encarecimiento de la energía, en tanto que el IPSEBENE mantuvo tasas de variación prácticamente nulas. El indicador adelantado del IAPC muestra un aumento de la tasa interanual hasta el 1,6% en abril.

En el panorama económico internacional se prolongó el proceso de reactivación, que, como viene ocurriendo desde que se iniciara, mostró ritmos diferentes entre países y regiones, destacando la recuperación en las economías emergentes asiáticas y latinoamericanas, si bien Estados Unidos contribuyó también de forma decidida al crecimiento del PIB mundial. No obstante, en la evolución de las economías desarrolladas subsisten factores que representan lastres y riesgos para la recuperación, entre los que cabe destacar la debilidad del mercado laboral y el deterioro generalizado de las posiciones fiscales. Por su parte, la inflación mundial repuntó en estos primeros meses como consecuencia de los incrementos en los precios del petróleo y de las materias primas, si bien las expectativas sobre su evolución futura continúan siendo moderadas. Por último, la tendencia a la estabilización en los mercados financieros internacionales, aunque se afianzó en numerosos segmentos, se interrumpió a partir del mes de febrero como consecuencia de la crisis fiscal en Grecia; esta generó diversos episodios de inestabilidad, que alcanzaron particular severidad en la segunda mitad de abril, sobre todo, en la zona del euro. En sus fases iniciales, estos se localizaron en los mercados de deuda soberana, pero, con posterioridad, se propagaron hacia los mercados bursátiles y cambiarios.



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

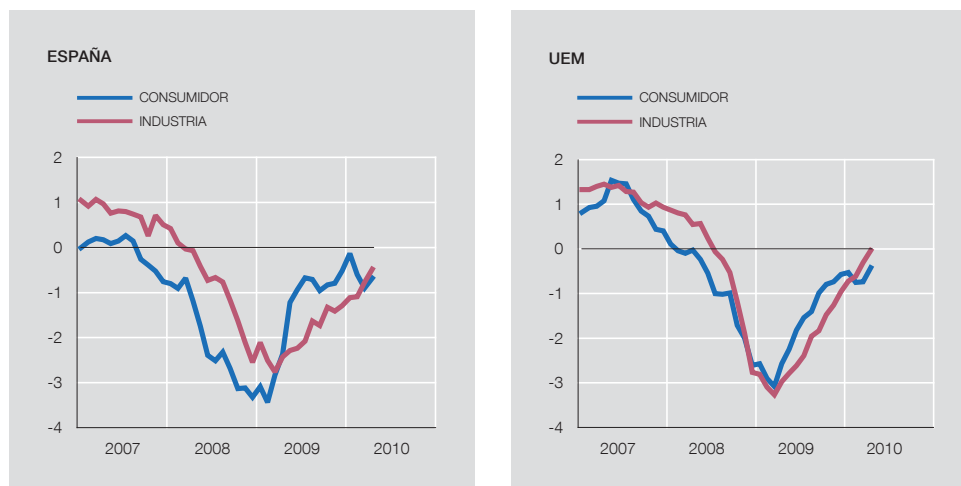
a. Series ajustadas de estacionalidad.

En este contexto, desde principios de año, el tipo de cambio del euro se depreció frente al dólar en torno a un 7,6%.

Ante la ausencia de presiones inflacionistas, las políticas monetarias mantuvieron una orientación expansiva, al tiempo que los principales bancos centrales de los países desarrollados comenzaron a instrumentar los planes anunciados para la retirada de las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez. En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial en el rango de 0% a 0,25% y finalizó en marzo el programa de compra de activos. El Banco de Inglaterra, por su parte, confirmó el tipo de interés en el 0,5% y, a partir de febrero, interrumpió el programa de compra de activos. Por último, el tipo de interés oficial instrumentado por el Banco de Japón permaneció en el 0,1%, si bien amplió las operaciones de mercado abierto a plazo fijo que estaban en vigor desde diciembre.

El área del euro participó de las tendencias generales de reactivación, si bien, como ya ocurrió en los meses finales de 2009, con un ritmo algo más pausado. El impulso del sector exterior no se ha traducido todavía en una mayor fortaleza de la demanda interna, en un contexto en el que algunos de los factores transitorios que impulsaron la recuperación, tales como el estímulo fiscal y el cambio en el ciclo de inventarios, empiezan a perder fuerza, y en el que las condiciones climatológicas adversas han podido afectar negativamente a la actividad en determinadas ramas productivas. Por su parte, la inflación experimentó un cierto repunte en los meses iniciales del ejercicio, aunque ello se debió principalmente a factores temporales como consecuencia de incrementos transitorios de los componentes más volátiles (la energía y los alimentos no elaborados). El escenario previsto de recuperación suave, moderación salarial y holgura de la capacidad productiva hace que no se contemplen riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en las reuniones que tuvo hasta mayo, mantener inalterados los tipos oficiales, en el 1% para las operaciones principales de financiación, nivel en el que permanecen desde hace un año, mientras que las facilidades de crédito y de depósito se sitúan en el 1,75% y 0,25%, respectivamente.

Por otra parte, el BCE dio pasos adicionales en la definición de la estrategia de retirada gradual de las medidas extraordinarias introducidas durante la crisis financiera, aunque mantuvo

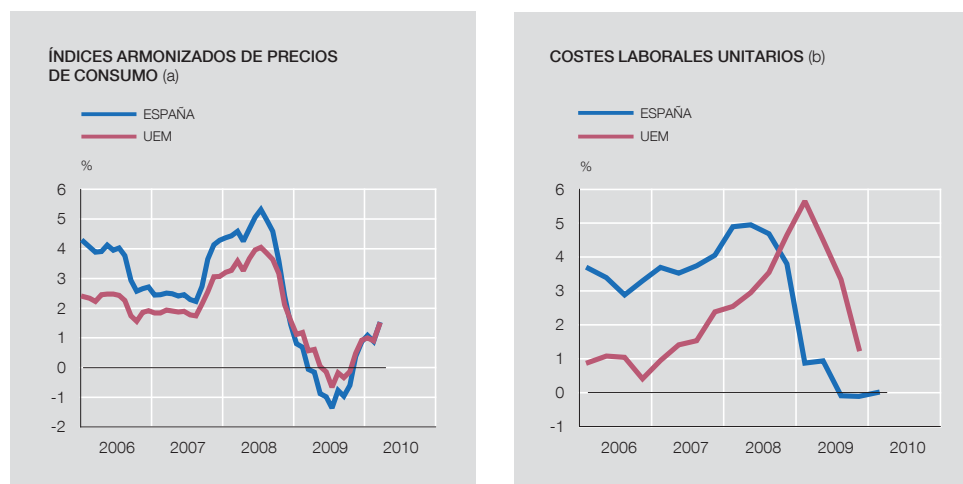


FUENTE: Comisión Europea.

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

la política de provisión de liquidez abundante. En marzo, el Consejo del BCE confirmó que se mantendrían en vigor las condiciones bajo las que se realizan las subastas semanales y las especiales a un mes, al menos hasta el 12 de octubre. Acordó, asimismo, que las operaciones regulares de refinanciación a tres meses recuperarían el procedimiento habitual, de subasta a tipo variable, a partir del 28 de abril, aunque en la adjudicación se tendrían en cuenta las condiciones de los mercados. Por último, el BCE decidió mantener sin cambios sustanciales los requerimientos relativos al colateral más allá de finales de 2010. No obstante, el 3 de mayo, tras dictaminar favorablemente sobre el ambicioso programa de ajuste fiscal aprobado por el Gobierno heleno como parte del plan de ayuda aprobado por parte del Eurogrupo y el FMI, el Consejo de Gobierno del BCE decidió suspender la aplicación del umbral mínimo de calidad crediticia a la deuda pública griega.

En el ámbito fiscal, se prevé un ligero empeoramiento de las cuentas públicas para el conjunto del área en 2010, tras el descalabro fiscal de 2009, como resultado de las distintas estrategias de consolidación adoptadas a nivel nacional, que en los países con más déficit contemplan la puesta en marcha ya en 2010 de los programas de ajuste, mientras que en el resto se retrasará hasta 2011. No obstante, las dudas que suscitó el plan de ajuste presupuestario presentado inicialmente por Grecia terminaron desencadenando una crisis fiscal de gran severidad que ha requerido la adopción de una serie de medidas sin precedentes, tanto por parte del Gobierno griego como por parte de las autoridades europeas, tal y como se detalla en el recuadro 2. El primero solicitó formalmente el pasado 23 de abril la activación del mecanismo excepcional de apoyo financiero delineado por el Eurogrupo en su reunión del 11 del mismo mes. Esta solicitud fue atendida por los ministros de Finanzas del área el 2 de mayo mediante la aprobación, por unanimidad, de un programa sin precedentes, que contempla un volumen de préstamos bilaterales de hasta 110 mm de euros en tres años, de los que 80 mm de euros (30 mm de euros, el primer año) corresponderían a los Estados miembros de la zona del euro, y los restantes 30 mm de euros, al FMI. Los primeros desembolsos tendrán lugar antes del 19 de mayo, fecha en la que vence una suma importante de títulos emitidos por el Tesoro griego. Es importante recalcar que este paquete de ayudas aprobado ahora contempla estrictos elementos de condicionalidad. El Gobierno griego, de hecho, aprobó el mismo día 2, como paso previo a la activación de las ayudas, un ambicioso y severo programa de consolidación fiscal y de amplias reformas es-



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

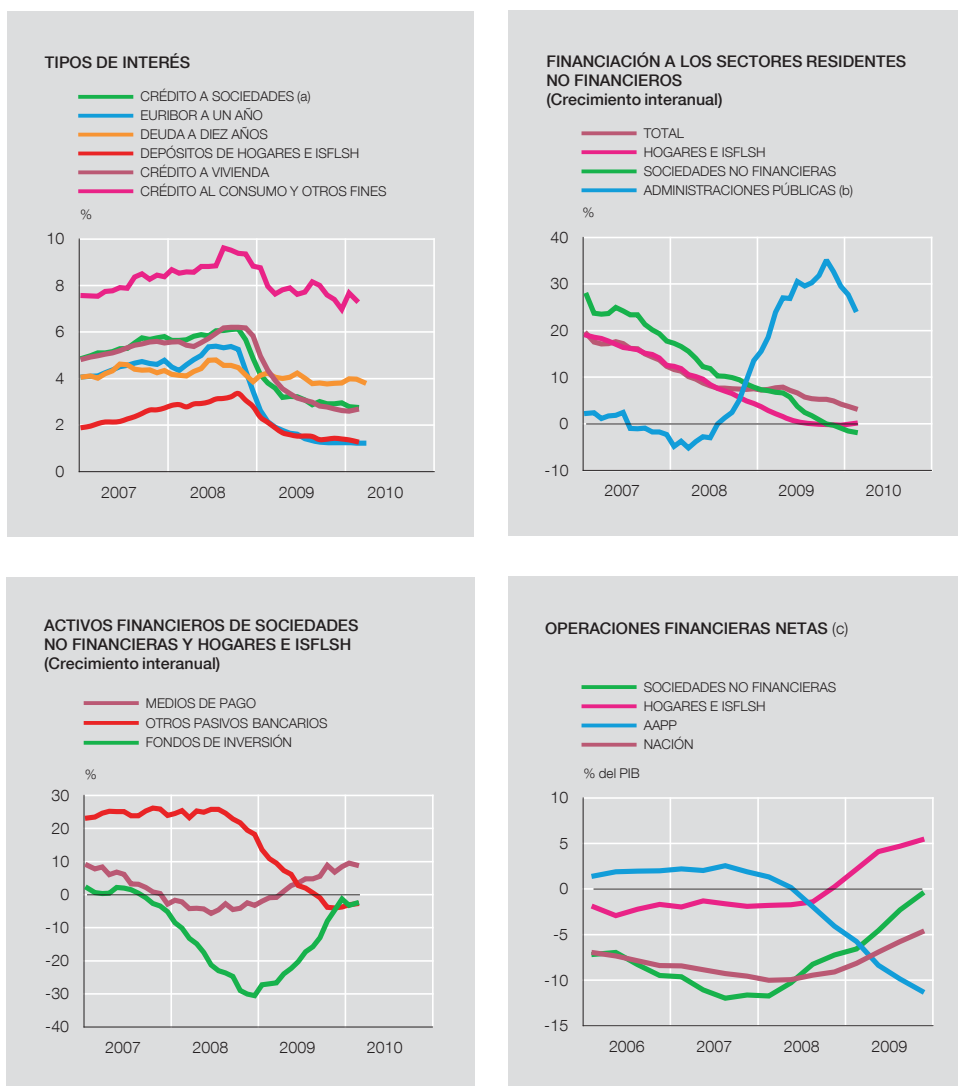
a. Tasas de variación interanual.

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

tructurales, negociado previamente con la Comisión Europea, el FMI y el BCE. Los avances de las autoridades helenas en el cumplimiento de estos exigentes compromisos serán evaluados cada trimestre. Se trata, por tanto, de un gran esfuerzo no solo por parte de Grecia, sino también un esfuerzo de innovación institucional para restablecer la confianza, atajando los graves riesgos que para la estabilidad del área supondría la posibilidad de insolvencia de uno de sus Estados miembros.

De hecho, la crisis griega ha puesto de manifiesto también la necesidad de reforzar la gobernanza del área de euro y de establecer mecanismos multilaterales que aseguren una mayor coordinación de las políticas económicas nacionales. Atendiendo a estas demandas, la Comisión ha anunciado su intención de presentar en mayo iniciativas en tres áreas que se consideran esenciales: en primer lugar, el reforzamiento de los procedimientos multilaterales de vigilancia de la evolución de la competitividad y de detección temprana de desequilibrios externos; en segundo lugar, la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y, en tercer lugar, la formalización de un mecanismo de resolución de crisis y un marco permanente que garantice el apoyo financiero a países miembros en dificultades, sujeto a la condicionalidad apropiada. En paralelo, a lo largo del trimestre se siguió avanzando en la definición de las estrategias más adecuadas para la retirada de los impulsos de política económica que se fueron instrumentando con carácter excepcional durante la crisis económica.

Pese a los episodios de inestabilidad que se registraron en los mercados de deuda pública a partir de febrero, los tipos de interés en los mercados interbancarios permanecieron estables en niveles reducidos, tanto en el ámbito global como en el área del euro, y las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada se mantuvieron relativamente estables. No obstante, los principales índices bursátiles registraron descensos en Europa y las primas de riesgo soberano se mantuvieron en niveles muy elevados en Grecia y Portugal. La economía española se vio afectada por este episodio de inestabilidad, de manera que, a finales de abril, el IBEX acumulaba en el año una pérdida del 12,1%, una evolución más desfavorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (que retrocedía en las misma fecha un 5%). En España, el diferencial de la rentabilidad a diez años de la



FUENTE: Banco de España.

- a. 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.
- b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

deuda pública con respecto al bono alemán en el mismo plazo se amplió en casi 40 puntos básicos (pb), hasta situarse en cerca de 100 pb. Por último, su calificación crediticia a largo plazo fue revisada a la baja por una agencia de *rating* el 28 de abril, de AA+ a AA, con un alcance muy inferior a la que realizó sobre la deuda soberana emitida por Grecia y Portugal.

Los costes de financiación de los hogares y de las sociedades permanecieron en niveles similares a los del último trimestre, al igual que el grado de restricción de los criterios que se aplican para la concesión de créditos, que es, en todo caso, más estricto que el que se aplicaba al inicio de la crisis financiera. En el mercado inmobiliario, según los datos que proporciona el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre ralentizó su ritmo de descenso, con una tasa de disminución interanual del 4,7% en el primer trimestre (-6,3% en diciembre de 2009).

El gasto de los hogares confirmó los incipientes signos de mejoría de los dos últimos trimestres, mientras que la inversión empresarial mantuvo un tono relativamente deprimido. En concreto, el consumo de las familias habría mostrado un repunte en su tasa intertrimestral por segundo trimestre consecutivo, ralentizando el ritmo de descenso interanual de este componente de la demanda hasta el  $-0,7\%$  ( $-3,4\%$  en el trimestre precedente). A diferencia de lo ocurrido en la segunda mitad de 2009, el consumo de servicios y, en menor medida, el de bienes duraderos distintos de los automóviles habrían desempeñado un papel determinante en esta recuperación, mientras que los efectos del Plan de ayudas directas a la adquisición de automóviles habrían reducido su empuje. No se puede descartar completamente, no obstante, la presencia de factores extraordinarios, también de naturaleza temporal, en el repunte de determinadas partidas de gasto, que podrían atenuarse más adelante (apagón analógico o adelanto de compras ante la subida del IVA en julio). Para lo que resta de año, cabe prever que continúe la modesta recuperación del consumo condicionada por el comportamiento desfavorable de la renta disponible — como consecuencia, sobre todo, del menor crecimiento de las rentas salariales y de la inferior aportación de otras fuentes de renta, en particular de las provenientes de la actuación de las AAPP—, la reducción de la riqueza de los hogares, la necesidad de disminuir su nivel de endeudamiento y la incertidumbre en torno a la evolución del mercado laboral. No obstante, la tasa de ahorro comenzaría a flexionar a la baja a lo largo de 2010, desde el nivel máximo alcanzado en el último trimestre de 2009 ( $18,8\%$  en acumulado de cuatro trimestres).

La inversión residencial continuó inmersa en su trayectoria de ajuste, si bien su ritmo de descenso volvió a ralentizarse, estimándose una tasa interanual para este componente de la demanda en el entorno del  $-20\%$  ( $-25\%$  en el período de octubre-diciembre). Esta evolución fue compatible con una cierta estabilización de algunos indicadores de la demanda de viviendas (como el número de transacciones o de hipotecas). Asimismo, en los meses iniciales del ejercicio continuaron las mejoras en los niveles de accesibilidad. Todo ello podría plasmarse en una cierta recuperación de la demanda de vivienda en los próximos meses y, con ello, en una absorción algo más rápida del exceso de viviendas sin vender, tras haber alcanzado su nivel máximo en la primera parte de este año, aunque la estimación del exceso de capacidad del sector está sujeta a gran incertidumbre. En lo que resta del año cabe esperar que las caídas de la inversión residencial tiendan a atenuarse, si bien el comportamiento de esta variable continuará lastrando el crecimiento del producto a lo largo de 2010. En este contexto de menor atonía del gasto de los hogares, el saldo de crédito de los hogares se estabilizó (su tasa interanual se incrementó ligeramente, hasta el  $0,1\%$  en febrero), como resultado de un ligero avance del crédito para adquisición de vivienda ( $0,5\%$ ) y un pequeño retroceso en el crédito al consumo y otros fines.

Los planes de inversión de las empresas no dieron señales de recuperación. A los factores que han venido lastrando las decisiones de inversión de las sociedades no financieras en los dos últimos años (perspectivas débiles de recuperación de la demanda, sobre todo en el ámbito doméstico, contracción de los beneficios empresariales, elevados niveles de endeudamiento y exceso de capacidad acumulada), se ha sumado un menor efecto de los planes de estímulo sobre este componente de la demanda (que afectan principalmente a la adquisición de material de transporte y a la participación en proyectos de obra civil). De hecho, la inversión en equipo podría haber retornado a tasas de crecimiento intertrimestral negativas, tras el repunte registrado en la segunda mitad del año pasado, localizado precisamente en aquellos componentes de la inversión. Pese a ello, se prevé una corrección muy significativa en la tasa de caída interanual de la inversión en equipo, que podría situarse en el entorno del  $-3,5\%$ , frente al  $-15,3\%$  del trimestre anterior.

Por su parte, el componente de inversión en otras construcciones, que incluye también la inversión pública por este concepto, dio señales de debilidad, como consecuencia de la finalización de los proyectos en infraestructuras vinculados al Fondo Estatal de Inversión Local y del posible desfase que con gran probabilidad comportará la iniciación de los proyectos que se financien con cargo al Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local (que será, en todo caso, de cuantía inferior). En relación con la financiación de las sociedades no financieras, el crédito continuó contrayéndose (su tasa interanual se hizo más negativa, hasta el -4,3% en febrero), lo que afectó de manera relativamente generalizada a todas las ramas productivas.

Por su parte, la actuación de las AAPP habría empezado a moderar su carácter expansivo como consecuencia de la puesta en marcha del Plan de Consolidación fiscal 2010-2013, lo que se habría reflejado tanto en el consumo como en la inversión pública. Con posterioridad a la publicación del último Informe trimestral de la economía española se han conocido los detalles de este Plan de consolidación, que aprobó el Gobierno a finales de enero. En concreto, propone un descenso del déficit de 1,6 pp del PIB en 2010 y de 2,3 pp del PIB por año entre 2011 y 2013, que sería de naturaleza esencialmente estructural, pues se basa, sobre todo, en recortes de gasto público hasta 2013 —que se distribuirían entre la remuneración de asalariados, los consumos intermedios, las transferencias, la inversión pública y las subvenciones—, aunque también en los incrementos impositivos que fueron aprobados con los presupuestos de 2010. En este sentido, la magnitud del desequilibrio presupuestario hace inevitable tener que recurrir al incremento de los recursos mediante las figuras tributarias con mayor poder recaudatorio y que menores distorsiones generen. Los objetivos del programa son ambiciosos, pero se basan en un escenario macroeconómico optimista, por lo que su estricto cumplimiento puede requerir adoptar medidas complementarias que eviten que se produzcan desviaciones con respecto a los objetivos establecidos.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, la información disponible, todavía incompleta, señala que en el primer trimestre de 2010 la demanda exterior neta tuvo una aportación positiva al crecimiento interanual del producto (de 1,4 pp), con incrementos sustanciales tanto de las exportaciones como de las importaciones. El despegue de las exportaciones se corresponde con la recuperación de la actividad a escala mundial —si bien nuestros mercados de exportación lo hicieron de manera más moderada—, en un entorno en el que la competitividad-precio prolongó el comportamiento favorable de los últimos meses. No obstante, la contribución del sector exterior fue más reducida que en los trimestres previos, pues las importaciones de bienes volvieron a repuntar en respuesta a la leve recuperación de determinados componentes del gasto interno, aunque hasta ahora lo están haciendo con debilidad y con una trayectoria no exenta de oscilaciones. También el comercio de servicios, del que participa el turismo, mostró una recuperación en el primer trimestre. Todo ello se reflejó en una nueva mejora de las necesidades de financiación de la nación, que continuaron disminuyendo en enero y febrero.

Por el lado de la oferta, el valor añadido de la economía de mercado suavizó su ritmo de retroceso interanual, al igual que ocurrió con la ocupación, pues se produjo una significativa ralentización del proceso de destrucción de puestos de trabajo, que se cifró, según la EPA, en el -3,6% (-6,1% en el período de octubre-diciembre). No obstante, en comparación con el trimestre anterior, solo el valor añadido y el empleo de los servicios de mercado mostraron tasas positivas. El resto de ramas productivas no agrícolas mostró retrocesos, de mayor intensidad en el sector de la construcción, ante la finalización de algunos de los proyectos ligados al Fondo Estatal de Inversión Local y, quizá, unas condiciones climatológicas escasamente favorables.



La información más reciente sobre la negociación colectiva indica que el comienzo del ejercicio se está caracterizando por una mayor moderación salarial. Los convenios salariales alcanzados hasta marzo reflejan un impacto medio de las tarifas del 1,4%, 1 pp inferior al establecido en 2009. La incidencia del acuerdo para el empleo y de la negociación colectiva que firmaron los agentes sociales el pasado mes de febrero, y que fija el 1% como el techo para los incrementos salariales en el presente ejercicio, está siendo hasta ahora limitada debido a la mayoritaria presencia de acuerdos revisados en la negociación. No obstante, dicho acuerdo debería permitir, en el futuro inmediato, que el crecimiento de los salarios se acompase en mayor medida a la situación económica, y posibilite una inflexión en la remuneración por asalariado y una desaceleración de los costes laborales por unidad de producto.

En este ámbito de actuación, el Gobierno ha trasladado a los agentes sociales una propuesta de reforma laboral que, aunque adolece de falta de concreción, propone la imposición de límites a la contratación temporal, el fomento de la contratación indefinida, el impulso al contrato a tiempo parcial y el plan de impulso juvenil, aspectos todos ellos que, dependiendo de cómo se materialicen finalmente, pueden resultar muy relevantes para el funcionamiento de nuestro mercado laboral. No obstante, la propuesta desplaza la modificación de la negociación colectiva al acuerdo entre los agentes sociales, lo que desafortunadamente puede retrasar la necesaria reforma de este aspecto central del mercado laboral.

Por último, la cifra de incremento del IPC ha repuntado a principios de este año hasta el 1,4%, en marzo, como consecuencia de la subida de los precios de la energía, pero la inflación subyacente mantuvo la tendencia descendente de los últimos trimestres, lo que llevó la tasa de variación interanual del IPSEBENE —índice que excluye los precios de los productos más volátiles— al 0,1% en el primer trimestre, y permitió que el diferencial de este componente continuara resultando favorable a España, en 0,6 pp. Este es un comportamiento que debería consolidarse de cara al futuro, pues puede suponer una aportación decisiva para la mejora de la competitividad y la recuperación del crecimiento.

## 2 Entorno exterior del área del euro

Durante los primeros meses de 2010 ha continuado la recuperación de los mercados financieros internacionales y de la actividad económica mundial, procesos que se han reforzado mutuamente, a pesar de que se han producido episodios de creciente inestabilidad relacionados, principalmente, con la situación de las finanzas públicas en algunos países europeos. A lo largo del trimestre se percibió una mejoría gradual, y mayor que la anticipada, de la actividad económica mundial, aunque con ritmos diferentes entre países y regiones, destacando la consolidación de la recuperación en las economías emergentes asiáticas y latinoamericanas. China y el resto de Asia emergente, por una parte, y Estados Unidos, por otra, fueron los principales contribuyentes al crecimiento del PIB mundial. En todo caso, en las economías desarrolladas los niveles de producto se mantienen por debajo de los previos a la crisis, y aún subsisten factores que representan lastres y riesgos para la recuperación, como la debilidad del mercado laboral —a pesar de observarse los primeros signos de mejora—, la fragilidad de la recuperación del mercado de la vivienda —especialmente, en Estados Unidos y Reino Unido—, la atonía del crédito bancario y, sobre todo, la posición de las finanzas públicas (véase recuadro 1).

En los mercados financieros internacionales la recuperación se ha ido afianzando en muchos segmentos. Tras una corrección en febrero y, también, a finales de abril, los principales índices bursátiles acumulaban en los cuatro primeros meses del año ganancias de entre el 2% y el 7%, y han disminuido tanto la volatilidad como los diferenciales de crédito de la deuda privada y los diferenciales soberanos de las economías emergentes. No obstante, la evolución de los mercados ha estado muy ligada a las noticias relacionadas con la fragilidad de la posición fiscal en Grecia, así como con su posible contagio a otros países europeos, que ha dado lugar a diversos episodios de inestabilidad durante el período. La mejoría de las perspectivas económicas propició un aumento de las emisiones de renta fija del sector privado en el primer trimestre —más de un 25% con respecto al cuarto trimestre—. Al mismo tiempo, se prevé un volumen muy elevado de emisiones de renta fija por parte del sector público a lo largo de 2010 —sobre todo, emisiones a medio y a largo plazo—, lo que ha contribuido a que la pendiente de la curva de rendimientos por plazos en Estados Unidos alcance valores máximos. En los mercados cambiarios, desde comienzos de año el dólar se ha fortalecido frente al euro —aunque solo ha corregido parcialmente la depreciación registrada durante 2009—, frente a la libra esterlina y frente al yen, mientras que se ha depreciado frente a la mayoría de las principales monedas de las economías emergentes, impulsadas por el retorno de los flujos de capitales a estos países. En los mercados de materias primas, la recuperación de la demanda en muchas economías emergentes y en algunas desarrolladas ha propiciado un incremento notable de los precios, que han alcanzado máximos no observados desde el otoño de 2008. El barril de petróleo tipo Brent cotiza actualmente en el entorno de 85 dólares/barril y los futuros no prevén aumentos significativos en el precio.

En Estados Unidos, la estimación de avance del PIB en el primer trimestre mostró un crecimiento del 0,8% trimestral (3,2% en tasa anualizada), inferior al 1,4% del cuarto trimestre, debido, sobre todo, al empuje del consumo privado y a la acumulación de existencias. Esta primera estimación confirmó los avances recogidos por los indicadores de oferta y de empleo, aunque persisten las dudas sobre la recuperación del consumo. En el mercado de trabajo se creó empleo neto en el primer trimestre, por primera vez desde finales de 2007, y la tasa de paro se redujo hasta el 9,7% —tres décimas menos que en el cuarto trimestre—. Por el contrario, el mercado de la vivienda sigue mostrando algunos síntomas de debilidad, reflejados en

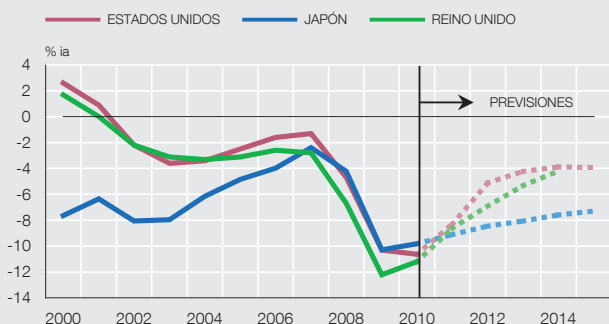
La profunda recesión que han atravesado las economías avanzadas, en el contexto de la crisis económica y financiera global, el fuerte activismo fiscal —esencial para evitar el colapso de la demanda agregada— y, en menor medida, el apoyo al sistema financiero han tenido como consecuencia un drástico incremento de los déficits públicos y de la deuda en esas economías, hasta niveles desconocidos después de la Segunda Guerra Mundial, lo que plantea importantes retos de política y riesgos sobre las perspectivas económicas y financieras.

Las tres principales economías desarrolladas fuera de la zona del euro (Estados Unidos, Reino Unido y Japón) enfrentaron los efectos de la crisis desde puntos de partida relativamente similares en lo que respecta al saldo de las Administraciones Públicas, pero marcadamente diferentes en su endeudamiento público. Así, los tres países presentaban en 2007 déficits de entre el 1% y el 3% del PIB (véase gráfico 1), si bien sus déficits estructurales —que toman en consideración la posición cíclica de la economía— se concentraban en un rango del 2,5%-3%. No obstante, Japón alcanzó esos niveles después de un proceso de consolidación fiscal que le permitió reducir el

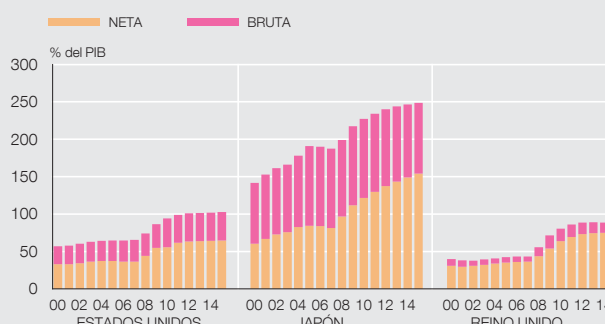
déficit público en más de 5 pp, desde el 8% del PIB en 2002, mientras que en Reino Unido y Estados Unidos los déficits estructurales se mantuvieron relativamente inalterados en ese período, aunque la fase expansiva del ciclo económico propició una mejoría en los saldos de sus Administraciones Públicas. Por lo que respecta a la deuda, la herencia de la crisis bancaria de los años noventa en Japón y la desfavorable evolución económica desde entonces, que ha estado acompañada de una deflación persistente, se reflejaron en un endeudamiento público que alcanzaba el 188% del PIB —en términos brutos— en 2007, frente al 62% en Estados Unidos y al 44% en Reino Unido. No obstante, como muestra el gráfico 2, las diferencias en términos de deuda neta, es decir, tomando en cuenta los activos del Estado y las tenencias de deuda de otras entidades públicas, eran bastante menores. En Estados Unidos y Reino Unido la ratio de deuda neta era similar, de alrededor del 40% del PIB, y en Japón, del 82%.

A raíz de la crisis, los tesoros contribuyeron muy activamente al sostenimiento de la demanda agregada e instrumentaron planes de apoyo al sector financiero. El soporte de la demanda agregada se produjo tanto a través de medidas discrecionales y planes de estímulo

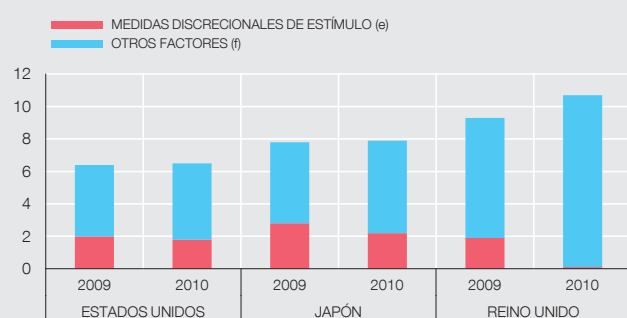
1 DÉFICIT PÚBLICO (a) (b)



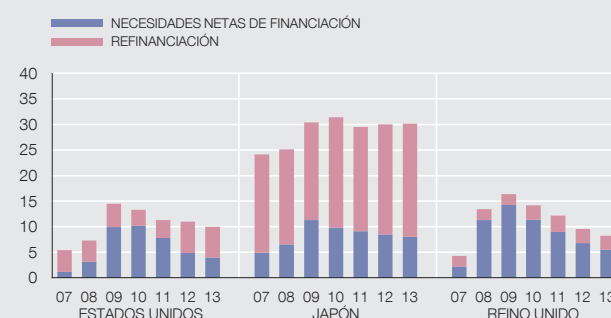
2 DEUDA PÚBLICA BRUTA Y NETA (a) (b) (c)



3 APOYO FISCAL A LA DEMANDA AGREGADA (d)



4 EMISIÓN BRUTA DE TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA (a) (c) (g)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Tesoro de Estados Unidos, Congressional Budget Office, Tesoro del Reino Unido, Cabinet Office y Ministerio de Finanzas (Japón).

- a. Los datos de deuda y déficit en Reino Unido y Japón se refieren a años fiscales.
- b. Las previsiones para Estados Unidos son del CBO, para Japón del FMI y para el Reino Unido del Tesoro del Reino Unido.
- c. En Reino Unido, la deuda bruta se refiere a las AAPP (gobiernos central y locales), mientras que la deuda neta se refiere al total del sector público (incluidas las empresas públicas).
- d. Excluye las medidas de apoyo al sector financiero, para analizar las medidas fiscales con efecto directo sobre la demanda.
- e. Coste presupuestario de medidas discrecionales relacionadas con la crisis, comparado con 2007.
- f. Incluye el impacto de los estabilizadores automáticos y el impacto sobre los ingresos de factores más allá del cambio cíclico (por ejemplo, la caída de los precios de la vivienda o de los beneficios en el sector financiero).
- g. Las previsiones para Estados Unidos son del CBO, para Japón del Ministerio de Finanzas de Japón y para el Reino Unido del Tesoro del Reino Unido.

## DEL EURO (cont.)

como del funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Entre las medidas discrecionales adoptadas a partir de 2008 se incluyeron el incremento de la inversión pública (o adelanto de la programada para 2010 y 2011), el apoyo al empleo (incluyendo programas de formación y colocación), transferencias directas, recortes impositivos y, en algunos casos, ayudas a sectores específicos, como el automóvil y el inmobiliario.

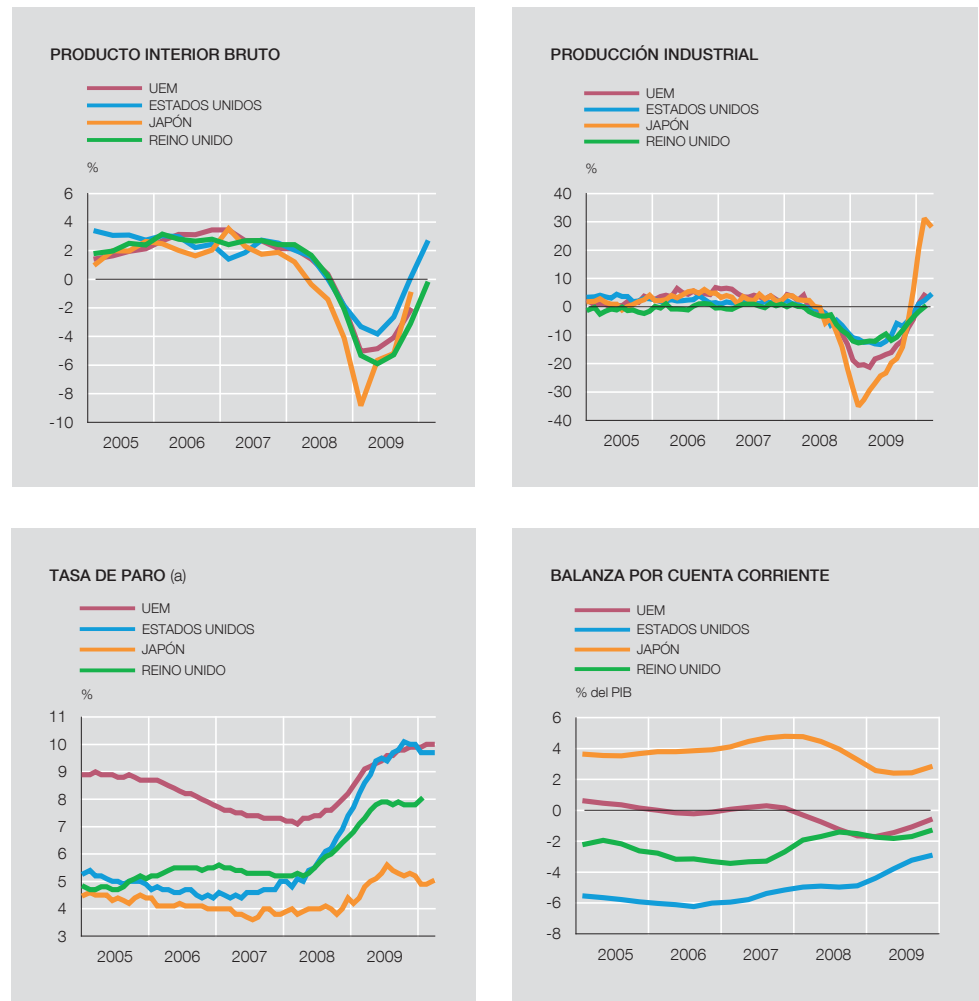
La magnitud del estímulo fiscal discrecional presenta diferencias entre los tres países analizados (véase gráfico 3). En Japón superó los dos puntos del PIB en 2009 (2,8%) y está previsto que se reduzca solo medio punto este año; en Estados Unidos se situó en torno a esa cifra en 2009 y se espera que se mantenga a un nivel similar este año; por último, en Reino Unido el impulso fiscal fue de magnitud similar al de los otros dos países en 2009, aunque en 2010 será prácticamente nulo. Esta diferencia viene explicada por el menor margen de maniobra que otorgan el fuerte deterioro experimentado por el saldo fiscal en ese país y el incremento adicional de la deuda derivado de los apoyos al sector financiero. Respecto al primer punto, el gráfico 3 muestra que el mayor deterioro del saldo fiscal en Reino Unido —de casi 10 pp en los dos últimos años— se produjo tanto por el mayor peso de sus estabilizadores automáticos como por la fuerte caída de la recaudación tributaria proveniente del sector inmobiliario y del financiero, este último con un mayor peso relativo en Reino Unido que en las otras dos economías.

Por el lado de los apoyos al sistema financiero, las principales economías desarrolladas implementaron una serie de medidas que incluyen, entre otras, inyecciones de capital, compra de activos y garantías de activos o pasivos, y cuyo coste directo representó alrededor del 3,5% del PIB de esas economías. Sin embargo, hubo diferencias sustanciales entre países, de acuerdo con el tamaño relativo de sus sistemas financieros, el grado de exposición a los activos dañados y la necesidad de financiación en los mercados mayoristas. Así, en Reino Unido y en Estados Unidos la cantidad de recursos comprometidos llegó a superar, en su conjunto, el 80% del PIB a mediados de 2009, mientras que en Japón apenas superó el 30% —una ratio similar a la del área del euro—. No obstante, las características diferenciales de los apoyos hicieron que el impacto sobre las cuentas públicas de estas medidas llegara a ser notablemente mayor en Reino Unido (8,2% del PIB) que en Estados Unidos, mientras que en Japón el impacto ha sido poco significativo.

Como resultado de todo ello, la crisis ha provocado un aumento muy acusado de los déficits públicos y de la deuda pública. Los déficits superaron en 2009 el 10% del PIB en los tres países mencionados, mientras que la deuda pública se incrementó entre 2007

y 2009 en 20 pp del PIB en Estados Unidos, 28 pp en Reino Unido y 30 pp en Japón. Estos elevados niveles de déficit y deuda pública plantean un difícil reto de política fiscal. Por un lado, la recuperación de la demanda del sector privado aún es frágil, por lo que se necesitaría el mantenimiento de los estímulos fiscales durante el año 2010. Por otro lado, el rápido incremento de la deuda, en un contexto en el que han aumentado las preocupaciones por su sostenibilidad en otras economías desarrolladas, apunta la necesidad de diseñar y comunicar con diligencia planes creíbles de consolidación fiscal en el medio plazo. En este sentido, tanto Estados Unidos como Reino Unido han presentado proyectos presupuestarios que prevén una reducción muy gradual de los déficits —hasta alcanzar en 2013 alrededor del 4% del PIB en Estados Unidos y del 5% en Reino Unido—, basados tanto en una moderación del gasto como en un aumento de la carga impositiva —por mayores impuestos en Reino Unido y por la expiración de las reducciones impositivas previas en Estados Unidos—. En ambos casos, estos planes fiscales se apoyan en previsiones de recaudación hechas con supuestos considerados optimistas. Aunque Japón no ha presentado previsiones de déficits para los próximos años (se espera el anuncio de un plan fiscal de medio plazo en junio de 2010), el FMI estima que se reducirán levemente, hasta el 8% del PIB en 2013. Con todo, a pesar de la prevista recuperación de la actividad, los aún elevados déficits en los próximos cuatro años implican una senda ascendente para la deuda bruta de los tres países, que en 2013 llegaría al 244% del PIB en Japón, al 100% en Estados Unidos y al 90% en Reino Unido. Además, ha habido pocos avances concretos en estos tres países en lo que respecta a reducir la carga fiscal derivada del envejecimiento de la población.

Esta frágil situación de las finanzas públicas contiene elementos de riesgo para la recuperación económica y la estabilidad financiera. En primer lugar, un aumento de la incertidumbre de los agentes sobre la sostenibilidad de la deuda puede forzar un ajuste fiscal más rápido de lo previsto. Al mismo tiempo, los aún elevados déficits para los próximos años en estas tres economías, unidos a la necesidad de refinanciar crecientes volúmenes de deuda (véase gráfico 4), pueden propiciar presiones al alza sobre los tipos de interés a largo plazo, a medida que se normalice la situación económica y financiera, que podrían comprometer la incipiente recuperación de la demanda del sector privado. Al mismo tiempo, resulta importante volver a generar un cierto margen de maniobra para la política fiscal con el objetivo de poder afrontar eventuales perturbaciones de demanda en el futuro. Todo ello apunta a la necesidad de presentar estrategias creíbles de consolidación fiscal, junto con un programa de reformas que promueva el incremento del crecimiento potencial y que contribuya a la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo.

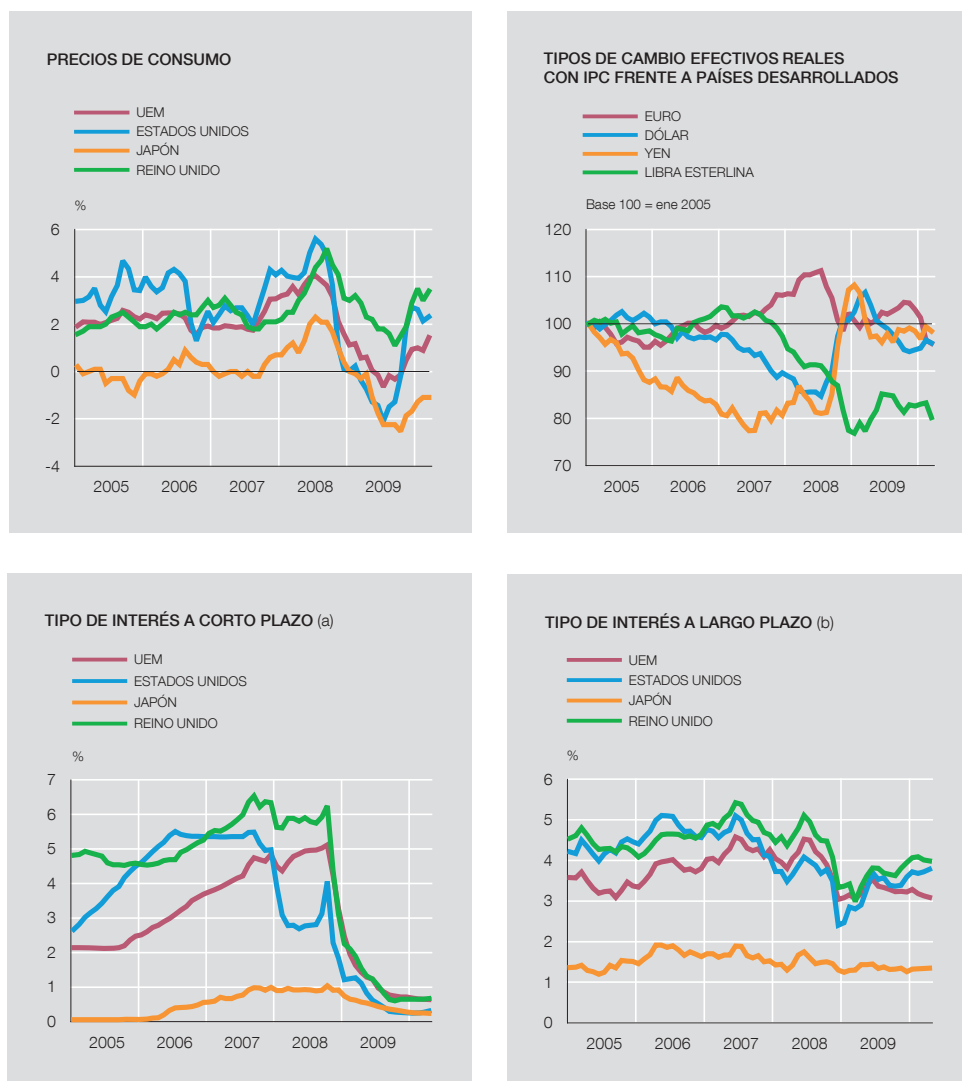


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

la estabilización de los precios y en la atonía de la confianza de los constructores, si bien tanto las viviendas iniciadas como las ventas repuntaron en marzo, anticipándose a la finalización de las ayudas públicas. Por su parte, la inflación medida por el IPC se moderó a lo largo del trimestre, hasta el 2,3% interanual en marzo, mientras que la tasa subyacente se redujo hasta el 1,1%. En este contexto, en su reunión de abril, la Reserva Federal mantuvo inalterado el tipo de interés oficial —en el rango del 0% al 0,25%— y reiteró que permanecerá en niveles reducidos por un tiempo prolongado y ligado a la evolución de la economía. Además, finalizó en marzo el programa de compras de activos. En el plano fiscal, se aprobó la reforma del sistema sanitario estadounidense y en febrero el poder ejecutivo presentó el anteproyecto de presupuesto para el año fiscal 2010-2011, en el que plantea una reducción gradual de los déficits hasta el año 2013.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre creció un 0,9% trimestral (-1% interanual), revirtiendo la caída del 0,1% del trimestre anterior. La expansión se sustentó, fundamentalmente, en la fortaleza de la demanda externa, así como en la mejoría de la demanda interna, impulsada por diversas medidas de apoyo fiscal. En el primer trimestre la economía continuó mostrando signos de recuperación. Por una parte, la producción industrial siguió creciendo y el índice Tankan de confianza empresarial recuperó el nivel más elevado desde que comenzó la crisis,

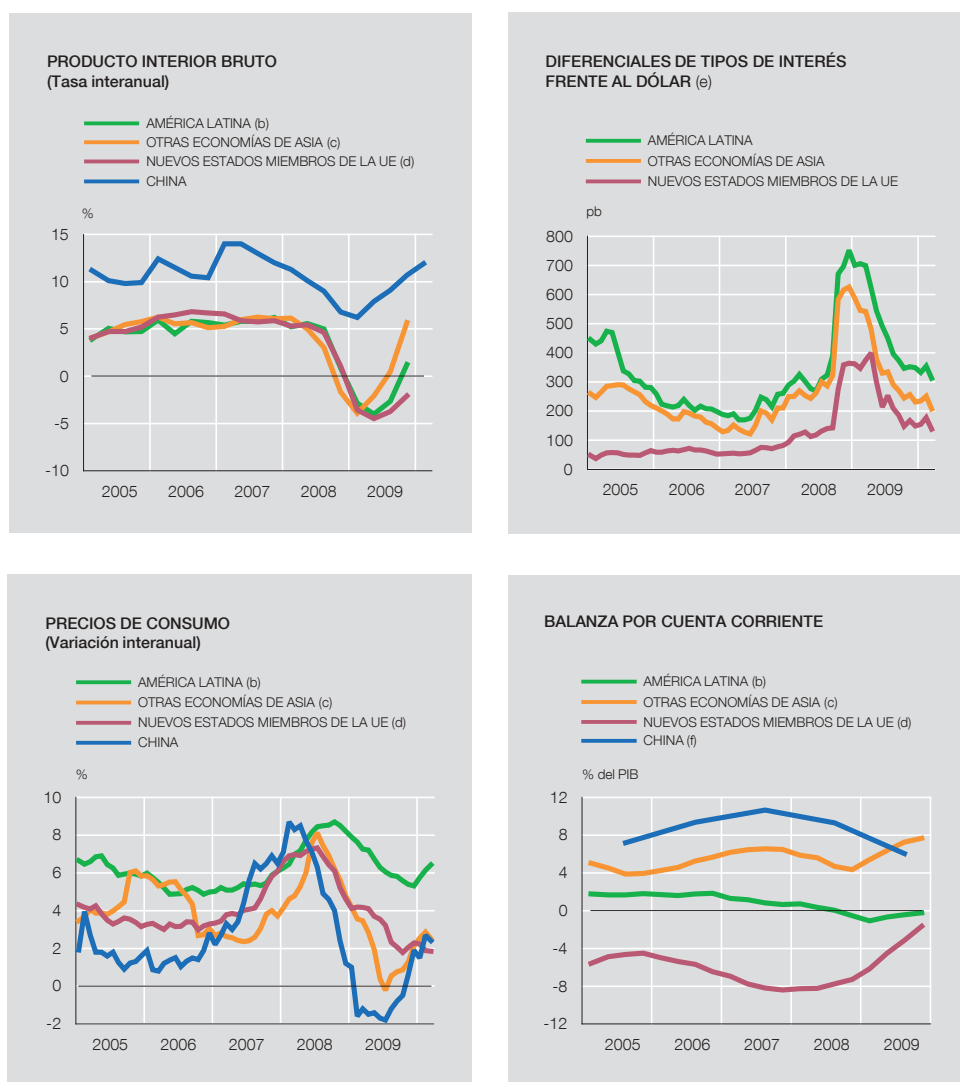


FUENTE: Banco de España.

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

reflejando signos de mejora tanto en el sector servicios como en las pymes. Por otra parte, pese a la debilidad de la renta disponible, el consumo se benefició de los incentivos del Gobierno a la compra de bienes. En el mercado laboral, la tasa de paro se situó en el 5% en marzo —dos décimas inferior a la de diciembre—, debido a la recuperación del empleo en el primer trimestre. Los precios de consumo y al por mayor continuaron cayendo en términos interanuales, aunque con menor intensidad, debido al alza de los precios del petróleo. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1%, pero decidió ampliar las operaciones de mercado monetario a tipo fijo aprobadas en diciembre, hasta un monto equivalente al 4,2% del PIB. Además, a finales de abril revisó al alza sus perspectivas de crecimiento para el año fiscal 2010-2011, pasando del 1,3% al 1,8%.

La economía del Reino Unido prosiguió su gradual recuperación en el primer trimestre, con un crecimiento del PIB del 0,2% trimestral (-0,3% interanual) —cifra de avance—, frente al 0,4% del cuarto trimestre. Esta evolución ya fue anticipada por los indicadores de producción industrial y de sentimiento empresarial del primer trimestre, que apuntaban una visión positiva de la deman-



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.  
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
 c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.  
 d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.  
 e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.  
 f. Datos anuales.

da externa y un cierto pesimismo respecto a la evolución de la demanda interna —en especial, del gasto en inversión—. Asimismo, las ventas al por menor mantuvieron un tono de debilidad en marzo, afectadas todavía por la subida del IVA en enero y una persistente restricción crediticia. Por su parte, el mercado laboral sigue mostrando signos de cierta estabilidad dentro de su fragilidad, si bien la tasa de paro repuntó ligeramente en febrero, situándose en el 8%. Por otra parte, se observó una menor actividad en el mercado inmobiliario, algo atribuible en parte a que en diciembre finalizó la exención fiscal por compra de vivienda. En el primer trimestre la inflación aumentó notablemente —en marzo se elevó hasta el 3,4% interanual—, por los efectos temporales derivados del incremento en el precio del petróleo y el aumento del IVA a principios de año. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5% y, desde febrero, estableció una pausa en el programa de compra de activos. Finalmente, el Go-

bierno presentó el presupuesto para 2010, que incluye medidas para seguir apoyando la recuperación, al tiempo que perfila los planes de consolidación fiscal de medio plazo.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea fuera del área del euro, la caída del PIB en el cuarto trimestre se moderó hasta el  $-2,2\%$  interanual en promedio, frente al  $-3,6\%$  del tercer trimestre, si bien con marcadas diferencias entre los países —desde una caída en torno al  $18\%$  en Letonia hasta un crecimiento del  $3,1\%$  en Polonia, el único país con tasa interanual positiva—. En el conjunto de 2009, el PIB agregado disminuyó un  $3,6\%$  en comparación con 2008. La gradual mejoría económica continúa apoyada en la recuperación de las exportaciones, mientras que la demanda interna —tanto el consumo como la inversión— permanece estancada. No obstante, en el primer trimestre la producción industrial siguió mejorando, gracias a la expansión del sector exportador, mientras que todavía no hay signos de reactivación en el consumo privado. A lo largo del trimestre, la inflación se mantuvo moderada y en marzo disminuyó una décima, hasta el  $2,7\%$  interanual. En esta situación, Letonia, Rumanía y Hungría redujeron sus tipos de interés oficiales. En el ámbito fiscal, se registró un notable deterioro generalizado de los saldos públicos y de la deuda bruta en 2009 —con la excepción de Estonia—. El déficit público ascendió, en promedio, al  $6,6\%$  del PIB y la deuda bruta se elevó hasta el  $43\%$ . En la segunda reunión plenaria de la denominada «Iniciativa de Viena» —con participación, entre otros, de las autoridades nacionales, de los principales organismos internacionales y de los grupos bancarios con intereses en la región— se propuso fomentar el desarrollo de los mercados de capitales en moneda local y establecer una apropiada política prudencial de regulación para la concesión de préstamos en moneda extranjera. De hecho, algunos países, como Hungría y Polonia, ya se habían anticipado a establecer límites a la concesión de préstamos.

En China, el PIB se aceleró en el primer trimestre, al crecer un  $11,9\%$  interanual, superior al  $10,7\%$  del cuarto trimestre. Esta fuerte expansión confirmó el vigor que apuntaban la producción industrial, la inversión en activos fijos y las ventas al por menor. Por el contrario, en el frente exterior, el superávit comercial disminuyó significativamente en el primer trimestre —de hecho, en marzo se registró el primer déficit desde 2004—, por el fuerte crecimiento de las importaciones (un  $65\%$  interanual), mientras que las exportaciones aumentaron en torno al  $24\%$ . No obstante, continuaron acumulándose reservas, que a finales de marzo ascendieron a 2,4 billones de dólares. En un contexto de gradual desaceleración de la oferta monetaria y de los préstamos bancarios —por el efecto de las medidas restrictivas—, la inflación se redujo tres décimas en marzo, hasta el  $2,4\%$  interanual. En el resto de Asia, la actividad económica y el sector exterior continuaron mostrando un notable dinamismo en el primer trimestre, y en algunos países se aprecian signos de recalentamiento. La inflación ha tendido a disminuir en la mayoría de países —con la notable excepción de la India, donde se elevó al  $9,9\%$  interanual en marzo—. Esta evolución de los precios propició que la India —en dos ocasiones— y Malasia aumentaran sus tipos de interés oficiales a lo largo del trimestre. Asimismo, la fuerte aceleración de la actividad en Singapur y las presiones inflacionistas indujeron, a mediados de abril, a reevaluar su tipo de cambio y a anunciar la gradual apreciación de las bandas de intervención en el futuro.

En América Latina, el PIB creció un  $1,3\%$  interanual en el cuarto trimestre, tras tres trimestres consecutivos de caídas, de forma que en el conjunto de 2009 la actividad se contrajo un  $2,1\%$  —había crecido un  $4,2\%$  en 2008—. La recuperación se ha apoyado en la contribución positiva de la demanda externa y en la reactivación de la demanda interna, en especial del consumo privado. Los indicadores del primer trimestre apuntarían a una aceleración de la recuperación, que sería más acusada en Brasil y algo menos vigorosa en México. En el trimestre, la inflación siguió una senda al alza, por el aumento de los precios de los alimentos y de los



combustibles, y en marzo ascendió al 6,5% interanual en el conjunto de la región, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 6,6%. En Brasil, la evolución de los precios, unida al dinamismo de la actividad, propició que el banco central aumentase en 75 pb el tipo de interés oficial. Por el contrario, Colombia lo redujo, por sorpresa, en 50 pb, mientras que en el resto de países los tipos se mantuvieron inalterados. Por su parte, el déficit por cuenta corriente agregado disminuyó en 2009 (del 0,7% al 0,1% del PIB), gracias a la mejoría de las balanzas comerciales. Por otra parte, aumentaron de forma muy notable los flujos por inversiones de cartera —tanto los Gobiernos como las empresas incrementaron sus emisiones de renta fija en los mercados internacionales, especialmente en el cuarto trimestre—, mientras que disminuyeron hasta niveles mínimos de 2006 las entradas de inversión directa. En el ámbito fiscal, los saldos primarios registraron una mejoría generalizada a finales de año, debida a la recuperación de los ingresos. Por su parte, Argentina presentó el nuevo canje de deuda para los tenedores que no accedieron al de 2005.

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

La información disponible sobre el primer trimestre del año apunta a que prosiguió la recuperación en el área del euro, si bien a un ritmo moderado. El impulso del sector exterior no se ha traducido todavía en una mayor fortaleza de la demanda interna, en un contexto en el que algunos de los factores transitorios que impulsaron dicha recuperación, tales como el estímulo fiscal y el cambio en el ciclo de inventarios, se están desvaneciendo y las condiciones climatológicas adversas han podido afectar muy negativamente a la actividad de la rama de la construcción en dicho período. Más a medio plazo, las previsiones publicadas recientemente por los organismos internacionales siguen anticipando un ritmo de salida de la crisis muy gradual en los próximos trimestres, apoyado principalmente por el dinamismo de la demanda externa y por la progresiva normalización de la situación financiera.

Por su parte, la inflación aumentó más de lo esperado en el primer trimestre del año, como consecuencia de incrementos de los componentes más volátiles, la energía y los alimentos no elaborados, que han debido verse afectados por la dureza climatológica del invierno. No obstante, el carácter vacilante de la recuperación de la actividad prevista para los próximos trimestres, junto con la infrautilización de la capacidad instalada y la moderación de los salarios que cabría esperar dada la atonía del mercado de trabajo, no hace prever tensiones inflacionistas significativas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en sus últimas reuniones mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación, así como avanzar —a la vista de la normalización progresiva de los mercados financieros— en el proceso de retirada gradual de las medidas extraordinarias que habían sido adoptadas en los momentos de mayor virulencia de la crisis. Con estas decisiones, el Eurosistema ha mantenido su política de provisión de liquidez en condiciones favorables, al tiempo que previene las distorsiones en los mercados que generaría mantener dichas medidas más tiempo del requerido.

En el ámbito fiscal, los últimos datos proporcionados por los Estados miembros de la UEM acentúan el deterioro de las finanzas públicas en 2009, con un déficit público para el conjunto del área del 6,3% del PIB, 4,3 pp superior al de 2008. Para el año 2010, la agregación de los planes de estabilidad indica un ligero empeoramiento de los saldos presupuestarios, consecuencia principalmente del mantenimiento del estímulo fiscal por parte de Francia y de Alemania, que pospondrían la corrección de sus déficits al período 2011-2013. Por el contrario, los países con saldos negativos más abultados —Irlanda, Grecia, Portugal y España— han presentado planes de estabilidad que proponen ya para el año en curso consolidaciones ambiciosas. En este momento, trece de los dieciséis países de la UEM están sometidos al Procedimiento de Déficit Excesivo, siendo de particular relevancia el caso de Grecia, cuyo déficit y volumen de deuda se situaron, respectivamente, en el 13,6% y el 115% del PIB en 2009.

De hecho, el deterioro de la situación fiscal en Grecia y las tensiones financieras resultantes constituyeron el principal elemento definitorio de la evolución económica de la zona del euro en los primeros meses del año (véase recuadro 2). La acción de las autoridades griegas para reforzar la credibilidad del programa de consolidación fiscal y las medidas acordadas por el Eurogrupo para garantizar la estabilidad financiera del área del euro no lograron, inicialmente, reconducir la situación y el 23 de abril el Gobierno griego solicitó formalmente el apoyo financiero, cuyas condiciones básicas habían sido delineadas en la reunión de los ministros de finanzas del área el 11 de abril. Esta solicitud fue atendida por el Eurogrupo el pasado 2 de

Durante los primeros meses del año, la crisis fiscal de la economía griega ha propiciado un aumento del nivel y de la volatilidad de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública de los países de la zona del euro. Estas tensiones se trasladaron también a los mercados de deuda de otros países de la zona del euro, especialmente en aquellos casos con mayores déficits presupuestarios; a los mercados bursátiles, que registraron abultadas caídas, más intensas en el sector bancario por su exposición a la deuda soberana; y a los mercados de divisas.

El origen de estos episodios se remonta al otoño de 2009, cuando las autoridades griegas desvelaron la grave situación de sus finanzas públicas, que había sido encubierta por deficiencias estadísticas severas, lo que sumió a Grecia en una crisis de confianza institucional que está dificultando la reconducción de sus desequilibrios. Así, a finales de octubre el Gobierno griego reveló que el déficit estimado para ese año ascendía hasta el 12,7% del PIB, cifra casi ocho puntos por encima de la anunciada anteriormente y prolegómeno de una nueva revisión más reciente, hasta el 13,6%. La deuda supera el 115% del PIB, la más elevada de la UEM después de Italia. Esta circunstancia llevó a las principales agencias a rebajar de forma sucesiva la calificación de la deuda soberana griega, al tiempo que su rentabilidad registraba un aumento sustancial, que ha venido a incrementar los costes de financiación de esta economía (véase gráfico 1).

En enero de 2010, el Gobierno griego presentó su programa de estabilidad con un objetivo de reducción del déficit en 2010 relativamente ambicioso (4 pp), pero que se asentaba principalmente en medidas de aumento de los ingresos. Los Jefes de Gobierno de la UE emitieron el 11 de febrero una declaración política de apoyo a la economía griega y, posteriormente, el ECOFIN de 16 de febrero estableció la senda de corrección que debería seguir el déficit griego, al tiempo que exigió una mayor concreción de las medidas necesarias para lograr los objetivos de déficit en 2010 y la introducción de reformas adicionales en los años posteriores. Asimismo, se reforzaron los me-

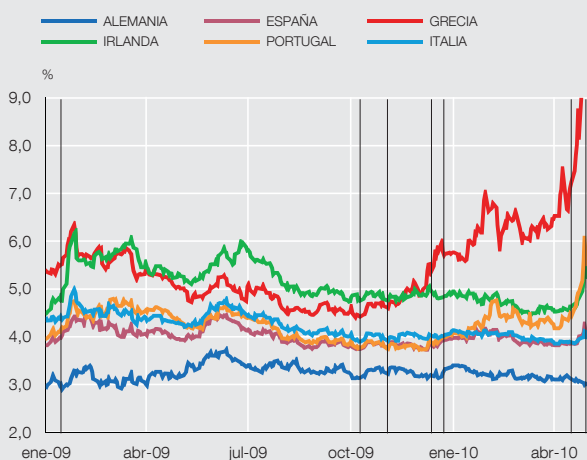
canismos de vigilancia de las cuentas públicas griegas, al exigir a este Gobierno la elaboración de sucesivos informes sobre el estado de aprobación y la ejecución de las iniciativas adoptadas.

A principios de marzo, el Gobierno griego adoptó medidas fiscales complementarias, entre las que destacan la reducción de los salarios de los empleados públicos y el incremento de los tipos del IVA. No obstante, el deterioro de las cuentas públicas griegas había sido tan intenso que resultaba muy difícil vencer la incertidumbre sobre su sostenibilidad a medio y a largo plazo. En este clima, se añadieron dudas sobre la capacidad que tendría esta economía para refinanciar los elevados vencimientos de deuda a los que tiene que hacer frente en los próximos tres años.

Ante la gravedad de la situación y los riesgos que la misma comportaba para la estabilidad del área del euro, las instituciones europeas se vieron obligadas a establecer un mecanismo de emergencia a finales de marzo, para atajar las posibles dificultades de financiación del Gobierno griego. En su reunión del 11 de abril, el Eurogrupo delineó los detalles de este mecanismo. Pero en los últimos días de abril la rentabilidad de los bonos griegos volvió a registrar nuevos máximos históricos y los CDS, que aproximan el coste de asegurar el riesgo de impago de la deuda soberana, aumentaron a todos los plazos, y especialmente en los plazos más cortos, lo que refleja que los mercados aún asignaban una probabilidad no desdeñable a una eventual reestructuración de la deuda por parte de esta economía (véase gráfico 2).

El viernes 23 de abril, Grecia solicitó de manera formal la activación de este mecanismo de ayuda. Su petición fue atendida en la reunión extraordinaria del Eurogrupo celebrada el 2 de mayo, donde se llegó a un acuerdo histórico, por su ambición y grado de consenso, para ayudar al Gobierno griego. El mecanismo aprobado contempla un programa de préstamos conjunto de los países de la zona del euro y del FMI, que tendrá una duración de tres años. Los países de la zona

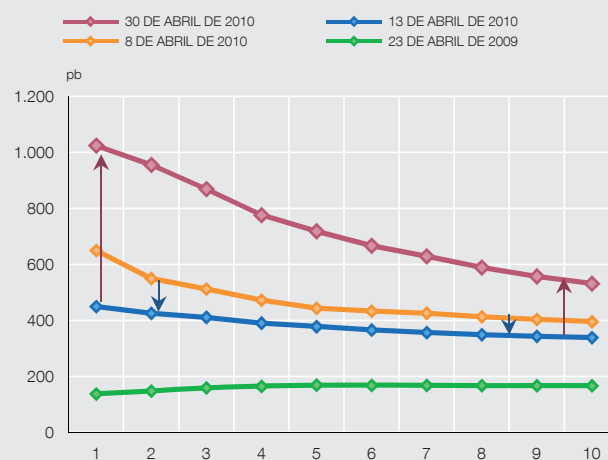
1 TIPO DE BONOS DEL TESORO A DIEZ AÑOS (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Datastream.

a. Las líneas verticales indican las fechas de empeoramiento del rating de la deuda de Grecia.

2 ESTRUCTURA TEMPORAL DE CDS (AÑOS)



del euro concederán préstamos bilaterales por un importe de 80 mm de euros (30 mm el primer año), que se incrementará con una aportación del FMI de 30 mm. De este modo, la magnitud total de los préstamos asciende a un 45% del PIB griego. Para establecer el tipo de interés de esta aportación se utilizará como referencia el EURIBOR a tres meses para los préstamos a tipo variable o la correspondiente referencia del *swap* del EURIBOR para los préstamos a tipo fijo, añadiendo un coste adicional de 300 pb (más otros 100 pb si el préstamo es a más de tres años). Además, los costes operativos se cubrirán con una comisión de 50 pb. Por ejemplo, a mediados de abril un préstamo a tipo fijo a tres años se habría realizado a un interés próximo al 5%, a medio camino entre los tipos concesionales que habitualmente aplica el FMI a estos préstamos y los tipos de mercado. Los primeros desembolsos tendrán lugar antes del 19 de mayo, fecha en la que el Gobierno griego debe afrontar la refinanciación de un importante volumen de deuda.

La concesión de este préstamo está sujeta a una estricta condicionalidad, que se concreta en un programa de reformas que el FMI, la Comisión Europea y el BCE han consensuado con las autoridades griegas. De hecho, el mismo 2 de mayo el Consejo de Ministros de Grecia aprobó un nuevo paquete de medidas fiscales de gran alcance, en el que establecen, entre otras, un aumento adicional de los tipos del IVA (el tipo medio aumenta de nuevo dos puntos, hasta situarse en el 23%), mayores recortes en los salarios de los empleados públicos y una congelación de las pensiones durante los próximos tres años. El objetivo final de este nuevo paquete es reducir el déficit griego en 5 pp del PIB en 2010, situándolo por debajo del 3% en 2014. La aplicación de este conjunto de medidas estará sujeta a un estricto seguimiento de carácter trimestral por parte del FMI, del BCE y de la Comisión Europea. El paquete contiene, además, reformas estructurales que tratan de recobrar la confianza en las instituciones de esta economía.

mayo mediante la aprobación, por unanimidad, de un programa que contempla un volumen de préstamos bilaterales de hasta 110 mm de euros en tres años (80 mm procedentes de los Estados miembros del área, y el resto, del FMI). Este plan está sujeto a una estricta condicionalidad y los avances en el severo programa de ajuste fiscal y de reformas estructurales negociado por las autoridades helenas con la Comisión Europea, el FMI y el BCE, y aprobado por el Gobierno griego el mismo 2 de mayo como paso previo a la activación del plan de ayudas, serán evaluados trimestralmente (véase recuadro 2). Al cierre de este Boletín, los tipos de interés de la deuda griega continuaban en niveles muy elevados y se habían producido algunos brotes de contagio a otras economías del área; singularmente, Portugal, aunque también Irlanda, Italia y España.

La crisis griega ha incrementado la conciencia sobre la necesidad de reforzar la gobernanza del área de euro y de establecer los mecanismos multilaterales que aseguren una mayor coordinación de las políticas económicas nacionales. En este sentido, la Comisión ha anunciado que en mayo presentará iniciativas en tres áreas claves: en primer lugar, el reforzamiento de los procedimientos multilaterales de vigilancia de la evolución de la competitividad y de detección temprana de desequilibrios externos; en segundo lugar, la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, fortaleciendo tanto los mecanismos de detección de los desequilibrios fiscales como los instrumentos que garantizan un cumplimiento más estricto de los compromisos adquiridos; y, en tercer lugar, la formalización de un mecanismo de resolución de crisis y un marco permanente que garantice, sujeto a la condicionalidad apropiada, el apoyo financiero a países miembros en dificultades.

### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB del área registró un crecimiento nulo en el cuarto trimestre de 2009, cuatro décimas menos que en el período julio-septiembre (véase cuadro 1). Esta ralentización obedeció a que los componentes más dinámicos del trimestre anterior —el consumo público y la variación de inventarios— redujeron marcadamente su contribución, mientras que el gasto privado siguió restando impulso a la actividad. A pesar de la continua mejora en el clima de confianza, el consumo privado no varió y la inversión disminuyó con intensidad, por el empeoramiento de todos sus componentes (véase gráfico 8). Por ello, la aportación de la demanda interna al crecimiento del PIB —exclui-

	2008		2009				2010	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	-0,4	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,0		
Consumo privado	0,0	-0,6	-0,5	0,1	-0,1	0,0		
Consumo público	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	-0,1		
Formación bruta de capital fijo	-1,3	-4,1	-5,2	-1,6	-0,9	-1,3		
Importaciones	0,1	-4,8	-7,6	-2,8	2,9	1,3		
Exportaciones	-1,1	-7,3	-8,0	-1,1	2,9	1,9		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	-0,2	-1,1	-1,2	-0,1	-0,1	-0,3		
<i>Variación de existencias</i>	0,3	0,3	-1,0	-0,7	0,5	0,1		
<i>Demanda exterior neta</i>	-0,5	-1,1	-0,2	0,6	-0,1	0,2		
PIB (tasa de variación interanual)	0,4	-1,9	-5,0	-4,9	-4,1	-2,2		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-3,4	-5,9	-7,7	-2,7	0,9	2,0	3,0	
Sentimiento económico	92,4	80,0	71,5	75,6	84,1	91,9	96,6	100,6
PMI compuesto	47,6	40,2	37,6	43,2	49,5	53,6	54,4	57,3
Empleo	-0,3	-0,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,3		
Tasa de paro	7,6	8,0	8,8	9,3	9,7	9,8	10,0	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	3,6	1,6	0,6	-0,1	-0,3	0,9	1,4	
IPRI	7,8	1,2	-3,2	-6,5	-7,6	-2,9	-0,4	
Precio del petróleo (valor en dólares)	98,1	40,5	46,8	68,8	67,7	74,4	78,8	84,5
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,5	3,8	4,1	4,2	3,8	4,0	4,0	4,6
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-0,88	-1,76	-1,31	-0,63	-0,47	-0,17	-0,08	3,78
Tipo de cambio dólar/euro	1,430	1,392	1,331	1,413	1,464	1,441	1,348	1,332
Apreciación/depreciación del TCEN-21 (b)	-1,0	2,5	-0,6	-0,9	0,2	-1,0	-4,5	-5,5
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-30,9	-44,3	-15,5	-2,0	17,2	21,0	-1,2	-5,0

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

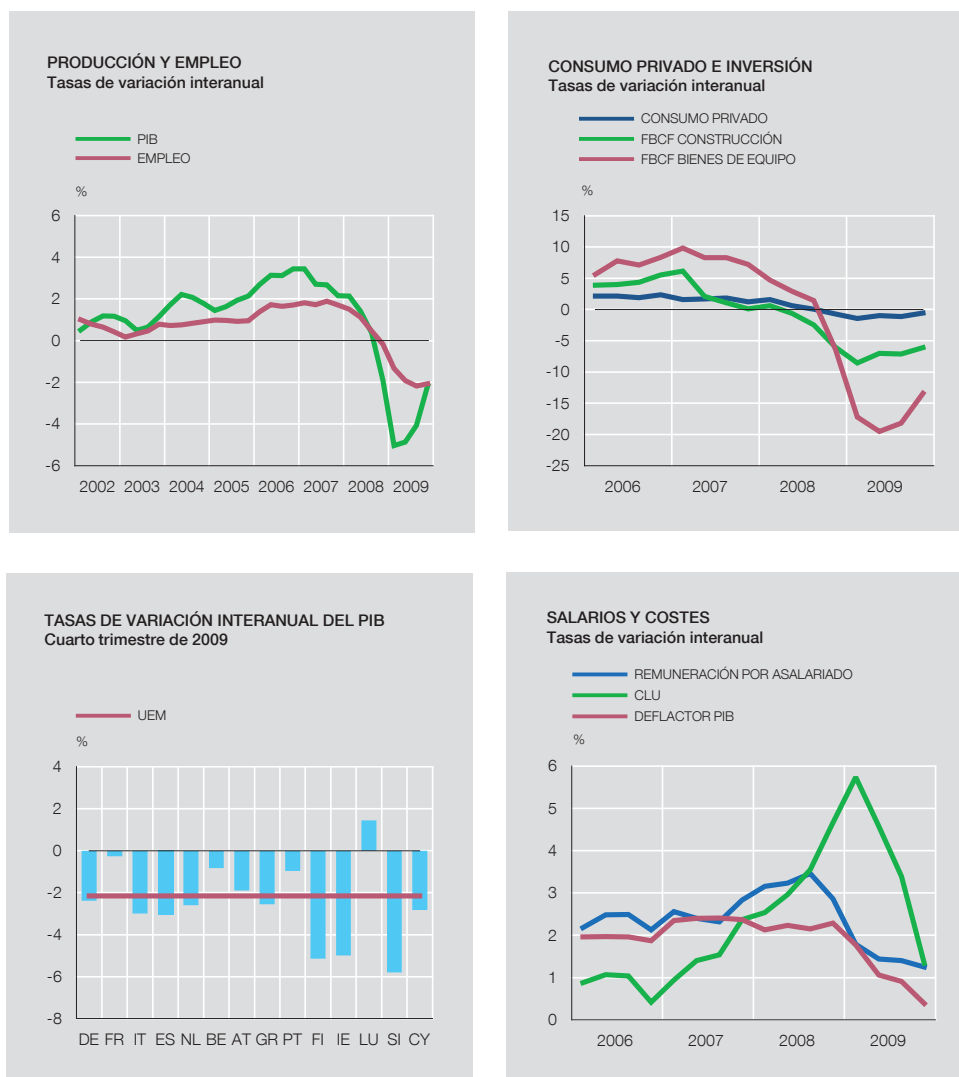
a. Información disponible hasta el día 30 de abril de 2010.

b. Variación porcentual acumulada en el año.

das existencias— fue negativa, mientras que la de la demanda exterior neta fue positiva, gracias al mayor ritmo de avance de las exportaciones que de las importaciones. En términos interanuales, el PIB cayó un 2,1%. El desglose del producto por ramas de actividad revela un retroceso generalizado en todas ellas, excepto en los servicios de intermediación y en la administración.

La ralentización en el crecimiento de la actividad durante el último trimestre del año y su composición fue desigual entre los países miembros de la UEM. El PIB en Alemania se mantuvo estable, ya que la contribución positiva del sector exterior compensó completamente la caída de la demanda interna y la aportación negativa de las existencias. En Francia, sin embargo, la marcada aceleración del consumo privado y, en menor medida, del público aumentó el ritmo de avance intertrimestral del PIB, hasta el 0,6%. Sin embargo, el sector exterior restó dinamismo a la actividad. Finalmente, el PIB de Italia se redujo un 0,3% en relación con el tercer trimestre, por el retroceso del consumo, la inversión y la demanda exterior neta, parcialmente contrarrestados por la contribución positiva de las existencias.

La disminución del empleo se moderó en el cuarto trimestre de 2009, hasta registrar una contracción del 0,2%, que se tradujo en una caída interanual del 2%. Los descensos, aunque generalizados en todas las ramas, fueron más acusados en la industria (-1,1% en relación con



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

el trimestre anterior). El ritmo de retroceso del empleo y del producto fue similar, lo que suavizó sustancialmente la caída interanual de la productividad aparente del trabajo, hasta el  $-0,3\%$  (véase recuadro 3). Este comportamiento, unido a la moderación salarial, supuso una importante desaceleración del coste laboral unitario, cuya tasa de crecimiento interanual alcanzó el  $1,6\%$ . No obstante, este aumentó por encima del deflactor del PIB, por lo que los márgenes empresariales volvieron a estrecharse (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente apunta a que la actividad real del área ha podido registrar un ritmo de avance positivo, aunque moderado, en la primera parte del año (véase gráfico 9). Por el lado de la oferta, con información hasta febrero, los pedidos industriales y, sobre todo, la producción industrial aumentaron en relación con el trimestre anterior. Sin embargo, la producción del sector de la construcción se contrajo fuertemente, condicionada en gran medida por la crudeza climatológica del invierno. Los indicadores de confianza prolongaron su senda ascendente y se situaron por encima del promedio de largo plazo tanto en el caso de las encuestas de la Comisión Europea como, sobre todo, en el de los gestores de compras, comportamiento que ha continuado en abril. Por otra parte, la tasa de paro aumentó en febrero hasta el  $10\%$ , mientras que los indicadores cualitativos del mercado de trabajo mejoraron, aunque todavía permanecen por debajo de sus valores medios históricos.

La crisis económica y financiera que ha atravesado la UEM se ha traducido en una fuerte contracción de la actividad, que, sin embargo, no se ha visto correspondida en el conjunto del área del euro con un ajuste significativo del empleo (véase cuadro 1). Así, durante el período bajista de este ciclo —comprendido entre el primer trimestre de 2008 y la primavera de 2009—, el PIB acumuló una caída del 5,2%, muy superior a la registrada en el número de empleados, del 1,7%.

La escasa respuesta del mercado laboral en este período contrasta con lo acontecido en la etapa recesiva de comienzos de los noventa, cuando el empleo se mostró más reactivo al deterioro de la actividad (véase gráfico 2). De hecho, la elasticidad del empleo al PIB en esta coyuntura es aproximadamente cuatro veces inferior a la del período 1992-1993. Esta evolución resulta aún más inopinada si se tiene en cuenta que, en este último período, la compensación real por empleado ha aumentado a pesar de la abultada caída de la productivi-

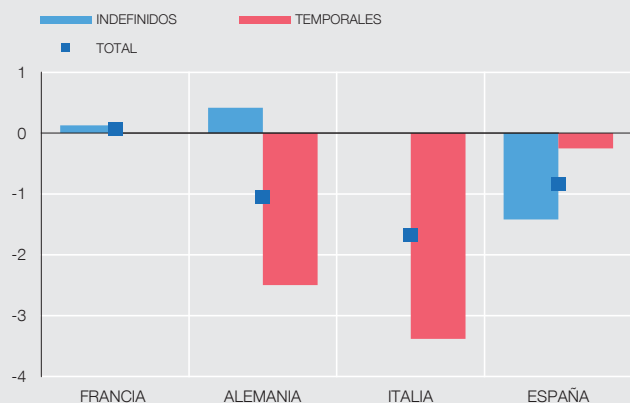
dad —al contrario de lo ocurrido en los noventa—, lo que debería haber conducido a una mayor destrucción de empleo. Además, el aumento de la flexibilidad contractual que ha tenido lugar en estos años podría haberse traducido también en una mayor sensibilidad del empleo al ciclo (véase gráfico 3).

La información relativa al número de horas trabajadas totales apunta a que la baja elasticidad del empleo a la situación económica está relacionada en parte con el hecho de que, a nivel del conjunto del área del euro, empresarios y trabajadores han hecho un uso más intensivo de las oportunidades para reducir la jornada laboral conservando los puestos de trabajo (véase cuadro 1). Esta estrategia ha estado apoyada fundamentalmente en los programas de sostenimiento del empleo introducidos, o ampliados, en la mayoría de los países europeos, siendo Alemania el caso más paradigmático. Así, el *Kurzarbeit* alemán permite que todos los trabajadores, incluidos los contratados a través de una agencia de trabajo temporal, se acojan

1 CRECIMIENTO ACUMULADO EN LOS PERÍODOS RECESIVOS (a) (b)

	I TR 92- II TR 93	I TR 08- II TR 09	II TR 09- IV TR 09
PIB	-1,6	-5,2	0,4
<b>EMPLEO</b>			
Empleados totales	-1,9	-1,7	-0,8
Horas trabajadas totales	-2,8	-3,3	-0,1
Horas por empleado	-0,9	-1,5	0,7
Elasticidad empleados - PIB	1,2	0,3	-1,7
Elasticidad horas trabajadas - PIB	1,8	0,6	-0,1
<b>COMPENSACIÓN NOMINAL Y REAL</b>			
Compensación total nominal	2,7	0,5	0,0
Compensación nominal por empleado	4,7	2,2	0,8
Compensación nominal por hora trabajada	3,6	2,1	-0,7
Deflactor del PIB	4,6	1,8	0,2
Compensación total real	-2,9	-1,3	-0,2
Compensación real por empleado	-0,9	0,5	0,6
Compensación real por hora trabajada	0,0	2,0	-0,2
<b>PRODUCTIVIDAD</b>			
Productividad por empleado	0,3	-3,4	1,2
Productividad por hora trabajada	1,2	-1,9	0,5

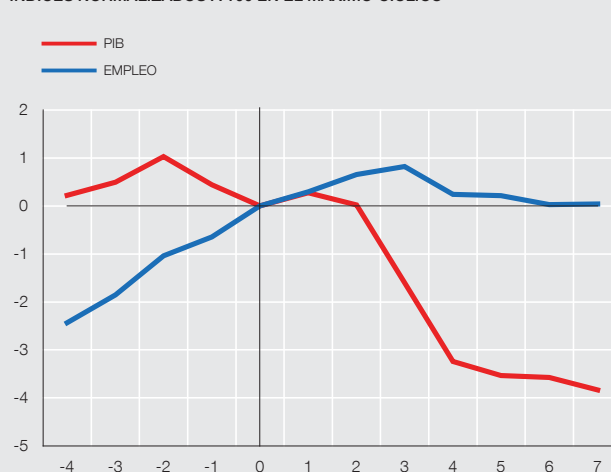
3 CAMBIO EN EL GRADO DE PROTECCIÓN DEL EMPLEO ENTRE 1990 Y 2008



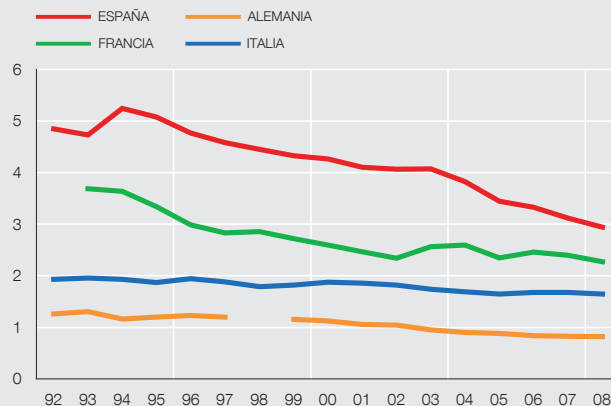
FUENTES: Eurostat y OCDE.

- a. Las etapas contractivas están definidas como el período entre el último trimestre de crecimiento positivo intertrimestral y último trimestre de descenso intertrimestral.
- b. La última columna recoge los dos últimos datos disponibles. Estos dos trimestres no se consideran como etapa recesiva.

2 EVOLUCIÓN DEL PIB Y DEL EMPLEO. DIFERENCIA ENTRE LAS RECESIONES DE 2008 Y 1992 (a)



4 RATIO ENTRE COHORTES DE 25-34 AÑOS Y DE 50-59 AÑOS. POBLACIÓN ACTIVA CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS



a los programas de sostenimiento del empleo durante un período máximo de 24 meses, comprometiéndose el Gobierno a financiar hasta un 67% de la reducción del salario y un 50% de las contribuciones a la Seguridad Social de las horas no trabajadas. Los programas del resto de países son bastante similares, aunque con algunos matices tanto en la duración de los mismos como, en menor medida, en su cuantía. Así, en relación con la duración, destaca en un extremo el caso italiano, donde determinadas empresas tienen la posibilidad de acogerse a los programas de reducción bonificada de las horas trabajadas durante un máximo de cuatro años, mientras que en Holanda el tiempo máximo no supera los 15 meses. Por su parte, en relación con el porcentaje de salario subvencionado, casi todos los Gobiernos garantizan entre el 70% y el 80% del salario, con la excepción de Austria, en donde, si la reducción de horas trabajadas no está vinculada a formación, el complemento estatal no supera el 55% del salario neto.

Adicionalmente, la relativa contención del empleo podría haber estado impulsada además no solo por los programas de ayuda gubernamentales, sino también por la respuesta de las propias empresas, que, ante un *shock* de demanda que juzgan transitorio, optan por mantener a sus trabajadores en un entorno en el que la fuerza laboral cualificada es cada vez menor. Los datos sobre educación de la población activa muestran cómo en las dos últimas décadas la propor-

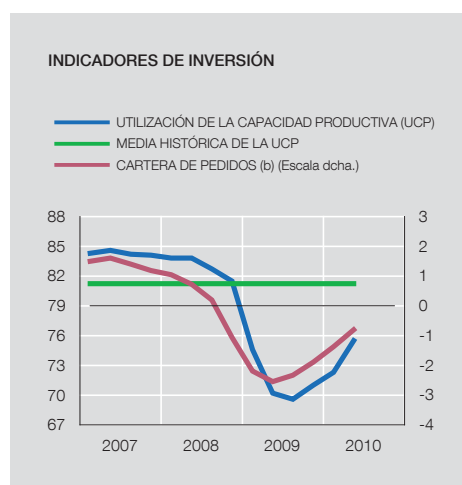
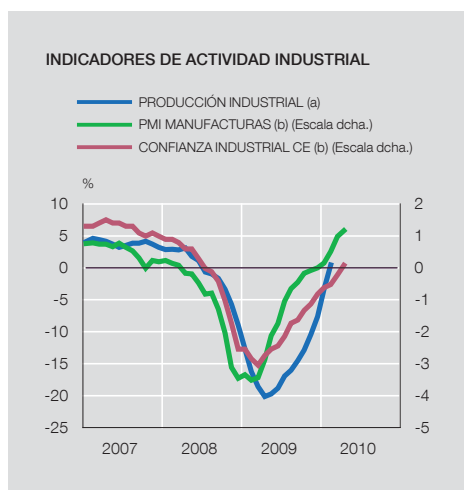
ción de trabajadores cualificados ha aumentado significativamente. Así, por ejemplo, en países como Francia o España el peso de los jóvenes con estudios universitarios dentro de su cohorte (25-34 años) ha pasado de representar un 25% y 28%, respectivamente, a situarse a finales de 2009 por encima del 40%. Sin embargo, en un contexto de inversión de la pirámide poblacional, donde las nuevas cohortes entrantes en la población activa son cada vez más estrechas, la mayor inversión en capital humano de los jóvenes puede no ser suficiente para sustituir a las cohortes salientes. Esta parece ser la situación en Alemania, donde la tasa de reemplazo de los activos universitarios que se muestra en el gráfico 4 se ha situado en los últimos años por debajo del valor crítico de la unidad.

No debe olvidarse, sin embargo, que la efectividad a medio y largo plazo de estas actuaciones dependerá crucialmente de la persistencia de las perturbaciones de demanda. En particular, si en determinadas empresas o sectores la contracción económica responde a factores de carácter más estructural (sectores sobredimensionados, por ejemplo), las decisiones adoptadas podrían terminar resultando contraproducentes. De hecho, la recepción de las subvenciones actualmente está supeditada a que el empleado permanezca en una misma empresa, desincentivando los ajustes en la estructura productiva necesarios para corregir los desequilibrios sectoriales, lo que podría lastrar el proceso de salida de la crisis.

En la vertiente de la demanda, los indicadores reflejan la prolongación de la atonía del gasto interno y cierto dinamismo de la demanda procedente del exterior. Así, las ventas al por menor y las matriculaciones retrocedieron con datos hasta febrero, afectadas estas últimas por la retirada de los planes de ayuda a la compra de automóviles, y la confianza de los consumidores apenas avanzó en los primeros meses del año. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, el grado de utilización de la capacidad productiva registró un ascenso en los primeros meses del año, mientras que la valoración de la cartera de pedidos de la industria de la Comisión Europea se incrementó notablemente a lo largo del primer trimestre y en abril, si bien ambos permanecieron en niveles muy por debajo de sus medias de largo plazo. Por otra parte, la información de enero y febrero refleja, en media, un aumento moderado de las ventas al exterior, mientras prosigue la mejora de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores. Finalmente, el indicador de la valoración del nivel de existencias de la Comisión Europea sugiere que, durante la primera parte del año, la contribución de la variación de existencias al PIB podría ser nula o ligeramente positiva.

En definitiva, los últimos datos disponibles señalan una expansión moderada del producto en los primeros meses del año, en un contexto de debilidad de la demanda interna y de gradual desaparición de los factores de naturaleza transitoria que estaban sosteniendo la recuperación, como la contribución de las políticas económicas y de las existencias. A medio plazo, las últimas previsiones de los organismos internacionales dibujan una senda de recuperación económica gradual y lenta para los próximos dos años, condicionada por diversos factores (véase cuadro 2). En particular, las desfavorables perspectivas del mercado laboral y la atonía en la confianza de los consumidores limitarían la fortaleza del consumo privado, mientras que el exceso de la capacidad instalada y las expectativas de beneficios reducidas dificultarían el despegue de la inversión. A su vez,





FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b. Series normalizadas.

c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2010		2011	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (marzo 2010)	0,4-1,2	0,8-1,6	0,5-2,5	0,9-2,1
Comisión Europea (febrero 2010)	0,7	—	1,1	—
FMI (abril 2010)	1,0	1,1	1,5	1,3
OCDE (noviembre 2009)	0,9	0,9	1,7	0,7
<i>Consensus Forecast</i> (abril 2010)	1,2	1,2	1,5	1,4
Eurobarómetro (marzo 2010)	1,2	1,1	1,6	1,4

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

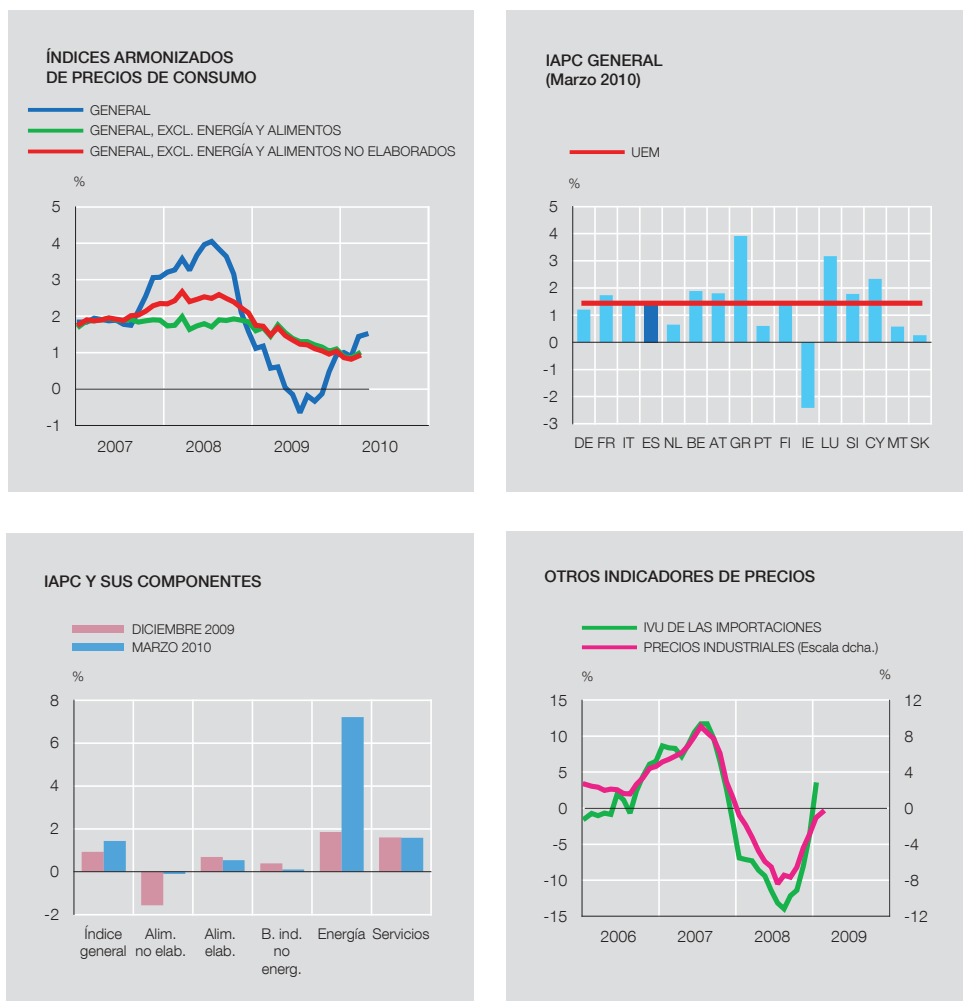
a. Tasas de variación anual.

es previsible que el crecimiento mundial previsto no se traslade completamente a la demanda de exportaciones de la UEM por la especialización de su comercio en zonas que experimentan una recuperación menos dinámica, como Europa del Este. Finalmente, la necesidad del sector privado de la economía de recomponer sus balances tras la crisis, junto con la consolidación fiscal iniciada en algunos países, tenderán a moderar el ritmo de recuperación de la demanda interna.

A lo largo del primer trimestre del año, la inflación en la UEM se elevó, hasta situarse, según la estimación preliminar de Eurostat, en el 1,5% en abril (véase gráfico 10). Este repunte inesperado obedeció principalmente a factores transitorios, que es previsible que desaparezcan en los próximos meses. En particular, las condiciones climatológicas especialmente adversas del invierno podrían explicar parte del aumento de los precios energéticos y la interrupción del ritmo de caída de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que el efecto del adelanto de la Semana Santa habría impulsado algo más de lo anticipado los precios de algunos servicios, como los de paquetes turísticos. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se redujo en una décima entre diciembre y marzo, hasta el 0,9%. Por otra parte, los precios industriales redujeron su caída interanual hasta el -0,5% en febrero, tras el -1,1% de enero, como consecuencia, fundamentalmente, de la evolución del componente energético.

Es previsible que la inflación continúe registrando tasas muy moderadas en los próximos meses por la debilidad de la demanda, reflejada en el notable grado de holgura de la capacidad productiva. De este modo, las últimas previsiones del FMI, publicadas a finales de abril, estiman que la inflación se situaría en el 1,1% y el 1,3% en 2010 y 2011, respectivamente. Posibles riesgos al alza sobre este escenario podrían derivarse de un mayor encarecimiento de las materias primas, así como de posibles incrementos de impuestos indirectos y precios administrados, para cumplir los objetivos de consolidación fiscal recogidos en los planes de estabilidad recientemente aprobados por la Comisión Europea.

La balanza por cuenta corriente de la UEM, de acuerdo con las estimaciones publicadas por el BCE, acumuló, entre enero y febrero de 2010, un déficit de 20 mm de euros (un 1,3% del PIB de la UEM), por debajo de los 29 mm de euros (2% del PIB) observados en el mismo período del año anterior. Esta mejoría obedeció a que, con la excepción de la balanza de transferencias corrientes, cuyo déficit aumentó ligeramente, el resto de componentes mostró un comportamiento más favorable. Así, la balanza de bienes mantuvo el saldo negativo, aunque de menor magnitud, como consecuencia de un aumento mayor de las exportaciones que de las importaciones, mientras que el superávit de la balanza de servicios aumentó y el déficit de la balanza de rentas se tornó nulo. Por su parte, en relación con la cuenta financiera durante el mismo período, las salidas netas de capital en forma de inversión directa ascendieron a 3 mm de euros,

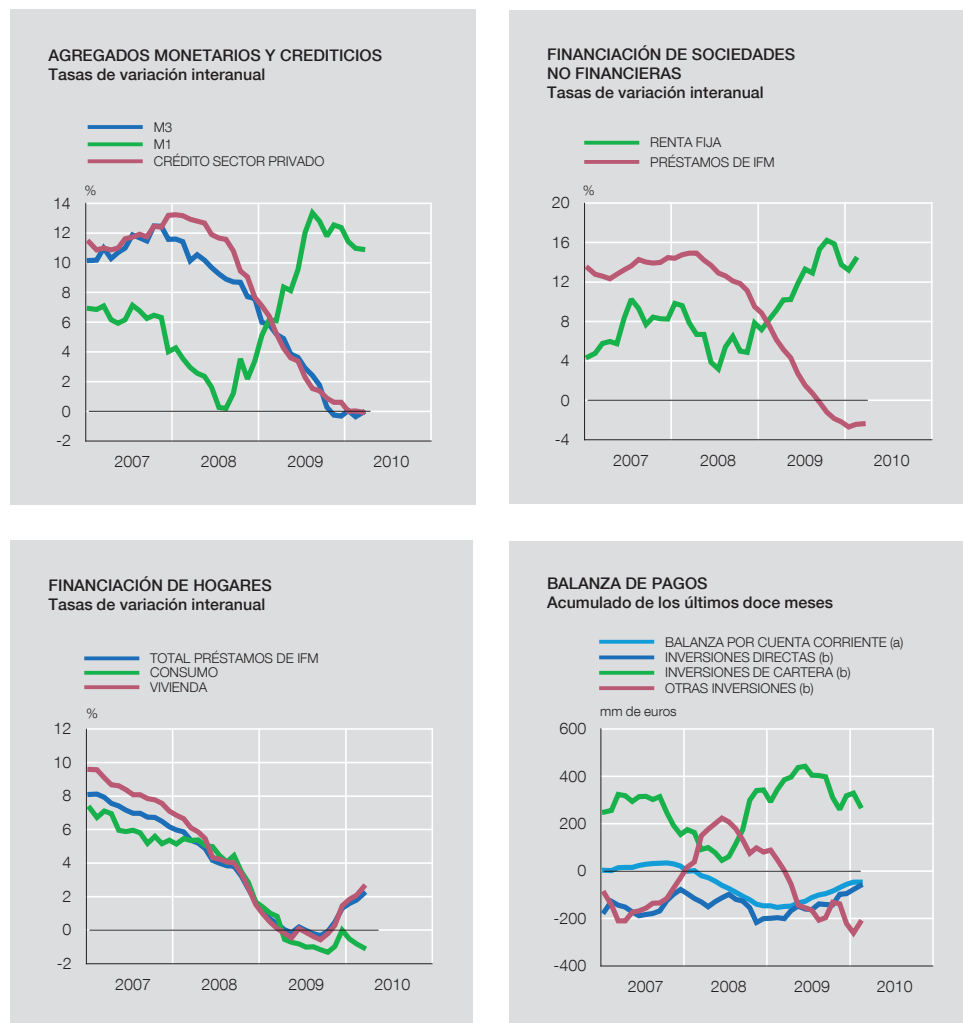


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

una décima parte de los 37 mm del mismo período de 2009, mientras que en forma de inversión de cartera se produjo una entrada neta de 10 mm de euros, menor que los 53 mm del mismo período el año anterior. Con todo, la balanza básica, que aún a estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, apenas varió, alcanzando un saldo negativo de 12,8 mm de euros (véase gráfico 11).

Según los últimos datos notificados por los Estados miembros de la UEM a la Comisión Europea en primavera, el déficit público del conjunto del área en 2009 habría aumentado 4,7 pp, hasta el 6,3% del PIB (véase cuadro 3). Esta cifra, de acuerdo con la agregación de los datos recogidos en los planes de estabilidad presentados durante los últimos meses, se incrementaría en cuatro décimas en 2010, para ir corrigiéndose de forma gradual en los años siguientes, hasta alcanzar en 2013 el objetivo del 3% marcado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este momento, trece de los dieciséis países de la UEM (Chipre, Finlandia y Luxemburgo constituyen la excepción) están sujetos a Procedimiento de Déficit Excesivo, siendo de particular relevancia el caso de Grecia, cuyo déficit y volumen de deuda se situaron, respectivamente, en el 13,6% y en el 115% del PIB en 2009 (véase recuadro 2).

El ligero empeoramiento de las cuentas públicas que se espera en 2010 para el conjunto del área es producto de las distintas estrategias de consolidación fiscal adoptadas a nivel nacio-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
- b. Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

nal. Así, los países con déficits más elevados —Grecia, Irlanda y España— han establecido programas de ajuste ya para 2010, mientras que Francia y Alemania mantendrán el estímulo fiscal durante este año, concentrando su consolidación en el período 2011-2013. Finalmente, de acuerdo con estos planes, la deuda pública alcanzaría el 83,8% del PIB en 2010, desde el 78,6% previsto para 2009 y el 69,3% de 2008.

La Comisión Europea, a finales de marzo, valoró positivamente los planes de estabilidad presentados por los Estados miembros, puesto que permitirían corregir los saldos presupuestarios de aquellos que se enfrentan a Procedimientos de Déficit Excesivo en los plazos propuestos. No obstante, expresó ciertas reservas sobre el relativo optimismo de los escenarios macroeconómicos en los que se basan dichas proyecciones, solicitó una mayor concreción de las medidas que se deberían adoptar e incidió en la necesidad del cumplimiento estricto de las medidas recogidas en los planes de estabilidad.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

El deterioro de la situación fiscal en Grecia devino en los primeros meses del año en una crisis financiera que elevó las rentabilidades exigidas a la deuda griega hasta cotas sin parangón desde la creación de la UEM. Los mercados financieros del área se vieron muy afectados por

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2007	2008	2009		2010	
		PDE (b)	PE (c)	FMI (d)	PE (c)	
Bélgica	-0,2	-1,2	-6,0	-5,9	-5,1	-4,8
Alemania	0,2	0,0	-3,3	-3,2	-5,7	-5,5
Grecia	-3,7	-7,7	-13,6	-12,7	-8,7	-8,7
España	1,9	-4,1	-11,2	-11,4	-10,3	-9,8
Francia	-2,7	-3,4	-7,5	-7,9	-8,3	-8,2
Irlanda	0,3	-7,2	-14,3	-11,7	-12,1	-11,6
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3	-5,3	-5,0
Luxemburgo	3,7	2,5	-0,7	-1,1	-3,8	-3,9
Holanda	0,2	0,7	-5,3	-4,9	-5,9	-6,1
Austria	-0,6	-0,4	-3,4	-3,5	-4,8	-4,7
Portugal	-2,6	-2,7	-9,4	-9,3	-8,7	-8,3
Finlandia	5,2	4,5	-2,2	-2,2	-3,6	-3,6
Eslovenia	0,0	-1,8	-5,5	-5,7	-6,1	-5,7
Chipre	3,4	0,9	-6,1		-7,6	
Malta	-2,2	-4,7	-3,8	-3,8	-5,0	-3,9
Eslovaquia	-1,9	-2,3	-6,8	-6,3	-8,0	-5,5
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta)						
Saldo primario	2,4	1,0				
Saldo total	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-6,9	-6,7
Deuda pública	66,0	69,3	78,7	78,6		83,8

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
 b. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2010.  
 c. Programas de Estabilidad y Convergencia presentados a primeros de 2010.  
 d. Previsiones del FMI de abril de 2010.

el desarrollo de la crisis, que a lo largo del primer trimestre generó repetidos episodios de inestabilidad en los mercados de deuda pública, cambiarios y bursátiles del área. Las diversas medidas adoptadas por Grecia y los Gobiernos del resto de países del área del euro (véase recuadro 2) no lograron reconducir la situación y el 23 de abril el Gobierno griego solicitó formalmente apoyo financiero al resto de países del área del euro y al FMI, siguiendo las líneas que habían sido aprobadas previamente por el Eurogrupo. El apoyo fue finalmente concedido el 2 de mayo, bajo una estricta condicionalidad (véase recuadro 2).

En relación con la evolución de los esquemas de apoyo al sistema bancario en la UEM, cabe destacar que en abril, tras obtener el consentimiento de la Comisión Europea, la agencia irlandesa NAMA, encargada del saneamiento de los activos dañados en los balances de las instituciones financieras, realizó la primera adquisición de préstamos inmobiliarios, con un valor en el balance de las entidades de 16 mm de euros, a los que aplicó un descuento medio del 47%. Se trata del primer tramo de un programa que tendrá un coste de 54 mm de euros, más del 30% del PIB irlandés, en el que participan cinco instituciones que constituyen el grueso del sector bancario irlandés.

La ausencia de tensiones inflacionistas relevantes a medio plazo, en un contexto en el que la recuperación se prevé lenta, determinó que el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta mayo, mantuviera los tipos de interés oficiales inalterados. De este modo, el tipo de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 1% desde

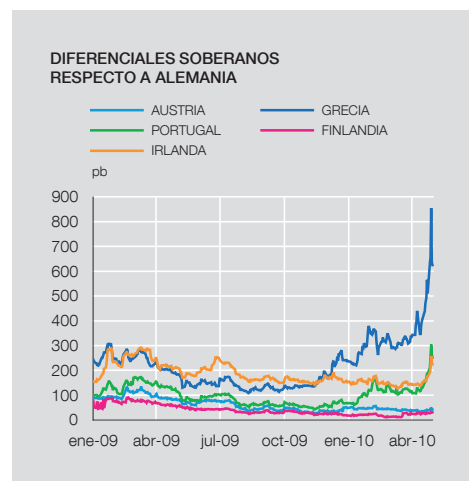
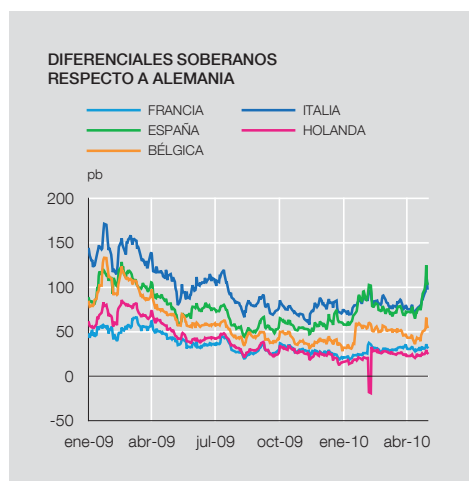
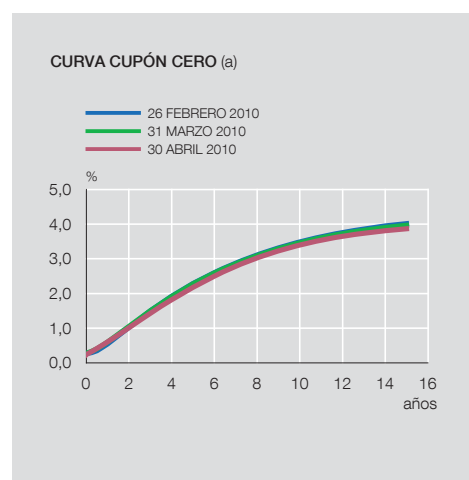
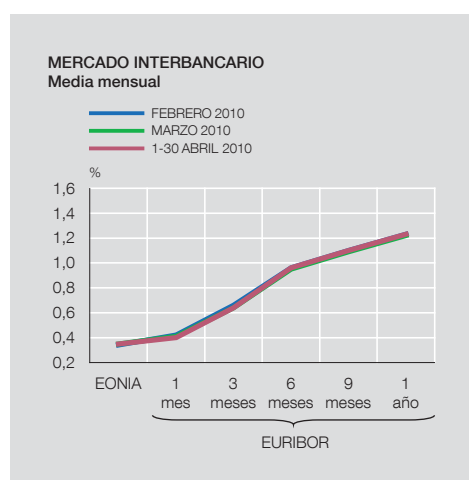
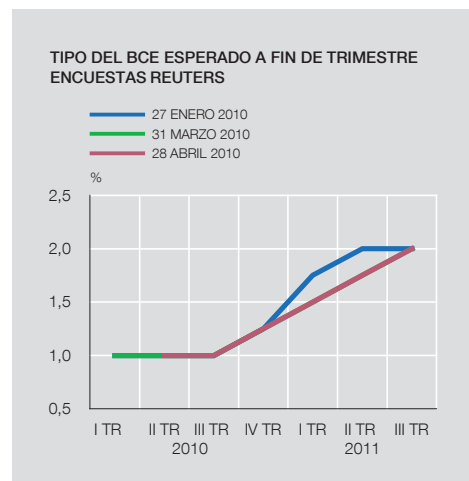
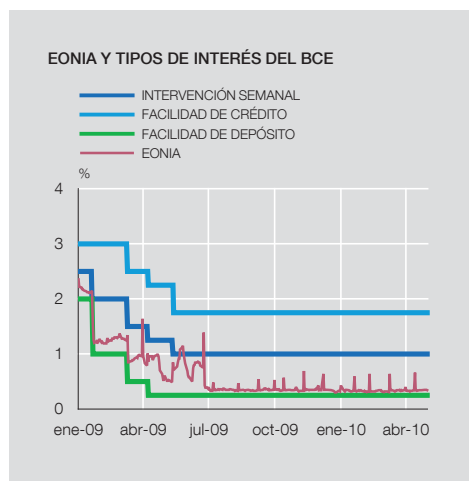
mayo de 2009, mientras que los correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito lo han hecho en el 1,75% y el 0,25%, respectivamente (véase gráfico 12).

El BCE continuó durante el primer trimestre con una política de provisión de liquidez amplia, al tiempo que fue retirando gradualmente algunas medidas extraordinarias. En particular, el Consejo de marzo decidió que las subastas semanales y las especiales a un mes continuarán realizándose a tipo fijo y con adjudicación plena mientras sea necesario y, al menos, hasta el 12 de octubre. En cambio, a partir del 28 de abril las operaciones regulares de refinanciación a tres meses volverían al procedimiento habitual de subastas a tipo variable, si bien las cantidades adjudicadas se determinarían con el objetivo de suavizar las condiciones en los mercados y evitar diferenciales significativos con respecto al tipo de las operaciones principales de financiación. Asimismo, en cuanto a los requerimientos de colateral, el Consejo de abril decidió mantener más allá de finales de 2010 el umbral mínimo de calidad crediticia en el nivel de grado de inversión BBB-/Baa3, salvo en el caso de los bonos de titulización de activos, e introdujo un sistema de recortes de valoración escalonados para los activos de menor calidad, aunque manteniendo el recorte adicional y uniforme del 5%, que actualmente se aplica para los instrumentos de deuda de la Administración Central con calificación BBB+/BBB/BBB- de Fitch o Standard & Poor's o Baa1/Baa2/Baa3 de Moody's. No obstante, el Consejo de Gobierno del BCE decidió el 3 de mayo suspender la aplicación del umbral mínimo de calidad crediticia a la deuda griega, tras la concesión del plan de ayuda por parte del Eurogrupo y del FMI y el ambicioso programa de ajuste fiscal aprobado por el Gobierno heleno.

En este contexto, los tipos de interés interbancarios permanecieron estables en niveles reducidos durante el primer cuatrimestre del año. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en niveles medios del 0,66% y del 1,2%. La rentabilidad a largo plazo para el índice de deuda pública a diez años de la UEM repuntó a finales de abril, hasta el 4,6%, mientras que aumentó la demanda de los valores públicos alemanes, cuyo tipo de interés se redujo ligeramente, hasta el entorno del 3% (véase gráfico 13). Las primas de riesgo soberano se mantuvieron en niveles elevados a lo largo de los cuatro primeros meses y una agencia de calificación volvió a introducir rebajas de muy diverso alcance en la deuda soberana de Grecia, Portugal y España. Tras la mejora transitoria que introdujo el acuerdo de ayuda financiera a Grecia, la rentabilidad de la deuda griega volvió a elevarse a niveles máximos en los últimos días, superando el 10% en la referencia a diez años.

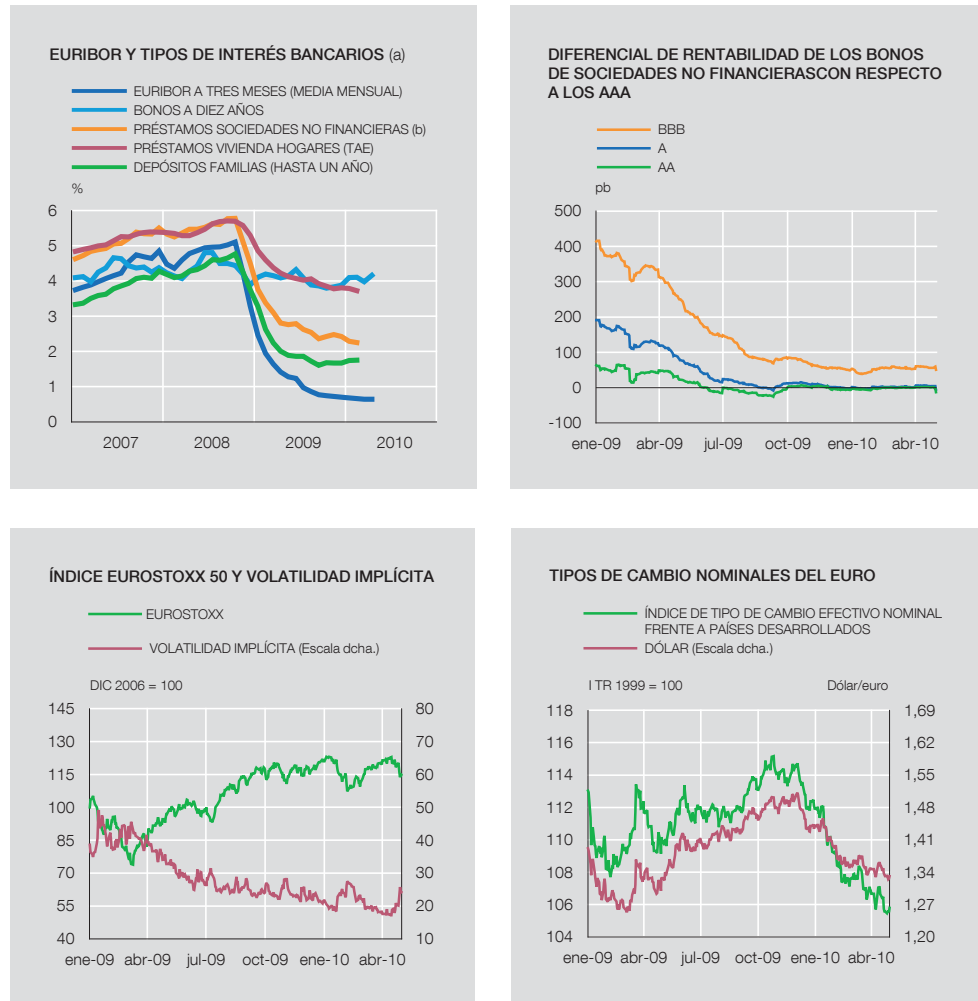
Las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada se mantuvieron relativamente estables. Por su parte, el coste de los préstamos bancarios tendió a estabilizarse en torno a los niveles reducidos alcanzados a finales del verano, con ligeras caídas en el caso del crédito a familias. No obstante, las condiciones de financiación siguieron siendo estrictas. De acuerdo con la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios correspondiente al primer trimestre del año, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y a sociedades experimentaron un muy ligero endurecimiento, y las entidades no esperan cambios significativos en el segundo trimestre. Además, la demanda de préstamos se habría reducido, si bien las entidades esperan cierta recuperación en el segundo trimestre. En este contexto, el saldo de los préstamos bancarios al sector privado registró suaves caídas en términos interanuales en marzo, con un comportamiento diferencial por tipo de prestatario. Los préstamos a sociedades no financieras retrocedieron de forma algo más pronunciada que la observada a finales de 2009, mientras que los préstamos a hogares mostraron una suave recuperación, gracias al mayor dinamismo del componente destinado a la adquisición de vivienda.

Los mercados de renta variable se han visto afectados por las tensiones e informaciones relacionadas con la crisis fiscal griega. De este modo, el índice EUROSTOXX 50 ha acumulado



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Correspondientes a nuevas operaciones.

b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

desde finales de 2009 un retroceso superior al 5%, siendo el subíndice de bancos el más penalizado por su exposición a los mercados de deuda soberanos, con descensos acumulados superiores al 12% en el año.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro se depreció durante el primer trimestre de 2010, llegando a cotizar por debajo de los 1,33 dólares/euro a finales de abril. Así, en lo que va de año el euro ha acumulado una depreciación frente al dólar del 7,6%, y respecto a las principales monedas en términos efectivos nominales, de en torno al 5,5%.

Finalmente, durante el primer trimestre el agregado monetario M3 mantuvo un escaso dinamismo, registrando una caída interanual del 0,1% en marzo, similar a la de finales de 2009. Esta evolución del agregado contrasta con el comportamiento diferencial de su componente más líquido M1 —efectivo y depósitos a la vista—, que mantuvo un elevado dinamismo, en un contexto en el que los bajos tipos de interés apoyan la sustitución de activos dentro de M3 hacia M1.



## 4 La economía española

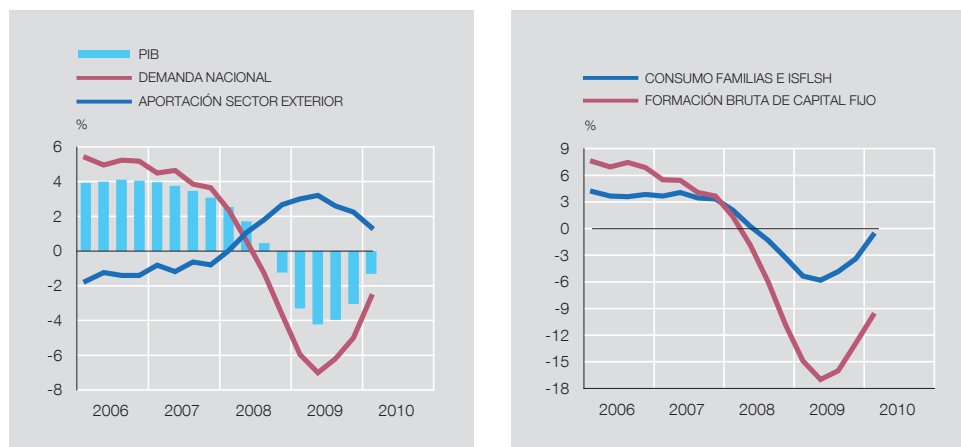
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB moderó su ritmo de contracción interanual en el último trimestre de 2009, registrando un descenso del 3,1%, caída inferior en 0,9 pp a la observada en el período anterior. La tasa intertrimestral se mantuvo en valores negativos (-0,1%), aunque el retroceso fue menos acusado que el del tercer trimestre. La menor disminución interanual del PIB fue consecuencia de la ralentización del descenso de la demanda nacional, mientras que la contribución del sector exterior al crecimiento del producto se mantuvo elevada. El menor retroceso de la actividad se trasladó a la evolución del empleo, que experimentó una variación interanual del -6,1%.

La información disponible indica que en el primer trimestre de 2010 el producto pasó a experimentar una tasa levemente positiva (0,1%) en términos intertrimestrales, en un entorno caracterizado por la progresiva recuperación de la economía mundial, una cierta mejora en la confianza de los agentes y la continuación de los efectos de algunas medidas públicas de apoyo a la demanda. Por su parte, se estima que la caída interanual del PIB en los primeros meses de 2010 continuó atenuándose, hasta el -1,3%, 1,8 pp menos acusada que la observada en los meses finales de 2009 (véase gráfico 14). Esta evolución estaría reflejando el tono progresivamente menos desfavorable de la demanda nacional, que presentó todavía descensos apreciables (-2,6% en términos interanuales), pero menos pronunciados que los observados a finales de 2009, como consecuencia, sobre todo, de la paulatina mejoría del consumo privado. La contribución del sector exterior al crecimiento interanual del PIB se mantuvo en niveles relativamente elevados (1,4 pp), gracias al dinamismo de las exportaciones, favorecidas por la mejoría del contexto internacional y por la depreciación del tipo de cambio del euro.

Por el lado de la oferta, el valor añadido de la economía de mercado también suavizó sustancialmente su ritmo de retroceso interanual en el primer trimestre, mientras que los indicadores disponibles del mercado laboral señalan que el proceso de destrucción de puestos de trabajo se atenuó, con una caída interanual del empleo en torno al 3,7% frente al mismo período de 2009. De este modo, el crecimiento de la productividad se habría moderado, tras los fuertes repuntes observados a lo largo de 2009. Por su parte, la remuneración por asalariado continuó frenando su ritmo de avance, lo que, dada la evolución de la productividad, permitió mantener estabilizados los costes laborales unitarios de las empresas. Finalmente, la tasa de variación interanual del IPC repuntó en los primeros meses de 2010, hasta el 1,4% en marzo, como consecuencia del encarecimiento de la energía, en tanto que el IPSEBENE mantuvo tasas de variación cercanas a cero.

### 4.1 Demanda

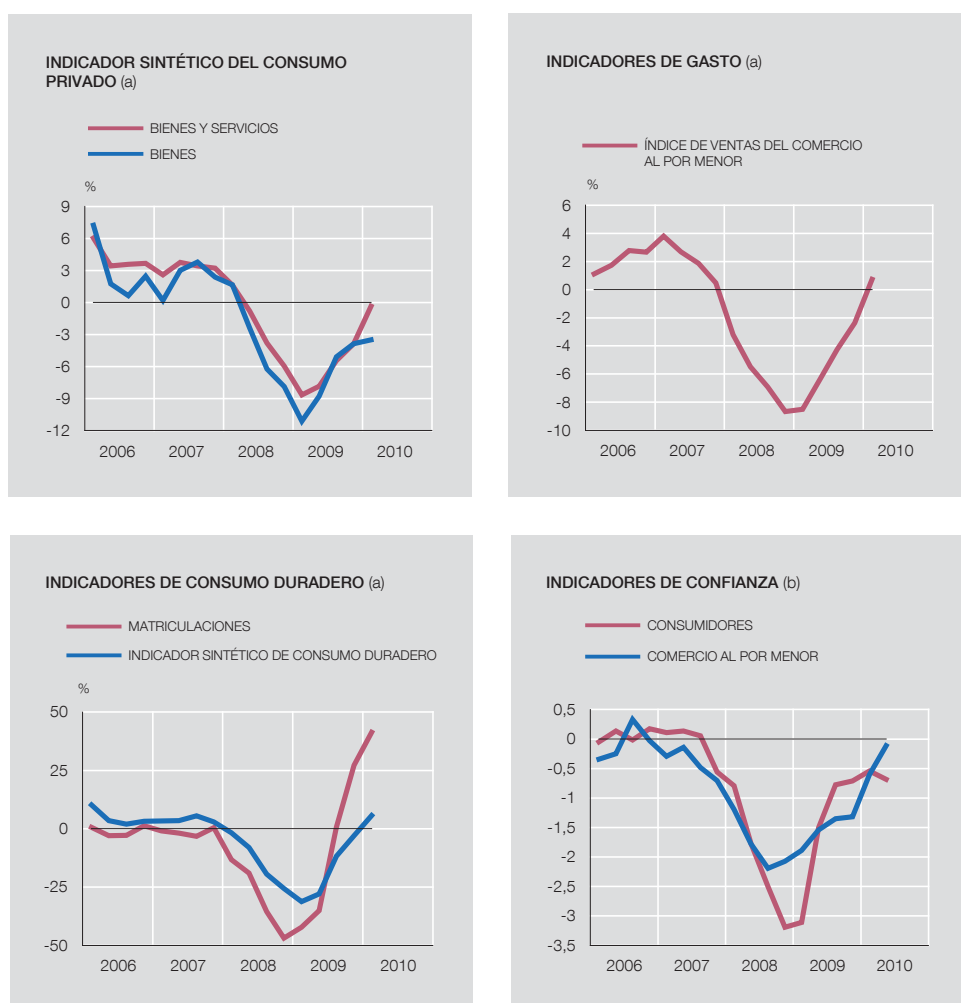
En el primer trimestre de 2010, el consumo de los hogares continuó ralentizando su ritmo de caída interanual, tras registrar, como a finales de 2009, una variación trimestral positiva. Los diferentes indicadores disponibles muestran de manera generalizada menores ritmos de contracción respecto al mismo trimestre del año pasado (véase gráfico 15). Los indicadores de confianza repuntaron en media trimestral, sobre todo, la confianza del comercio minorista, mientras que, en el caso de los consumidores, la mejora se concentró en enero, observándose descensos en los dos meses siguientes. Entre los indicadores cuantitativos volvió a destacar el intenso crecimiento interanual de las matriculaciones (con una tasa del 44% en el primer trimestre), aunque, en términos intertrimestrales, mostraron un dinamismo inferior al registrado a finales de 2009. El índice de comercio al por menor también mejoró sustancialmente en el trimestre, hasta alcanzar su primer crecimiento interanual positivo desde finales de 2007.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



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

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

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

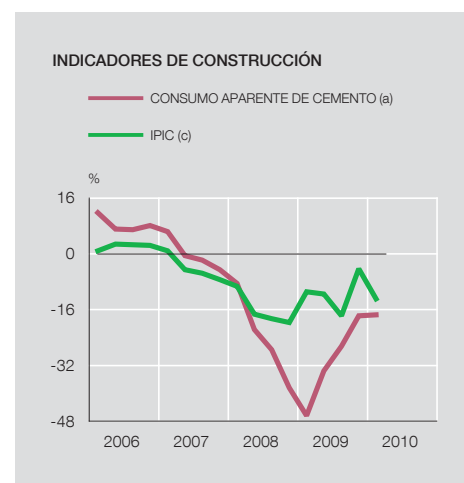
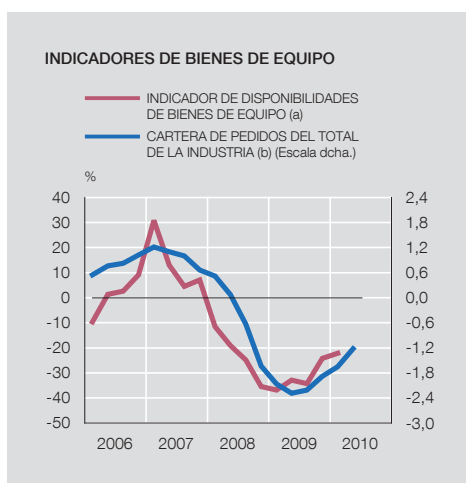
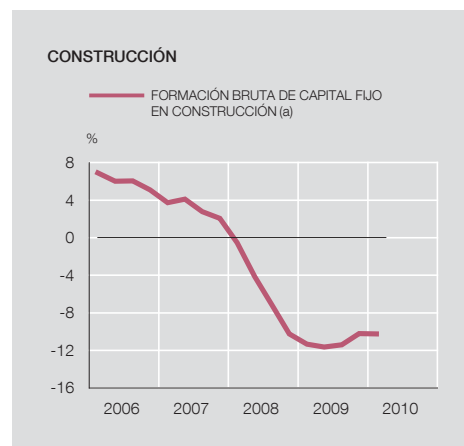
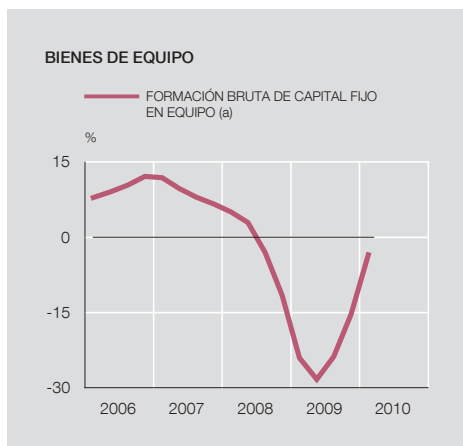
Aunque faltan todavía unos meses para la subida del IVA, no puede descartarse que algunas de las decisiones de consumo de los primeros meses del año —en especial, las relativas a la adquisición de bienes duraderos— representen una anticipación de gasto futuro, de modo que el mayor dinamismo del consumo que se observa podría tener un cierto componente transitorio.

En todo caso, las decisiones de gasto de los hogares siguen estando afectadas por el deterioro del mercado laboral, en términos tanto de las rentas salariales corrientes como de la incertidumbre acerca de su evolución en el futuro, a lo que hay que sumar el mantenimiento de condiciones crediticias relativamente restrictivas y la disminución de la riqueza asociada a la caída del precio de la vivienda. En este sentido, de acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, que abarcan hasta el cuarto trimestre del pasado año, la debilidad del consumo provocó un significativo aumento de la tasa de ahorro de las familias en 2009, hasta el 18,8% de la renta bruta disponible, casi 6 pp superior a la del ejercicio anterior y muy por encima de los registros de las últimas décadas. En la medida en que el gasto de los hogares parece estar fortaleciéndose al comienzo de 2010, cabe esperar que esa trayectoria ascendente del ahorro de los hogares revierta, teniendo en cuenta, además, que, en el contexto del plan de consolidación fiscal programado, las AAPP tendrán que reducir su aportación al sostenimiento de la renta disponible de las familias. La mejora de los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista en abril sugiere que el mayor dinamismo del consumo podría proseguir en el segundo trimestre del año.

Por su parte, se estima que el consumo final de las AAPP habría mantenido en el primer trimestre del año un incremento interanual relativamente reducido y similar al de finales de 2009, a lo que habría contribuido la evolución tanto de las compras netas como de los gastos de personal, de acuerdo con la información de ejecución presupuestaria.

Tras el repunte de la inversión en equipo que se observó en la segunda mitad de 2009 en términos intertrimestrales, la información disponible apunta a un cierto retroceso en el primer trimestre de 2010. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga, favorecidas por el Plan 2000E, mostraron, de nuevo, tasas positivas en los primeros meses del año, aunque más moderadas que a finales de 2009. Asimismo, el indicador de disponibilidades, aunque todavía con información incompleta para el conjunto del trimestre, apunta a un descenso intertrimestral de este componente del gasto. En todo caso, estos desarrollos son coherentes con una mejora sustancial en términos de la tasa interanual en los tres primeros meses del año (véase gráfico 16). La confianza de los empresarios de este segmento de la industria repuntó ligeramente en el trimestre, con un avance más claro en las opiniones sobre la cartera de pedidos prevista. Por último, la utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera se encuentra todavía por debajo de su media histórica, si bien en el segundo trimestre aumentó hasta el 70,9%, 2 pp más que en el trimestre anterior.

Al igual que en el caso del consumo privado, parte de la inversión en bienes de equipo podría estar reflejando un adelanto en las decisiones de compra ligado a los planes públicos de estímulo, lo que tendería a moderar el aumento de la inversión en los trimestres venideros. Asimismo, la incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación y el mantenimiento de un entorno restrictivo para el acceso al crédito continuarían frenando la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, las empresas parecen estar afrontando un cierto saneamiento de sus balances, de manera que cerraron el año 2009 con unas necesidades de financiación del 2,2% del PIB, más de 5 pp por debajo de las del año anterior, llegando a disponer de capacidad de financiación en el cuarto trimestre por primera vez en los últimos cinco años.

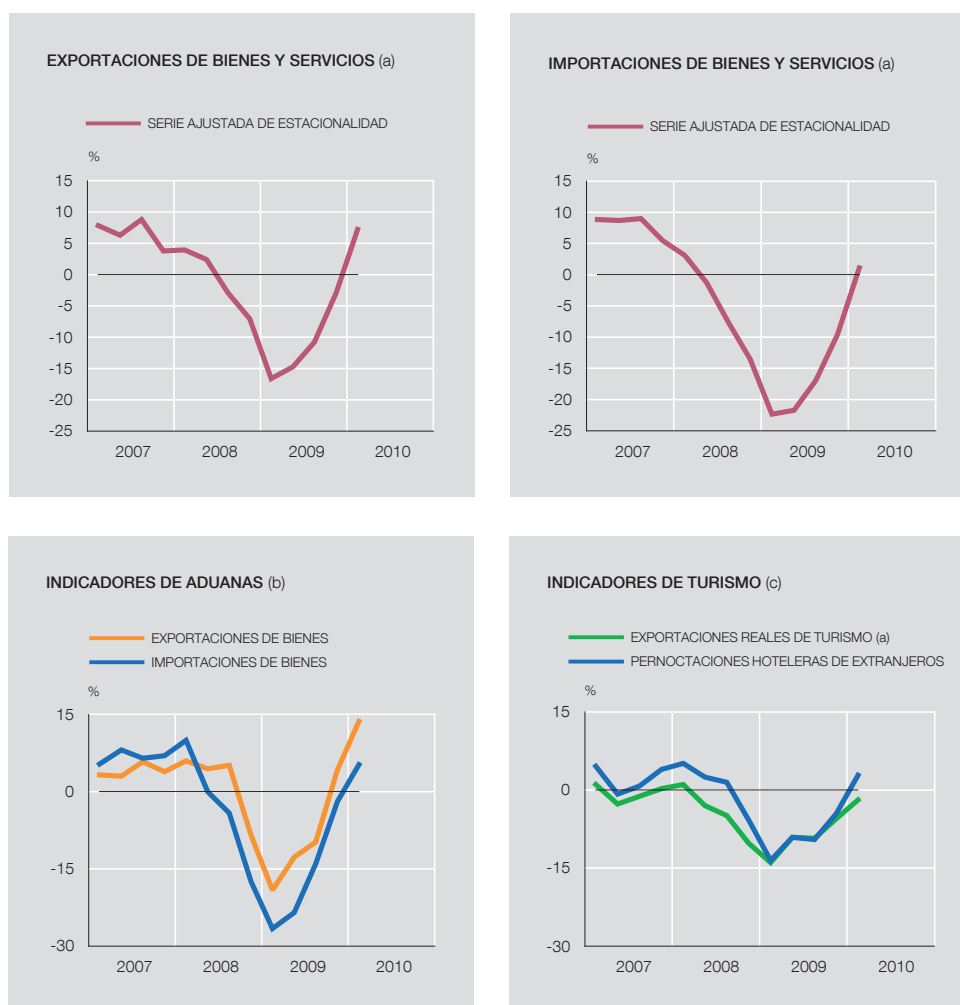


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Eurostat, OFICEMEN y Banco de España.

- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c. Índice de Producción de la Industria de la Construcción (Eurostat). Tasas interanuales calculadas sobre la serie original.

Por lo que se refiere al conjunto de la inversión en construcción, los indicadores contemporáneos de empleo y de consumos intermedios relativos al sector mostraron una suavización de los descensos en términos interanuales, con la excepción del consumo de cemento. No obstante, en términos de las tasas intertrimestrales, se observó un cierto retroceso, posiblemente asociado a la finalización de las obras relacionadas con el Fondo de Inversión Local y a la espera del comienzo de las nuevas actuaciones que serán objeto de financiación por parte del Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local.

En los primeros meses de 2010, habría continuado con intensidad el ajuste de la inversión residencial, con un nuevo descenso en el saldo de las viviendas en construcción, dado que el número de proyectos terminados al comienzo del año continuó superando al de las viviendas iniciadas. Esta evolución refleja, especialmente, el comportamiento de la vivienda iniciada libre, mientras que la disminución de la iniciación de viviendas protegidas fue mucho más moderada, dando lugar a un nuevo aumento en el peso relativo de este segmento dentro del total. Por el lado de la demanda, de acuerdo con los datos de transacciones y de hipotecas concedidas, se ha apreciado durante los últimos meses una estabilización de las cifras de compraventas, que ha supuesto el paso a tasas interanuales positivas. Esta evolución podría



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

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
- b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c. Series ajustadas de estacionalidad.

estar relacionada con la mejora de los indicadores de accesibilidad provocada por el descenso de los tipos de interés y del precio de la vivienda. Los cambios fiscales ya aprobados (subida del IVA en julio de 2010) o anunciados (eliminación parcial de las deducciones fiscales por adquisición de vivienda en enero de 2011) podrían también estar incentivando la anticipación de algunas decisiones de compra. Por su parte, tanto la edificación no residencial, según los datos de visados de obra nueva, como la ejecución de obra civil mantuvieron una tónica contractiva durante el trimestre.

Como se ha indicado, la última información disponible apunta a que, en el primer trimestre del año, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría continuado siendo positiva, aunque inferior a la observada a finales de 2009, como resultado de sendos avances tanto de las exportaciones como de las importaciones (véase gráfico 17). La recuperación adicional de las ventas al exterior en este trimestre está en consonancia con los avances en el comercio internacional y con una cierta mejora de los índices de competitividad-precio, favorecidos por la depreciación del tipo de cambio. Por su parte, la aceleración de las importaciones está asociada a la progresiva recuperación observada en la demanda

final, principalmente, de las propias exportaciones, partida cuyo contenido importador es relativamente alto.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 13,6% en los dos primeros meses del año, frente al 4,3% observado en el cuarto trimestre de 2009, con un fuerte repunte de las ventas de bienes intermedios no energéticos y de bienes de consumo duradero, en especial, automóviles, que posiblemente siguieron beneficiándose de los programas de apoyo a su adquisición en algunos países europeos. Por áreas geográficas, destacó el aumento de las ventas destinadas a países de fuera de la UE, lo que podría reflejar tanto el mayor empuje de algunas economías emergentes como la depreciación del euro.

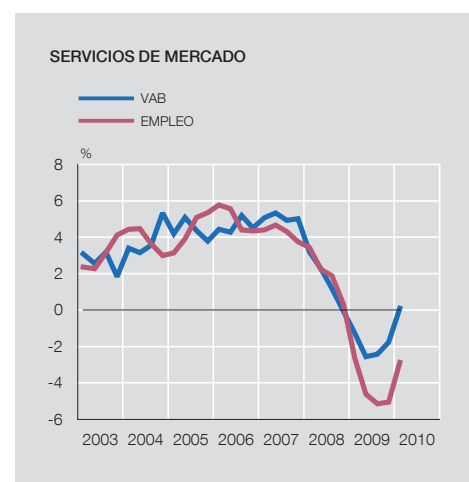
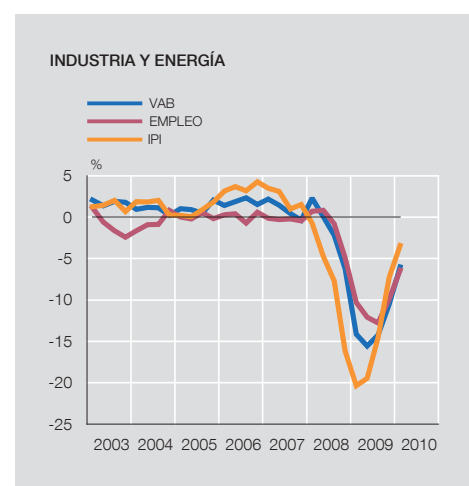
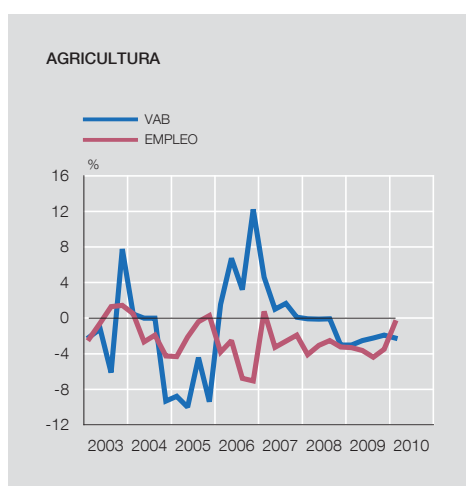
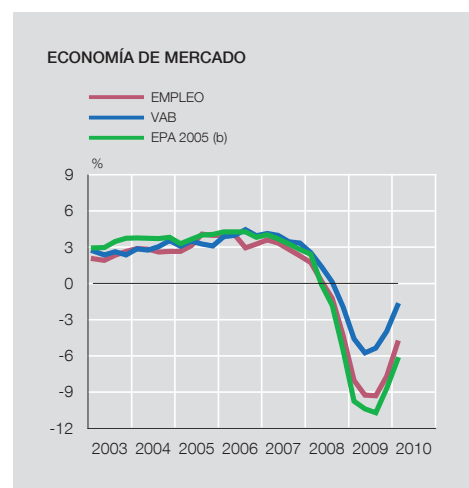
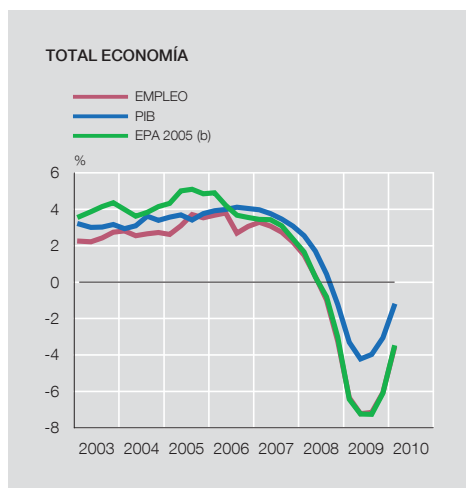
En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información disponible apunta hacia una nueva ralentización de su ritmo de caída interanual, según se desprende de la progresiva recuperación de las entradas de turistas y de las pernoctaciones hoteleras, que pasaron a mostrar tasas interanuales positivas en el primer trimestre del año (0,3% y 3,3%, respectivamente), aunque estas cifras podrían estar sesgadas al alza al celebrarse la Semana Santa en este año a caballo entre marzo y abril. También el gasto nominal de los turistas repuntó en el primer trimestre, hasta el 2,1%, de acuerdo con EGATUR. Asimismo, las exportaciones de servicios no turísticos habrían atenuado su caída en el primer trimestre, en línea con la recuperación del comercio de mercancías y del tráfico de pasajeros.

En la vertiente importadora, los datos de Aduanas mostraron un crecimiento real del 2% en los dos primeros meses del año, frente al descenso del 1,7% registrado en los meses finales de 2009. Por grupos de productos, el mayor vigor descansó en las compras exteriores de bienes intermedios no energéticos —en principio, muy relacionados con la actividad industrial y con las exportaciones— y de bienes de consumo duradero distintos de los automóviles, lo que podría estar vinculado a la compra de electrodomésticos por el apagón analógico y por la anticipación de las próximas subidas impositivas. En cambio, las importaciones de automóviles retrocedieron significativamente. Por último, las importaciones reales de servicios moderaron su ritmo de descenso en el primer trimestre de 2010, reflejando una evolución menos desfavorable tanto de la rúbrica de turismo como de las compras de servicios no turísticos, tal y como se deduce de los datos nominales de la Balanza de Pagos de enero y febrero.

#### **4.2 Producción y empleo**

Durante el primer trimestre de 2010, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado se habría mantenido estable respecto a los meses finales de 2009, después de registrar caídas durante siete trimestres consecutivos. Esta evolución —que supone una moderación ostensible de los ritmos de caída interanual— se extendió a la mayoría de las ramas productivas (véase gráfico 18).

Por lo que respecta a la industria, la contracción del valor añadido de esta rama habría continuado en términos interanuales en el período de enero-marzo, aunque a un ritmo inferior al registrado a finales de 2009. El índice de producción industrial (IPI) tuvo una evolución irregular en los dos primeros meses del año, pues la desaceleración observada en enero vino seguida de un mayor dinamismo en febrero. Los indicadores procedentes del mercado de trabajo también atenuaron sus caídas interanuales a lo largo del trimestre. En la misma línea, los principales indicadores de opinión del sector continuaron mostrando signos de mejora: el indicador de confianza de la Comisión Europea aumentó cuatro puntos en la media del primer trimestre respecto al cuarto de 2009, mientras que el índice de directores de compras (PMI) también se recuperó, superando en marzo, por primera vez desde noviembre de 2007, el nivel de 50, que se interpreta como el umbral que separa la expansión de la contracción del sector. Ya en abril,



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.  
b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

la encuesta de la Comisión Europea volvió a mostrar un incremento de la confianza de la industria, de cuatro puntos respecto a marzo.

En el caso de la actividad constructora, el retroceso interanual de su valor añadido en el primer trimestre sería muy similar al observado a finales de 2009, como consecuencia de la atonía de la inversión residencial y de la finalización de las obras relacionadas con el Fondo de Inversión Local.

En los servicios de mercado, la información coyuntural muestra un repunte trimestral de la actividad, que conduciría a un estancamiento interanual del valor añadido de la rama, frente a los descensos de los trimestres previos. Entre los indicadores cualitativos, la mejora fue generalizada, con un aumento de dos puntos en la confianza media de los servicios en el primer trimestre, según la encuesta de la Comisión Europea, y con un repunte también notable del indicador PMI, que, al igual que en la industria, superó en marzo el nivel de los 50 puntos. Los indicadores cuantitativos, como el índice de cifra de negocios, mostraron menores caídas interanuales en enero y febrero. La mejora fue especialmente acusada en algunas ramas, según la información que proviene de las ventas de las grandes empresas, como el transporte y las comunicaciones, y el comercio y la hostelería, donde, con datos hasta febrero, comenzaron a registrarse aumentos interanuales de la actividad. Finalmente, los indicadores de empleo también mostraron unos retrocesos interanuales de la afiliación media del sector más moderados, con una variación trimestral que pasó a ser ligeramente positiva en el primer trimestre. En cuanto al segundo trimestre, se dispone ya del indicador de confianza de los servicios de abril, que experimentó una caída de tres puntos respecto al de marzo.

En el mercado de trabajo, los distintos indicadores coyunturales apuntan a un menor ritmo de deterioro del empleo en el primer trimestre de 2010. En concreto, el número medio de afiliados a la Seguridad Social disminuyó un 3% en tasa interanual, frente al -4,6% registrado en el período comprendido entre octubre y diciembre de 2009, aunque en términos trimestrales el empleo siguió cayendo. Por su parte, tras los acusados descensos de 2009, la contratación registrada en el INEM registró un repunte en el primer trimestre (del 2%), que se concentró en la modalidad temporal.

La EPA del primer trimestre muestra una caída interanual del empleo del -3,6%, inferior en 2,5 pp a la del trimestre anterior, aunque en términos trimestrales solo se suavizó levemente la caída desestacionalizada del empleo. Este menor descenso interanual del empleo afectó a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a las ramas de servicios, mientras que la construcción y la industria mantuvieron descensos aún muy apreciables. La ralentización en el ritmo de caída del empleo se trasladó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 3,7% interanual, frente al 5% del trimestre pasado, como a los no asalariados, que retrocedieron un 3,4%, después de caídas superiores al 10% en los últimos trimestres. Por nacionalidad, aunque el empleo mantuvo un mayor descenso entre el colectivo de nacionalidad extranjera (-4,6%), se estrecharon las diferencias respecto a los trabajadores españoles, que disminuyeron un 3,5%. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales volvieron a moderar su ritmo de caída interanual (-7,6%), si bien continuaron mostrando un ajuste superior al observado entre el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 2,4%, algo por encima del descenso registrado el trimestre precedente (-1,3%). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 24,4%, 1 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial repuntó en el primer trimestre del año (-1,2%), mientras que los asalariados a tiempo completo disminuyeron un 4,4%. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 13,3%, frente al 12,7% de un año antes.



La población activa estabilizó en el primer trimestre del año su ritmo de caída interanual en el 0,4% observado a finales de 2009, frenando el perfil de progresiva ralentización observado a lo largo del año pasado. La población mayor de 16 años mostró una suave desaceleración adicional, con un aumento del 0,1% (0,2% en el trimestre anterior), mientras que la tasa de actividad se estabilizó en el 59,8% observado en los dos trimestres anteriores. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina repuntó en el primer trimestre, hasta un crecimiento del 1,4% (1% en el cuarto trimestre de 2009), mientras que el colectivo masculino mantuvo su senda descendente con una caída del 1,8%, algo superior a la de hace tres meses. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera disminuyeron un 1,4%, como consecuencia, por primera vez en los últimos años, de una reducción de la población extranjera, un -0,4% en términos interanuales. La tasa de actividad de este colectivo, sin embargo, repuntó hasta el 77,3% en el primer trimestre del año, tras sucesivas caídas en los tres últimos trimestres. Los activos de nacionalidad española, por su parte, mantuvieron un descenso interanual similar al observado en el trimestre pasado (-0,2%) y su tasa de actividad permaneció también estabilizada en el 57,4%.

Finalmente, el desempleo aumentó en torno a 286.000 personas en el primer trimestre, hasta alcanzar los 4,6 millones de personas. No obstante, el aumento interanual se moderó hasta alrededor de 700.000 de personas, con una tasa de variación interanual del 15%, por debajo del 35% del trimestre precedente. La tasa de paro se elevó 1,2 pp en el trimestre, hasta alcanzar el 20% de la población activa, aunque, de nuevo en términos interanuales, moderó su avance. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentización en el aumento del número de parados en los primeros meses de 2010, con un incremento interanual del 18,5%, tras el 29,8% del cuarto trimestre de 2009.

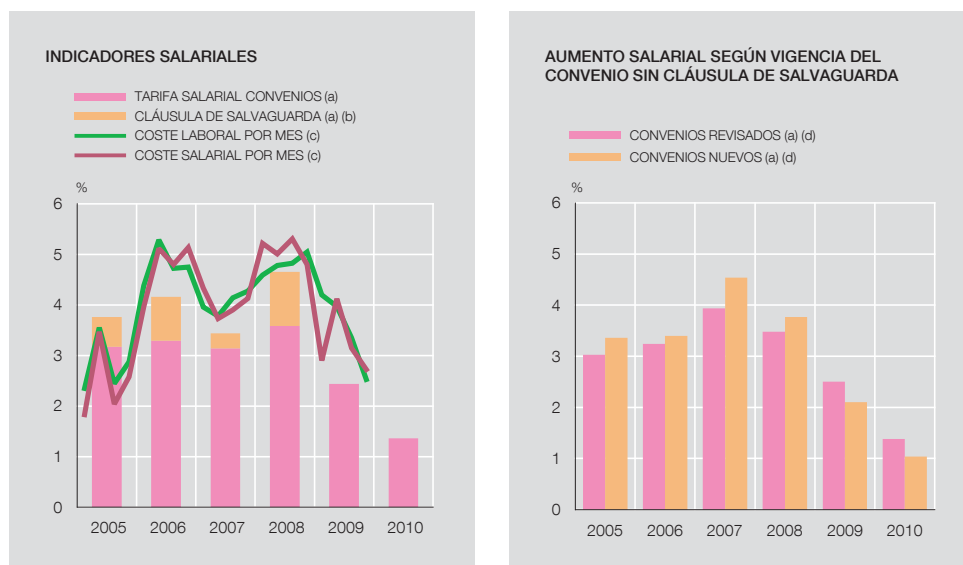
### 4.3 Costes y precios

La trayectoria de la negociación colectiva en los primeros meses de 2010 muestra una mayor moderación salarial, favorecida, sobre todo, por el descenso de la inflación en los meses finales de 2009, aunque también empieza a influir el acuerdo plurianual firmado por los agentes sociales el pasado febrero. Los acuerdos firmados en lo que va de año son, casi en su totalidad, convenios revisados de ejercicios anteriores, e incorporan un incremento salarial del 1,4% para 2010, 1 pp por debajo de lo pactado el año anterior (véase gráfico 19). Sin embargo, los todavía escasos convenios de nueva firma contienen, por término medio, aumentos salariales para el presente ejercicio algo más bajos, en línea con el límite superior del 1% establecido en el acuerdo salarial firmado para el período de 2010-2012.

En términos de la remuneración por asalariado, se espera que esta desaceleración de las tarifas salariales contribuya a una ralentización adicional en el incremento de los costes laborales de las empresas, después del crecimiento superior al 3% observado en 2009 (véase gráfico 20). Además, el crecimiento de la productividad permitiría mantener estabilizados los costes laborales unitarios.

Tras la caída del deflactor del PIB en la segunda mitad de 2009, se estima que 2010 también se habría iniciado con un descenso interanual en el componente interior de la inflación, con caídas de los deflatores de los principales componentes de la inversión. El deflactor del consumo privado repuntó, aunque esto vino explicado, fundamentalmente, por el incremento de los precios de las importaciones.

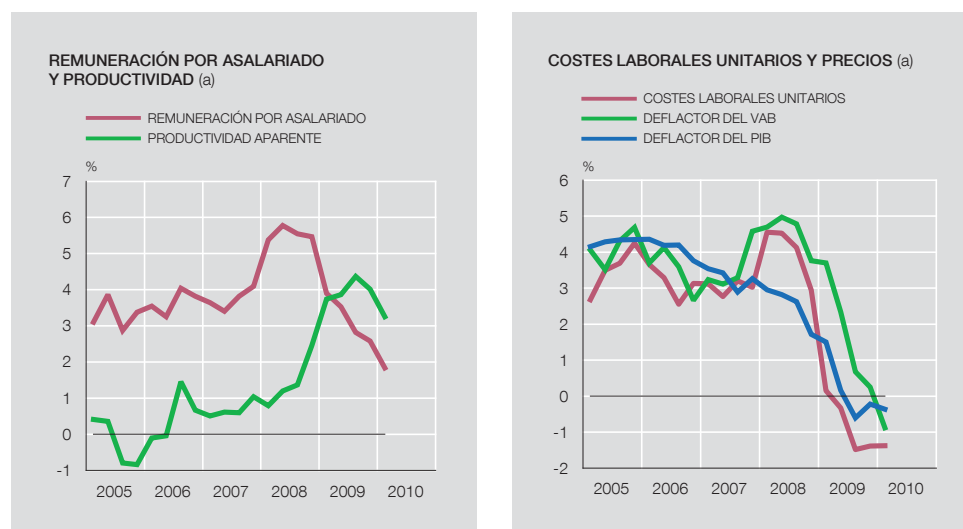
Los principales indicadores de precios de consumo registraron un repunte en el primer trimestre, de forma que, en términos del IPC, el crecimiento habría sido del 1,1%, frente al 0,1% registrado a finales de 2009 (véase gráfico 21). Esta evolución respondió, principalmente, a la aceleración de los precios energéticos, tras los retrocesos del año pasado y el reciente incremento de los precios del petróleo. En el resto de componentes, en general, se prolongaron las



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

- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2010.
- b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

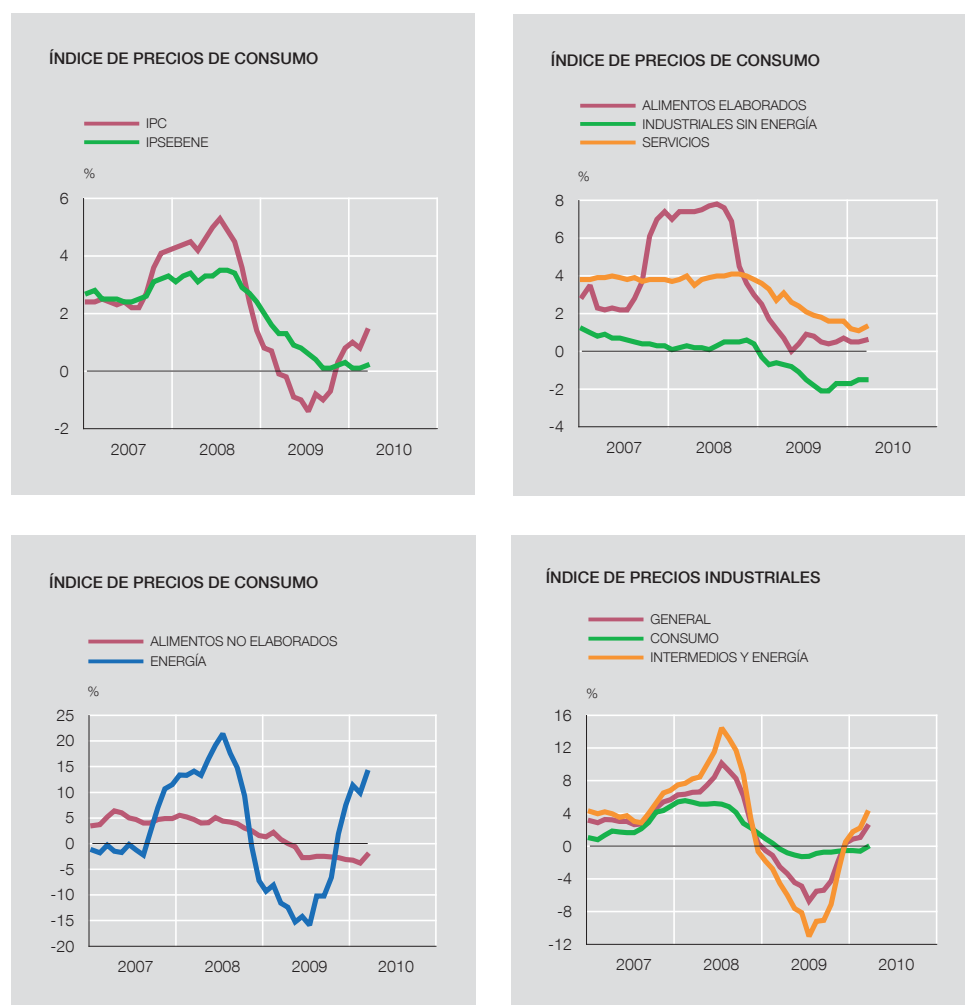
PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

tendencias descendentes de los últimos trimestres. En particular, los precios de los alimentos continuaron intensificando ligeramente su caída y los de los servicios disminuyeron, por sexto trimestre consecutivo, su tasa de crecimiento interanual. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos suavizaron levemente su ritmo de descenso. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— registró una tasa interanual del 0,1% en el primer trimestre, una décima menos que en los últimos meses de 2009.

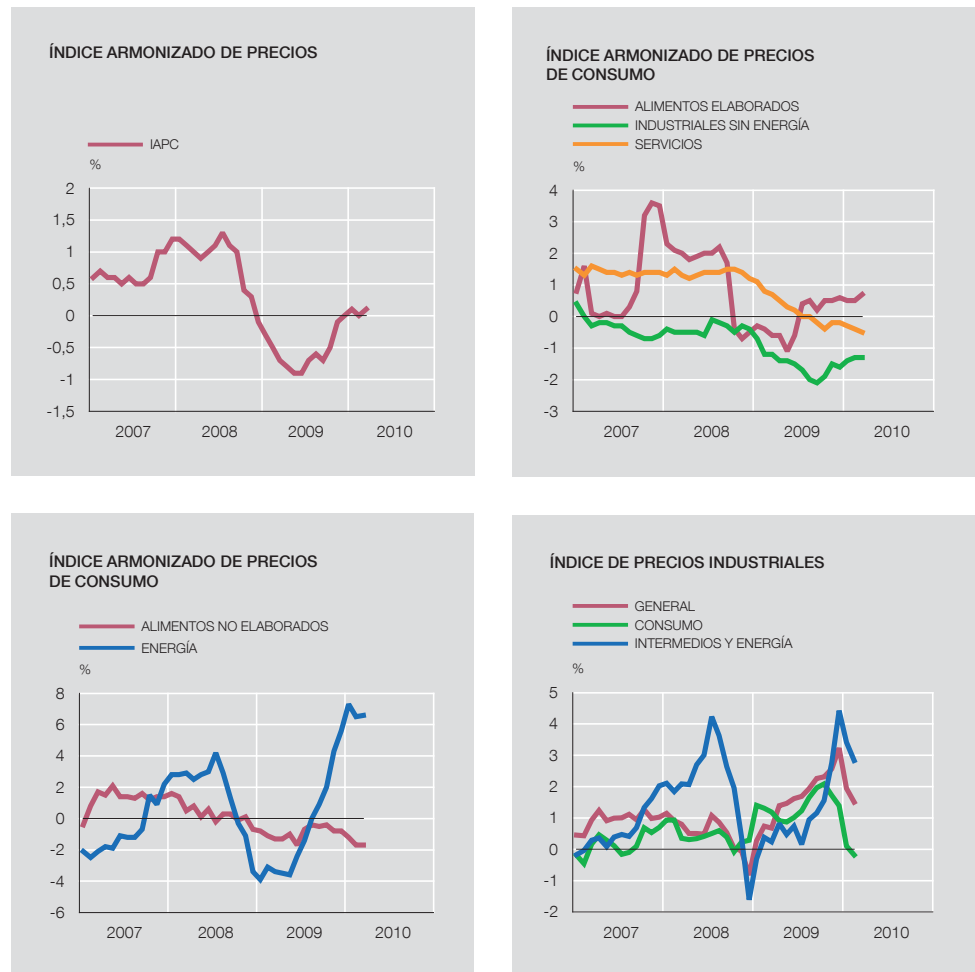


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

El aumento de la inflación, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue ligeramente mayor en España que en la zona del euro, de forma que el diferencial dejó de ser negativo (véase gráfico 22). Esto fue consecuencia de la evolución del componente energético, cuyo diferencial se amplió notablemente en el primer trimestre del año. Por el contrario, los ritmos de crecimiento de los precios fueron inferiores en España en el caso de los servicios, los bienes industriales no energéticos y los alimentos no elaborados. Como resultado, el diferencial en la inflación subyacente continuó resultando favorable a España, acortándose en una décima, hasta 0,6 pp. El indicador adelantado del IAPC muestra un aumento de la tasa interanual hasta el 1,6% en abril, una décima más que en marzo, mientras que en la UEM la inflación repuntó también hasta el 1,5%, de modo que el diferencial se mantendría en torno a 0,1 pp.

Finalmente, el índice de precios industriales mantuvo su senda alcista iniciada a finales de 2009, con un crecimiento del 1,5% en el primer trimestre, que fue reflejo del encarecimiento de la energía y del agotamiento de los descensos de los precios de los bienes intermedios, mientras que los de los bienes de consumo mantuvieron tasas levemente negativas. En la UEM, con datos hasta febrero, los precios industriales crecieron a un ritmo algo inferior al de España, excepto en el caso de los bienes de consumo, cuyo diferencial se aproximó a cero.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales pasaron a registrar ritmos de variación positivos, alcanzando en febrero tasas del 4,7% y 1,7%, respectivamente, debido, principalmente, al intenso incremento de los precios energéticos.

#### 4.4 La actuación del Estado

La ejecución presupuestaria del Estado en el primer trimestre del año, siguiendo un criterio de caja, mostró un déficit de 15.546 millones de euros, frente al déficit de 11.345 millones de euros del mismo período de 2009 (véase cuadro 4). Los ingresos estatales experimentaron un aumento del 4,8% en tasa interanual, por debajo del incremento del 13,5% registrado en los pagos. Aunque las cifras de los primeros meses del año suelen ser erráticas, estos datos apuntarían a una aceleración de los ingresos y una ralentización de los pagos en 2010, que deberían acentuarse en los próximos meses debido a algunas medidas aprobadas para este año. Entre ellas cabe mencionar la supresión parcial de la deducción de 400 euros en el IRPF, la subida prevista en los tipos impositivos del IVA a partir del mes de julio, el recorte de gastos del Plan de Acción Inmediata y el menor importe del Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local en este año en comparación con el Fondo de Inversión Local aprobado en 2009.

Para una descripción más detallada de la evolución de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asigna-

m€ y %

	Liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación		
					2009 ene-mar	2010 ene-mar	Variación porcentual
					1	2	3
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	102.038	-21,1	121.206	18,8	31.269	32.759	4,8
Impuestos directos	54.096	-27,0	66.393	22,7	13.594	14.516	6,8
<i>IRPF</i>	30.432	-29,9	42.633	40,1	11.678	12.924	10,7
<i>Sociedades</i>	20.188	-26,1	20.184	-0,0	1.023	693	-32,2
<i>Otros (a)</i>	3.476	2,8	3.576	2,9	894	899	0,5
Impuestos indirectos	28.664	-26,9	40.736	42,1	12.567	14.314	13,9
<i>IVA</i>	15.784	-36,7	26.111	65,4	9.559	11.311	18,3
<i>Especiales</i>	10.141	-9,6	11.964	18,0	2.304	2.292	-0,5
<i>Otros (b)</i>	2.739	-11,2	2.661	-2,9	703	712	1,2
Otros ingresos	19.277	20,4	14.076	-27,0	5.108	3.929	-23,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	189.319	27,8	184.542	-2,5	42.614	48.305	13,4
Personal	26.570	5,3	27.572	3,8	5.635	6.017	6,8
Compras	4.860	7,2	3.515	-27,7	903	954	5,7
Intereses	17.650	10,8	23.224	31,6	6.151	7.579	23,2
Transferencias corrientes	112.412	35,8	103.137	-8,3	22.144	26.348	19,0
Inversiones reales	10.468	-1,6	9.390	-10,3	2.785	2.883	3,5
Transferencias de capital	17.360	94,1	14.452	-16,7	4.997	4.522	-9,5
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-87.281	—	-63.336	—	-11.345	-15.546	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
IRPF	63.857	-10,5	65.734	2,9	19.002	19.212	1,1
IVA	33.573	-30,1	29.281	-12,8	14.274	14.584	2,2
Imp. especiales	19.349	-1,1	20.450	5,7	4.546	4.655	2,4

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.  
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

da al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. Según esta información, los ingresos todavía no registraron tasas positivas, reduciéndose un 1,9% en el primer trimestre, como consecuencia de la debilidad de los ingresos no tributarios, mientras que las principales figuras impositivas sí empezaron a presentar incrementos interanuales. Así, en los impuestos directos comenzó a notarse el impacto de la eliminación parcial de la deducción de 400 euros en las retenciones sobre el trabajo del IRPF, aunque estos ingresos siguieron lastrados por la atonía de las retenciones provenientes del capital mobiliario y de las ganancias en fondos de inversión. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la recuperación de la recaudación por IVA, que pasó a registrar tasas positivas (2,2%) tras ocho trimestres consecutivos de caídas. Los impuestos especiales, por su parte, gracias al impacto de las subidas de tipos llevada a cabo en junio de 2009, registraron un aumento del 2,4%.

Los pagos de caja del Estado, por su parte, se incrementaron un 13,4% en el primer trimestre, también en este caso porque algunas de las medidas aprobadas todavía no han tenido tiempo de incidir en los pagos. Por su parte, los pagos por intereses registraron un fuerte incremento, como reflejo de la elevada emisión de deuda del año anterior.

Miliones de euros

		Enero-febrero		Tasa de variación 2010/2009 (b)
		2009	2010	
INGRESOS	Cuenta corriente	45.487	46.020	1,2
	<i>Mercancías</i>	23.858	26.444	10,8
	<i>Servicios</i>	12.920	12.399	-4,0
	— Turismo	4.589	4.520	-1,5
	— Otros servicios	8.331	7.879	-5,4
	<i>Rentas</i>	6.129	5.058	-17,5
	<i>Transferencias corrientes</i>	2.579	2.118	-17,9
	Cuenta de capital	799	1.688	111,2
	Cuentas corriente + capital	46.286	47.708	3,1
PAGOS	Cuenta corriente	60.916	59.125	-2,9
	<i>Mercancías</i>	33.303	33.631	1,0
	<i>Servicios</i>	10.256	9.710	-5,3
	— Turismo	1.799	1.765	-1,9
	— Otros servicios	8.457	7.946	-6,0
	<i>Rentas</i>	12.424	9.650	-22,3
	<i>Transferencias corrientes</i>	4.933	6.133	24,3
	Cuenta de capital	210	222	5,8
	Cuentas corriente + capital	61.125	59.347	-2,9
SALDOS	Cuenta corriente	-15.429	-13.105	2.324
	<i>Mercancías</i>	-9.445	-7.188	2.257
	<i>Servicios</i>	2.664	2.689	25
	— Turismo	2.790	2.755	-35
	— Otros servicios	-126	-66	59
	<i>Rentas</i>	-6.295	-4.592	1.704
	<i>Transferencias corrientes</i>	-2.353	-4.015	-1.661
	Cuenta de capital	590	1.466	877
	Cuentas corriente + capital	-14.839	-11.639	3.201

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, solo se dispone de datos completos hasta febrero de 2010. Según la última información hecha pública por la Tesorería de la Seguridad Social para ese mes, los ingresos se habrían reducido en un 0,9%, mientras que los gastos se habrían incrementado en un 5,1%. En cuanto a los ingresos, su disminución fue debida a la caída de las transferencias del Estado y de los otros ingresos, dado que los ingresos por cotizaciones sociales, la rúbrica más importante, habrían repuntado en 0,9%. Por su parte, la disminución en el número de afiliados a la Seguridad Social se ha venido ralentizando de manera progresiva durante el primer trimestre del año, registrando un descenso del 2,6% a finales de marzo, frente a una caída cercana al -4% en diciembre de 2009. En lo concerniente a los gastos, el relativo a pensiones contributivas aumentó un 5,6% hasta febrero, algo por debajo de los incrementos observados a lo largo de 2009, mientras que el número de pensiones contributivas creció un 1,7% en el mismo mes de 2010, en línea con los incrementos registrados en los últimos doce meses. Por otra parte, según datos del Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el gasto destinado a prestaciones por desempleo se desaceleró notablemente durante el primer trimestre de 2010, registrando un aumento del 16% hasta marzo, frente a los incrementos superiores al 50% observados en los últimos meses de

2009. Esta desaceleración refleja la evolución del paro registrado y del número de beneficiarios de estas prestaciones. En particular, la tasa de variación de estos últimos fue del 26,8% en febrero, frente al aumento medio del 55,6% en el año 2009, manteniéndose la tasa de cobertura con respecto al paro registrado ligeramente por encima del 80% durante los dos primeros meses del año.

#### **4.5 La balanza de pagos**

En los dos primeros meses de 2010 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 11.639 millones de euros, un 22% inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 5). La mayor parte de esta corrección se explica por la disminución del déficit de la balanza por cuenta corriente, del 15%. Este ajuste se explica por el descenso de los déficits de mercancías y, en menor medida, de rentas, que compensaron la ampliación del saldo negativo de transferencias corrientes. El superávit de servicios se mantuvo prácticamente estable.

En los dos primeros meses de 2010 el déficit de la balanza comercial se redujo un 24%, gracias a la mejora del saldo no energético, que compensó el incremento de la factura energética, en un contexto de aumento acusado de los precios del petróleo. La balanza de servicios acumuló un superávit de 2.689 millones de euros en enero y febrero, apenas un 1% más que en el mismo período de 2009. Esta modesta mejoría se explica por la corrección del déficit de los servicios no turísticos, que contrarrestó la ligera disminución del superávit de turismo. Por su parte, el saldo negativo de la balanza de rentas se redujo notablemente en los dos primeros meses de 2010, hasta situarse en 4.592 millones de euros. El saldo de la balanza de transferencias corrientes originó un déficit de 4.015 millones de euros en los dos primeros meses de 2010, como consecuencia del descenso en los ingresos (-18%) relacionados con fondos comunitarios. Por el contrario, los pagos repuntaron apreciablemente, a pesar de que las remesas de emigrantes disminuyeron. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se elevó en los dos primeros meses de 2010 hasta los 1.466 millones de euros, gracias al incremento de los ingresos percibidos por las AAPP en concepto de Fondos de Cohesión.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

En el primer trimestre de 2010 y la parte transcurrida del segundo, la evolución de los mercados financieros nacionales ha estado influida por los episodios de tensión asociados a la preocupación de los participantes por la sostenibilidad de la deuda pública griega, que afectaron en mayor medida a los países del área del euro que han experimentado mayor deterioro de las finanzas públicas. Estas tensiones remitieron algo a partir de mediados de febrero, coincidiendo con el anuncio de planes de consolidación fiscal en Grecia, pero se volvieron a reactivar a finales de abril. De este modo, el día 30 de dicho mes el IBEX 35 acumulaba una pérdida en el año del 12,1%, una evolución más desfavorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (que retrocedía en la misma fecha un 5%) y que la del S&P500 de los mercados estadounidenses (que ganaba un 6,4%) (véase gráfico 23). En el caso de la deuda pública española, cuya calificación crediticia a largo plazo fue rebajada el 28 de abril por S&P de AA+ a AA, la rentabilidad a diez años apenas aumentó en 3 pb a lo largo de este período, pese a lo cual se amplió el diferencial respecto al bono alemán a idéntico plazo en casi 40 pb (hasta situarse cerca de los 100 pb) como resultado de la evolución del precio de este último. Las primas de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados evidenciaron una trayectoria similar, siendo superior el incremento del precio de asegurar los activos emitidos por las entidades financieras. En el mercado interbancario, los tipos de interés mostraron escasas variaciones, situándose en abril el nivel medio del EURIBOR a doce meses 2 pb por debajo del dato de diciembre (1,24%).

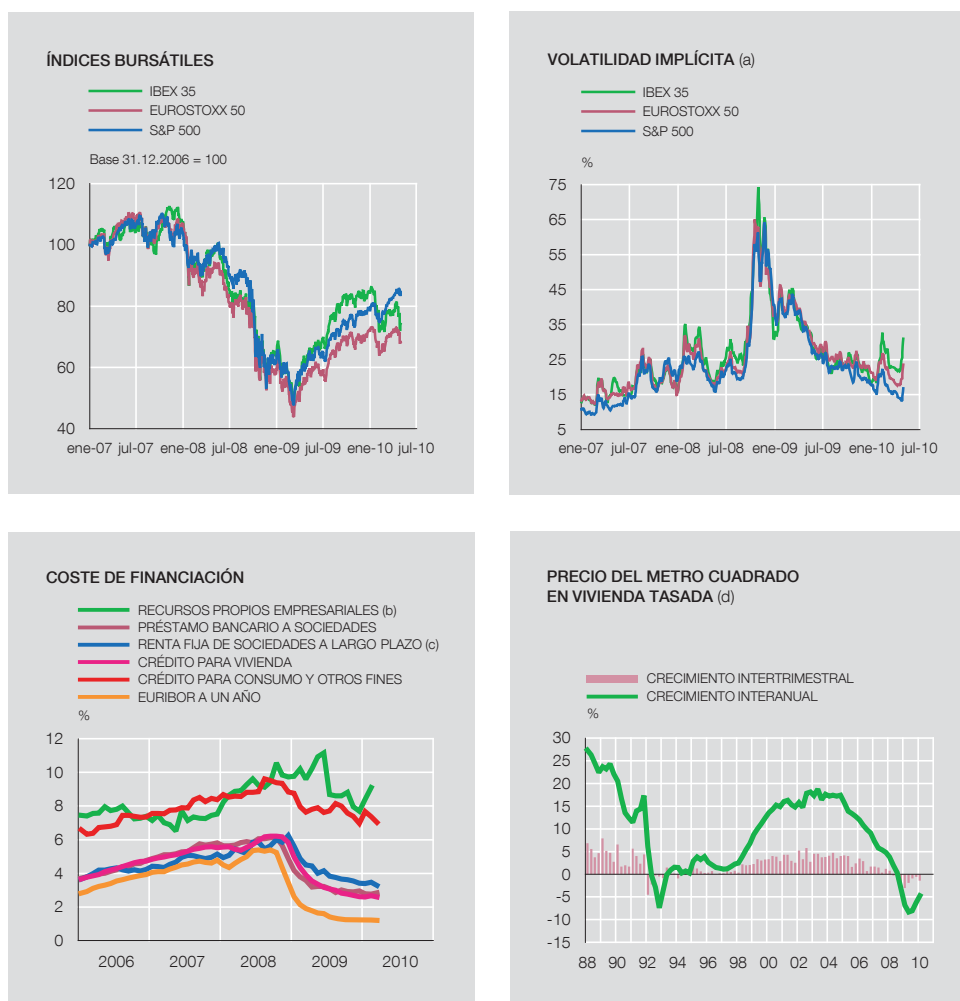
En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre siguió reduciéndose durante el primer trimestre de 2010, pero lo hizo nuevamente a un ritmo interanual menor que el de tres meses antes. Así, la tasa de disminución interanual se situó en marzo en el 4,7%, frente al retroceso del 6,3% de diciembre de 2009.

La evolución durante los primeros meses de 2010 de los costes de financiación de los hogares y las sociedades no mostró, en general, cambios importantes en comparación con la media del último trimestre de 2009 (véase gráfico 23). Las condiciones distintas a los tipos de interés tampoco experimentaron variaciones significativas. Así, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de abril, las entidades habrían mantenido —e incluso relajado ligeramente— los criterios de aprobación de nuevas operaciones entre enero y marzo, tendencia que los intermediarios encuestados esperaban que continuase en el segundo trimestre del año<sup>1</sup>. No obstante, estos seguirían siendo más restrictivos que al inicio de la crisis financiera, como consecuencia del tensionamiento acumulado en el período precedente.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a febrero, evidencian una estabilidad en los saldos de crédito a hogares (la tasa interanual se incrementó ligeramente, hasta el 0,1%, desde el -0,3% de diciembre). En cambio, la deuda de las sociedades ha seguido contrayéndose y lo hace cada vez con mayor intensidad en términos interanuales (1,8% en febrero, frente al retroceso del 0,9% de dos meses antes). En términos intertrimestrales anualizados, las discrepancias en los ritmos de avance de los recursos ajenos de estos sectores son incluso más acentuadas. Por otra parte, el desglose de los pasivos

1. Para más detalles, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2010», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo *Boletín Económico*.





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

- a. Medias móviles de cinco días.  
 b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.  
 c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.  
 d. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

empresariales por instrumentos, sectores y tamaños de empresas evidencia comportamientos diferenciados (véase recuadro 4). Concretamente, el crédito recibido de las entidades residentes ha continuado reduciéndose durante los últimos meses (-4,3% en términos interanuales), mientras que en las emisiones de valores de renta fija, a las que solo tienen acceso fundamentalmente las empresas de mayor tamaño, se ha continuado observando una expansión notable (29%). Dentro del crédito concedido por las entidades residentes, la información más reciente sobre su detalle por finalidades, correspondiente al cierre de 2009, muestra retrocesos en todas las ramas productivas, con la excepción de los servicios inmobiliarios, en la que la financiación bancaria todavía avanzaba a un ritmo positivo, aunque muy reducido (1,7%), lo que en parte se explica porque, en un contexto de menor dinamismo de la compraventa de vivienda, los fondos se mantienen en sus balances durante un tiempo más prolongado. Los datos provisionales correspondientes a marzo no evidencian cambios significativos en el crecimiento de la deuda de las familias y de las empresas en comparación con el mes precedente.

Desde mediados de 2007, la financiación concedida a las sociedades no financieras españolas se ha desacelerado de forma muy notable, alcanzando tasas de variación interanual negativas en los últimos meses de 2009 y primeros de 2010. Sin embargo, detrás de este comportamiento general subyace una importante heterogeneidad por instrumentos, ramas productivas y tamaño de los prestatarios.

Así, en primer lugar, por instrumentos, mientras que el crédito concedido por las entidades bancarias españolas se desaceleró de forma más intensa que el conjunto de la financiación al sector, el procedente del resto del mundo lo hizo en mucha menor medida —registrando todavía, a finales del ejercicio pasado, incrementos interanuales positivos—, y la emisión de títulos de renta fija, tras una primera fase de ralentización hasta finales de 2008, recuperó posteriormente ritmos de crecimiento elevados (véase cuadro adjunto). El aumento en el recurso a los mercados de valores —y, en menor medida, también al crédito procedente del exterior— está muy relacionado con la actividad de un número reducido de grandes grupos empresariales multinacionales, que utilizan de forma regular este tipo de financiación. Más del 70% de la emisión neta en los últimos tres años correspondió a tan solo cuatro entidades, cuya dimensión internacional hace que la evolución de su actividad esté menos condicionada por el ciclo económico español. De hecho, algunos de estos grupos acometieron procesos de expansión en 2009, contribuyendo a explicar el crecimiento en la emisión de títulos. Asimismo, las condiciones relativamente favorables de financiación en estos mercados —resultado de que, si bien las primas de riesgo exigidas no han vuelto a los niveles anteriores a la crisis, sí disminuyeron notablemente durante el curso pasado, y los tipos de interés de referencia se mantuvieron en niveles muy reducidos— contribuyeron a que algunos de estos grupos elevasen el volumen de fondos captados, anticipándose a futuras necesidades de recursos. En cualquier caso, no puede descartarse completamente que haya habido también un cierto grado de sustitución de crédito bancario por financiación en los mercados.

Para el resto de compañías no financieras, la principal fuente de recursos es el crédito procedente de las instituciones residentes, que ha venido mostrando un menor dinamismo. Dentro de este, se observa también una importante heterogeneidad por ramas productivas, con un ligero aumento, en 2009, en el destinado a los servicios inmobiliarios; caídas interanuales elevadas en los sectores de construcción y agricultura, ganadería y pesca; y descensos moderados en el resto (véase cuadro adjunto). Aunque existe una cierta relación entre las caídas en el crédito y los descensos en el volumen de actividad, la relación no es uniforme y destaca, en particular, el caso de las empresas promotoras. El sostenimiento de la financiación a este sector podría explicarse, en parte, en un contexto como el actual, porque el ritmo de venta de los inmuebles se reduce y esto implica el mantenimiento de la correspondiente financiación durante un tiempo más prolongado.

Una última dimensión relevante es el tamaño del prestatario. La información disponible (tanto de la CIR como de la estadística de nuevas operaciones de crédito a sociedades) apunta a un menor dinamismo de los fondos concedidos a compañías de pequeña y mediana dimensión (pymes), frente a las operaciones con las grandes empresas. No obstante, como puede apreciarse en el gráfico 1, este patrón

no se detecta para los sectores de la construcción y de los servicios inmobiliarios. Excluyendo la categoría de empresas con menos de un millón de euros de deuda (que tiene, en general, un comportamiento atípico, debido a que este es el segmento en el que se registra la mayoría de los nuevos deudores en la CIR), se observa que en la construcción el recorte de la financiación es elevado y generalizado por tamaños (aproximados por el saldo de crédito bancario), mientras que en los servicios inmobiliarios el crédito se reduce, en términos interanuales, en las operaciones con las compañías con mayor volumen de deuda y aumenta, sin embargo, en el resto. Es, pues, en las otras ramas productivas donde se observa con claridad un comportamiento más contractivo de la financiación a las pymes, al tiempo que se mantiene un crecimiento positivo de los fondos concedidos a las compañías con un mayor nivel de pasivos bancarios.

Detrás de esa divergencia por tamaño existen, sin duda, diversos factores. Un elemento importante es la propia situación económica de los prestatarios. Como puede observarse en el gráfico 2, dentro de los otros sectores productivos, y ya antes del inicio de la crisis, el nivel de endeudamiento de las pymes era significativamente superior al de las grandes empresas, mostrando, pues, una mayor vulnerabilidad económica. Asimismo, el impacto de la propia crisis parece estar siendo también más intenso en las pequeñas compañías, en las que, como se aprecia en el gráfico 3, la caída de los beneficios en 2008 resultó más elevada. La información disponible para 2009 (como, por ejemplo, los resultados de las empresas españolas en la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación) apuntaría a que esta circunstancia se habría mantenido en dicho año. En este contexto, no resulta extraño que la morosidad se haya incrementado más en las pequeñas y medianas empresas de los sectores distintos de la construcción y los servicios inmobiliarios (véase gráfico 4) que en las grandes. Por el contrario, en las dos ramas mencionadas tanto la situación de partida como la evolución reciente de los resultados apuntarían más bien a una situación económica más comprometida de las compañías de mayor tamaño, lo que contribuiría a explicar el diferente comportamiento del crédito en estos sectores.

La evolución más negativa de los beneficios de las pymes, en los sectores distintos de la construcción y los servicios inmobiliarios, y su situación financiera más comprometida habrían contribuido a deprimir, en mayor medida que para las sociedades de mayor dimensión, la demanda de fondos de las mismas, al revisarse a la baja los planes de gasto, al tiempo que se habría deteriorado comparativamente más la solvencia de dichas compañías apreciada por las entidades. De hecho, los resultados de la encuesta del BCE a las pymes (véase gráfico 5) muestran una elevada correlación entre, por un lado, el porcentaje de rechazo de las peticiones de crédito bancario y los cambios percibidos por las empresas en la disponibilidad del mismo, y, por otro, la evolución financiera de estas.

Adicionalmente, es posible que, teniendo en cuenta el carácter, en general, más arriesgado de las operaciones con las pymes y las menores garantías que habitualmente pueden aportar estas compañías, y en un contexto de reevaluación general de los riesgos a escala internacional tras la crisis financiera, las entidades hayan podido endurecer más que proporcionalmente los criterios de concesión a este tipo de compañías, cuya solvencia individual es siempre más compleja de evaluar.

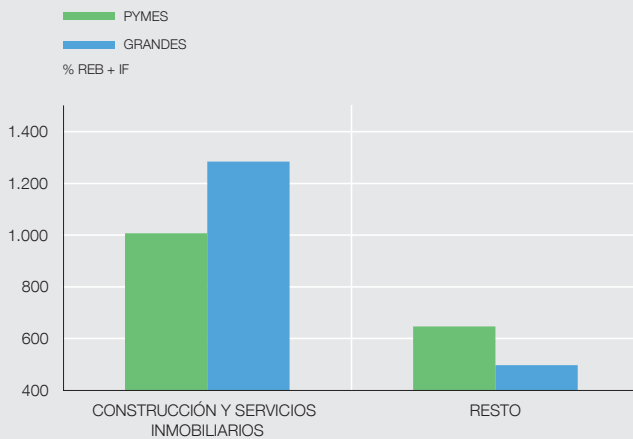
DESGLOSE DE LA FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS

%	TASA INTERANUAL	PESO RELATIVO
FINANCIACIÓN TOTAL	-1,0	100,0
Crédito de ECA a residentes	-3,5	70,1
Crédito del resto del mundo	1,9	25,6
Valores	37,0	4,3
DESGLOSE DEL CRÉDITO DE ECA POR RESIDENTE Y SECTOR		100,0
Agricultura, ganadería y pesca	-11,9	2,3
Construcción	-14,1	13,2
Industria, excepto construcción	-2,5	15,4
Servicios inmobiliarios	1,7	32,6
Resto de servicios	-0,7	36,5

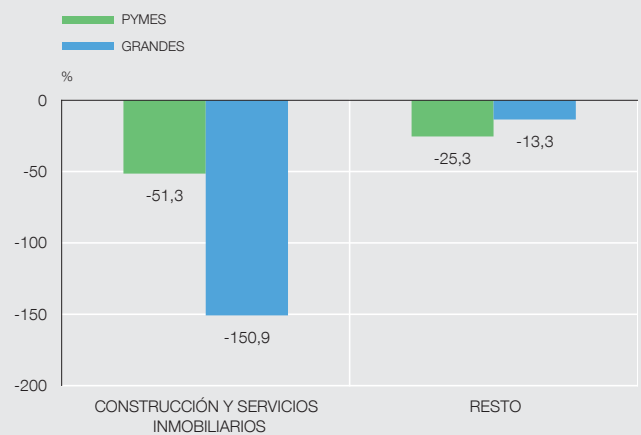
1 DESGLOSE DEL CRÉDITO POR TAMAÑO DEL PRESTATARIO (a)  
Tasas interanuales. Diciembre 2009



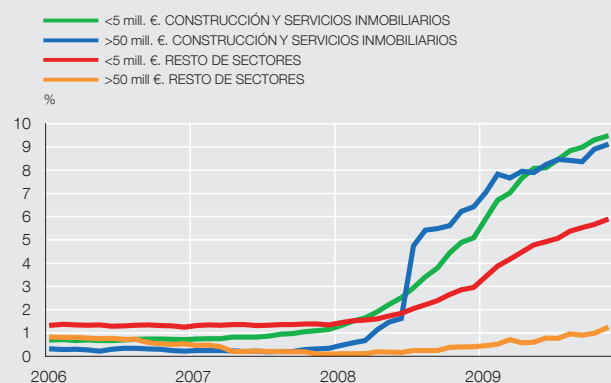
2 NIVEL DE ENDEUDAMIENTO POR TAMAÑO Y SECTOR  
Año 2007



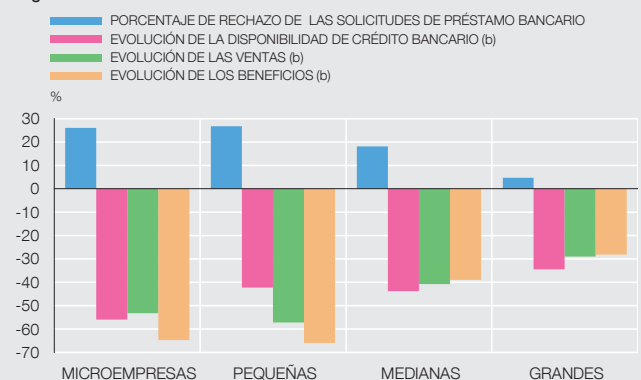
3 CRECIMIENTO DEL RESULTADO ORDINARIO NETO POR TAMAÑO Y SECTOR  
Año 2008



4 RATIO DE MOROSIDAD POR TAMAÑO Y SECTOR



5 RESULTADOS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN LA ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES DEL ÁREA DEL EURO Segundo semestre de 2009



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a. Aproximado con datos de la CIR. Las empresas se clasifican por tamaño según el volumen total de deuda que tenían registrado en la CIR a diciembre de 2008. Los nuevos deudores que aparecen en 2009 se clasifican según el nivel total de deuda a finales de dicho año.  
b. Porcentaje de los encuestados que señalan un aumento menos porcentaje de los que señalan una disminución.

El estancamiento de los pasivos de las familias, junto con la estabilidad de los ingresos, llevó a que durante el cuarto trimestre de 2009 apenas variara la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de este sector. Sin embargo, la ratio de carga financiera siguió reduciéndose gracias a los descensos en los costes medios de financiación de la deuda viva. Esta evolución vino acompañada de nuevos aumentos de la capacidad de ahorro y de financiación del sector. Por último, la riqueza neta se mantuvo relativamente estable, como resultado de la recuperación del componente financiero, que se vio compensada por la disminución del inmobiliario. Los datos de avance de los primeros meses de 2010 apuntan a una prolongación de la pauta de descenso de la ratio de carga financiera y de mantenimiento de la de endeudamiento.

En el caso de las sociedades, durante el cuarto trimestre de 2009 la ratio de deuda sobre las rentas generadas siguió aumentando, a pesar de la contracción de los pasivos exigibles, lo que refleja la evolución desfavorable de los excedentes empresariales. No obstante, la ratio de carga financiera volvió a reducirse como consecuencia del retroceso del coste medio de la deuda viva, evolución que vino acompañada de unas menores necesidades de financiación del sector. La información disponible para los primeros meses de 2010 apunta a una estabilización de la ratio de endeudamiento y a nuevas caídas en la de carga financiera.

Los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), correspondientes al cuarto trimestre de 2009, evidencian una cierta recuperación de las rentas generadas de estas compañías, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño. El resultado ordinario neto retrocedió en el conjunto del ejercicio a una tasa menor que en el año precedente. El ritmo de caída de los excedentes empresariales también se moderó, y lo hizo en menor medida que la caída de los recursos ajenos, por lo que descendieron tanto la ratio de endeudamiento —especialmente, en el caso de las grandes corporaciones— como la de carga financiera. Como efecto conjunto de estos desarrollos, se redujeron algo los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, deteniéndose la tendencia al alza de los meses anteriores, aunque se mantienen en niveles elevados desde una perspectiva histórica.

El volumen de créditos dudosos también ha empezado a mostrar indicios de menor crecimiento, en línea con la tendencia hacia la estabilización del grado de presión financiera. No obstante, la ratio de dudosos ha seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades a los intermediarios distintos de las entidades de crédito), dicho indicador se situó en febrero en el 5,4%, 0,3 pp por encima del dato de diciembre.

En el caso de las AAPP, el ritmo de expansión de la deuda ha seguido en cifras muy elevadas, aunque más moderadas que las observadas en los meses precedentes (24% en febrero de 2010, frente al 35% de octubre de 2009). Ello, unido al retroceso del PIB, se ha seguido reflejando en incrementos de la ratio de deuda sobre el PIB (hasta el 53% del PIB al cierre del pasado ejercicio) y ha supuesto también un ascenso, aunque más moderado, de la carga financiera asociada.

La información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al cierre de 2009, recoge una nueva disminución de las necesidades de financiación de la nación, que supusieron el 4,7% del PIB en términos acumulados de doce meses (1,1 pp por debajo del nivel de septiembre) (véase cuadro 6). Una vez más, esta evolución resultó de un ascenso de la capacidad de financiación de las familias y de las empresas no financieras, que fue parcialmente compensado por el aumento del déficit de las AAPP, que se situó en el 11,2% del PIB, y la

% del PIB	2004	2005	2006	2007	2008		2009		
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
					Economía nacional	-4,8	-6,5	-8,4	-9,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-5,1	-8,4	-11,1	-13,5	-7,0	-4,4	-0,5	2,4	4,9
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,5	-7,1	-9,5	-11,6	-7,2	-6,6	-4,6	-2,3	-0,5
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-0,6	-1,3	-1,7	-1,9	0,2	2,2	4,1	4,7	5,4
Instituciones financieras	0,6	0,9	0,7	2,1	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6
Administraciones Públicas	-0,4	1,0	2,0	1,9	-4,1	-5,8	-8,4	-9,9	-11,2
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-8,7	-11,4	-17,8	-15,9	-10,9	-9,6	-6,7	-3,5	-1,0

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

ligera disminución del ahorro de las instituciones financieras. En línea con el incremento del déficit público, el grueso de los recursos captados en el exterior se canalizó a través de la compra de títulos de deuda pública por parte del resto del mundo.

En resumen, la información más reciente apunta a una cierta estabilización de los indicadores de presión financiera del sector privado, evolución que se habría visto favorecida por el descenso de los costes de financiación, por el escaso dinamismo de los recursos ajenos y por el comportamiento del producto. No obstante, las ratios de endeudamiento de los hogares y de las sociedades siguen situadas en niveles elevados. En el caso de las AAPP, a pesar de la moderación en el avance de los pasivos, estos siguen creciendo a un ritmo alto.

## 5.2 El sector hogares

La información más reciente sobre los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a los hogares, correspondiente al mes de marzo, muestra escasas variaciones en comparación con el dato de diciembre (bajada de apenas 2 pb en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y aumento de solo 6 pb en el de la financiación para consumo y otros fines). Asimismo, de acuerdo con la EPB, las entidades habrían mantenido —e incluso relajado— los criterios de concesión de créditos, tendencia que preveían que continuara durante el segundo trimestre del año.

En este contexto, la deuda de las familias se habría mantenido estable durante los primeros meses de 2010, con un crecimiento interanual de apenas un 0,1% en febrero, en términos interanuales, frente al -0,3% de diciembre. El desglose por finalidades muestra que, mientras que el crédito para la adquisición de vivienda avanzaba en esa fecha en torno a un 0,5% en relación con el mismo período de 2009, los fondos destinados a consumo y otros fines continuaban contrayéndose a un ritmo próximo al 1%. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas registraron valores algo más altos en el caso de la financiación para vivienda y similares en el resto.

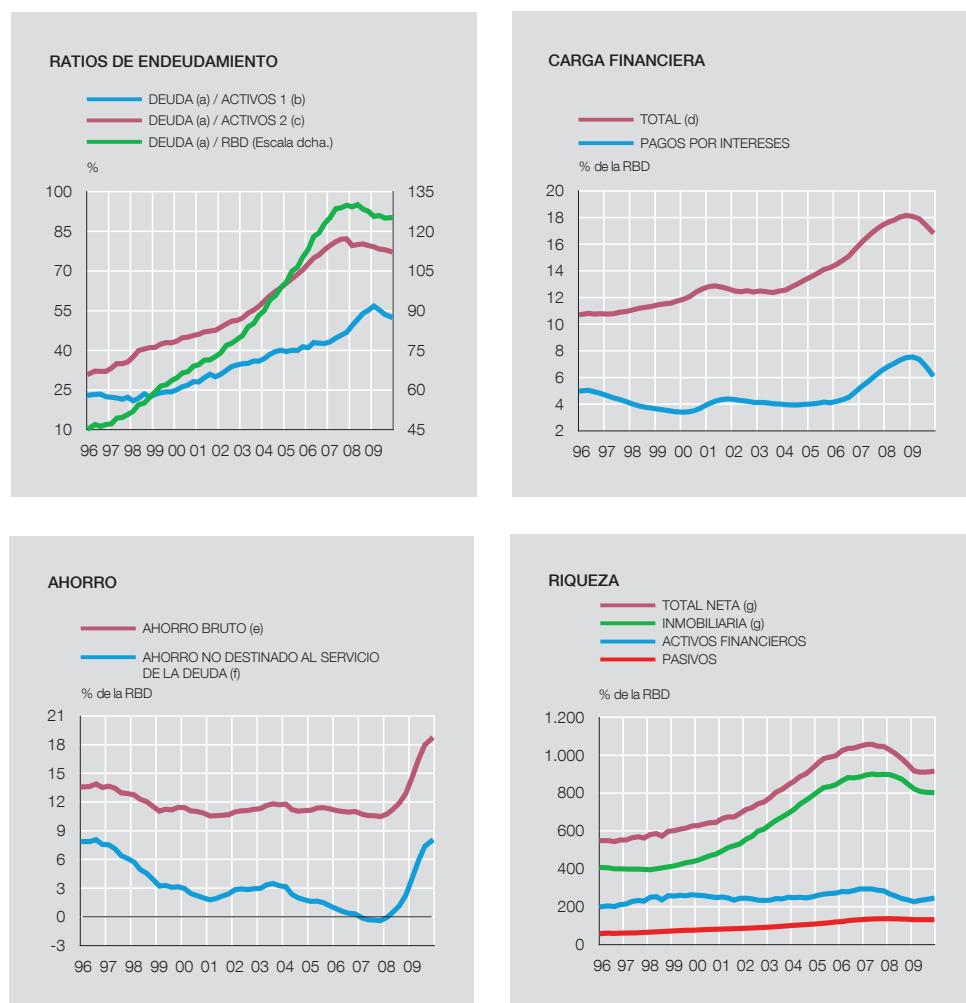
Por lo que se refiere a las decisiones de cartera, según la información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al cuarto trimestre del año pasado, durante el último tramo del ejercicio continuó recuperándose la inversión de los hogares en activos financieros

% del PIB	2006	2007	2008	2009		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	10,9	7,1	2,8	2,9	3,5	4,2
Medios de pago	3,1	-1,0	-0,4	2,5	3,3	4,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	5,9	7,5	6,8	1,8	0,3	-1,3
Acciones y otras participaciones (b)	-1,2	0,4	-0,1	0,5	0,7	1,0
Fondos de inversión	0,2	-1,1	-3,4	-1,9	-0,7	0,0
Reservas técnicas de seguros	1,8	0,9	0,2	0,3	0,4	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,6	0,2	-0,2	0,0	0,1	0,6
<i>De jubilación</i>	1,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Resto	1,0	0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,4
Operaciones financieras (pasivos)	12,6	9,0	2,5	-1,2	-1,2	-1,2
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,0	9,4	3,4	0,1	-0,3	-0,5
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,0	7,1	2,7	0,7	0,2	0,1
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	3,0	2,1	0,8	-0,3	-0,2	-0,4
Resto	-0,4	-0,4	-0,9	-1,3	-0,9	-0,7
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	23,7	13,6	4,9	-2,1	-5,2	-6,5
Medios de pago	2,3	-0,4	-1,1	-0,9	-0,8	-0,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,3	2,1	2,3	-0,1	0,1	-0,6
Acciones y otras participaciones	11,4	7,9	3,0	1,9	0,7	-0,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	8,3	6,6	3,3	1,6	1,2	0,1
Crédito comercial e interempresas	6,9	2,5	0,1	-3,8	-5,3	-5,8
Resto	0,9	1,5	0,6	0,8	0,0	0,6
Operaciones financieras (pasivos)	33,2	25,3	12,2	2,4	-2,9	-6,0
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	17,6	13,9	5,5	1,2	-1,6	-3,0
Préstamos exteriores	3,3	2,8	2,8	2,9	1,8	0,6
Valores de renta fija (d)	1,8	0,5	0,3	0,3	0,9	1,3
Acciones y otras participaciones	2,9	4,8	2,6	1,8	1,1	1,3
Crédito comercial e interempresas	7,0	3,6	-0,4	-4,2	-5,7	-6,2
Resto	0,7	-0,4	1,3	0,4	0,5	0,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	24,2	15,5	6,4	2,4	0,5	-0,7
Hogares e ISFLSH	19,6	12,5	4,4	0,5	-0,1	-0,3
Sociedades no financieras	27,9	17,7	7,9	3,7	0,8	-0,9

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
- e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulación.

(véase cuadro 7). De este modo, en términos acumulados anuales, los fondos dedicados a estos fines supusieron un 4,2% del PIB, 0,7 pp por encima del nivel de septiembre de 2009. Las tenencias de medios de pago fueron el principal destino de estos flujos (un 4% del PIB, 0,7 pp más que tres meses antes), al tiempo que aumentó la importancia relativa de los materializados en acciones y reservas técnicas de seguro, hasta suponer, respectivamente, un 1% y un 0,9% del PIB. Asimismo, las adquisiciones netas de los fondos de inversión volvieron a ser positivas, mientras que la inversión en depósitos a plazo (incluidos en la rúbrica «otros depósitos y valores de renta fija») fue negativa.



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

- a. Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.  
 b. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».  
 c. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.  
 d. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.  
 e. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.  
 f. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.  
 g. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

Dada la estabilidad tanto de los pasivos como de las rentas, la ratio de endeudamiento de los hogares se mantuvo en el cuarto trimestre de 2009 en torno al 125% de su renta bruta disponible (RBD) (véase gráfico 24). Por el contrario, la ratio de carga financiera volvió a descender, hasta situarse en valores próximos al 17% de la RBD, debido al retroceso del coste medio de los pasivos en balance. La fuerte caída del gasto en consumo, junto con la resistencia a la baja de las rentas (en parte, asociada a la moderación de las obligaciones derivadas del servicio de la deuda), se tradujo en un aumento de la capacidad de ahorro del sector, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos. Por su parte, la riqueza neta de las familias apenas experimentó variaciones, ya que el descenso del componente inmobiliario (asociado a la caída del precio de la vivienda) se vio aproximadamente compensado por la recuperación del valor de los activos financieros netos.

Los datos más recientes de la ratio de morosidad de los hogares, correspondientes al cuarto trimestre de 2009, evidencian una cierta estabilización, a la que podrían haber contribuido

tanto la moderación de la carga financiera como la ralentización en el ritmo de destrucción de empleo. Así, dicho indicador se redujo en una décima en el caso de los créditos que tienen como objeto la adquisición y la rehabilitación de viviendas (del 3% en septiembre al 2,9% en diciembre), y en dos décimas en el de los préstamos destinados a consumo y otros fines (del 7,1% al 6,9%).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

En los tres primeros meses de 2010, los costes de financiación de sociedades mostraron una evolución diferenciada según el tipo de pasivo. Así, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias a las sociedades de importe inferior al millón de euros apenas bajó 4 pb, situándose en el 4,21%, mientras que en los de cuantía superior disminuyó en 23 pb (hasta el 2,24%). No obstante, hay que tener en cuenta que este último suele presentar mayor variabilidad. De hecho, si el último dato se compara con la media del cuarto trimestre de 2009 el descenso sería de 7 pb. La rentabilidad exigida para los valores de renta fija aumentó en 7 pb en los plazos cortos y se redujo en 13 pb en los largos. Por su parte, el coste de la emisión de acciones, para el que el último dato disponible corresponde al mes de febrero, repuntó en 141 pb, lo que refleja el aumento de la prima de riesgo, si bien hay que tener en cuenta que este indicador se estima con mayor imprecisión. Por último, de acuerdo con la EPB de abril, las entidades habrían relajado ligeramente los criterios de aprobación de préstamos a empresas durante el primer trimestre de 2010, al tiempo que esperaban un mantenimiento de estos para los tres meses siguientes.

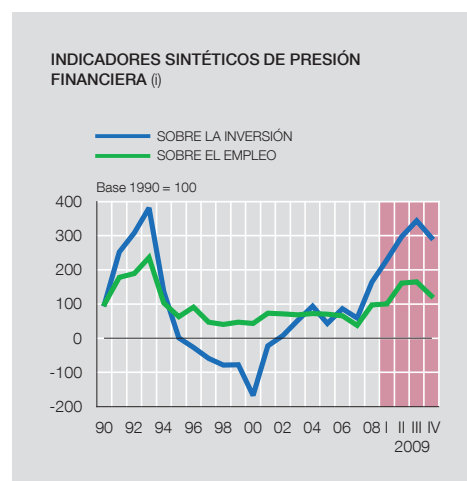
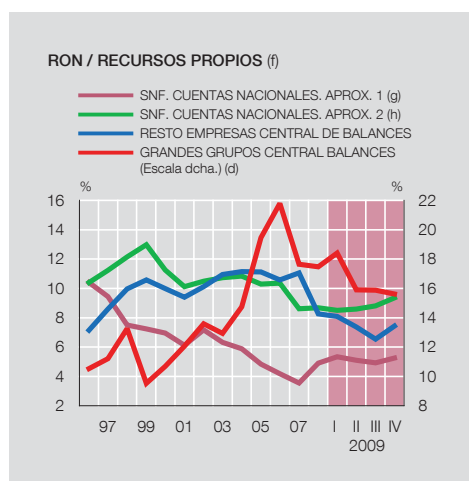
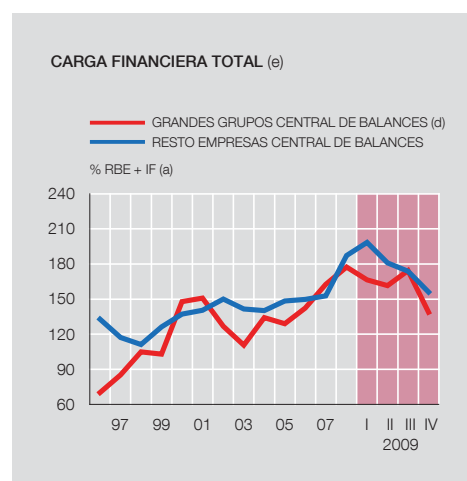
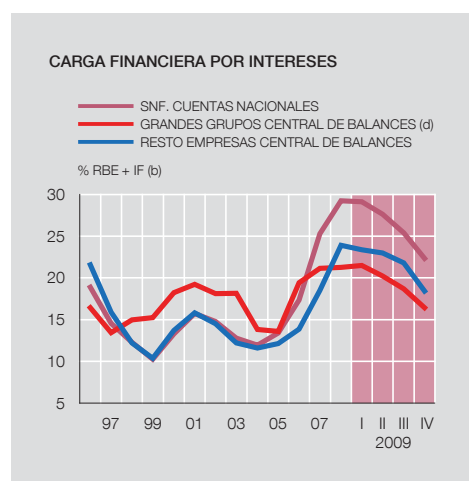
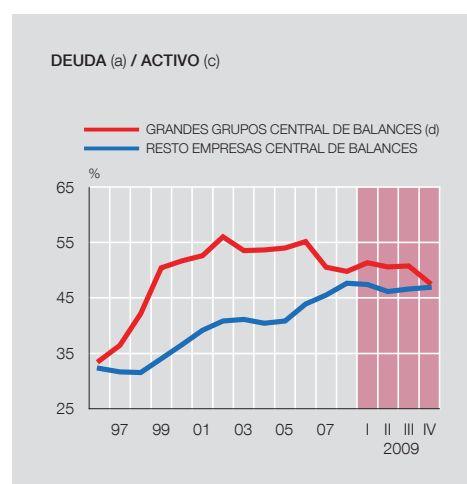
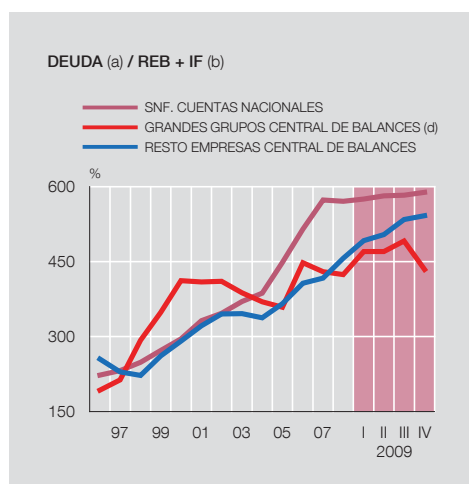
A pesar de la relativa estabilidad de las condiciones de financiación, la deuda de las sociedades ha continuado contrayéndose, situándose su crecimiento interanual en febrero en el -1,8%, 0,9 pp menos que en diciembre de 2009. Los ritmos de avance intertrimestral anualizados (-3%) indican que este descenso se ha intensificado en los últimos meses. Por instrumentos, se observa que es el crédito concedido por entidades residentes el que se está reduciendo de forma más rápida (-4,3% en términos anuales), mientras que los fondos obtenidos del exterior y mediante la emisión de renta fija, modalidades ambas utilizadas principalmente por las grandes compañías, siguen mostrando expansiones positivas, aunque algo menores que en el trimestre anterior.

El desglose del crédito por finalidad, cuya información más reciente corresponde al mes de diciembre de 2009, muestra que en todas las ramas se han registrado crecimientos negativos, con la única excepción del destinado a actividades inmobiliarias, que evidenciaba un ritmo de avance del 1,7% (2,9% el trimestre anterior). Por el contrario, en el sector de la construcción es en el que se está reduciendo la deuda a una mayor velocidad (14,1% en términos anuales), cifra muy superior al descenso del 2,5% de la industria (1 pp más de caída que en septiembre) y del 0,7% el resto de servicios no inmobiliarios (frente a un crecimiento positivo del 2,8% de tres meses antes).

En línea con esta evolución, la información de cuentas financieras del cuarto trimestre de 2009 muestra que las necesidades de financiación de las sociedades se situaron en el 0,5% del PIB (en términos acumulados de doce meses), cifra inferior al 2,3% de septiembre. Asimismo, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, también descendió (2,5 pp), hasta el 1% del PIB.

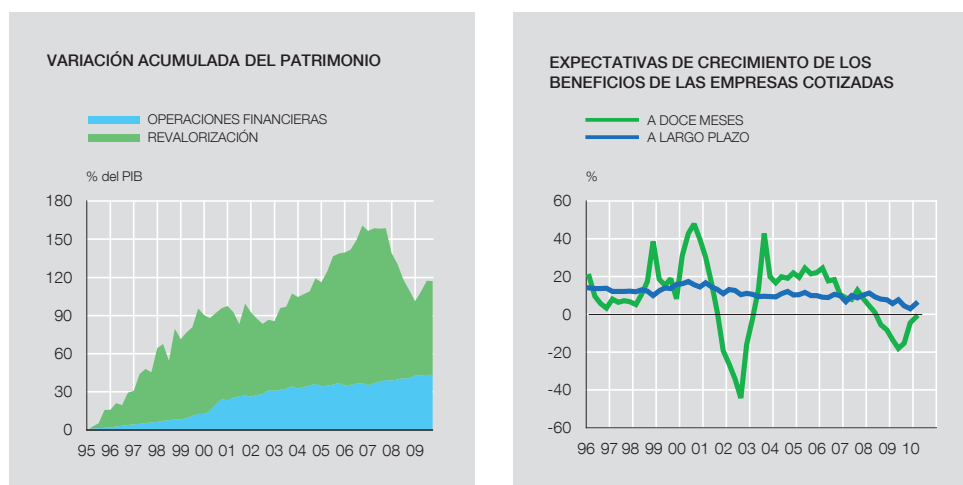
Las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional de los excedentes empresariales, correspondientes a diciembre de 2009, muestra que estos continuaron con la pauta descendente de los meses anteriores, en términos interanuales. Esta reducción de los ingresos llevó a que, a pesar de la contracción de los pasivos, la ratio de endeudamiento de las sociedades





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- d. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- e. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- f. El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- g. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- h. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- i. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

creciera ligeramente (véase gráfico 25). No obstante, el retroceso en el coste medio de la deuda en balance se volvió a reflejar en una caída de la ratio de carga financiera.

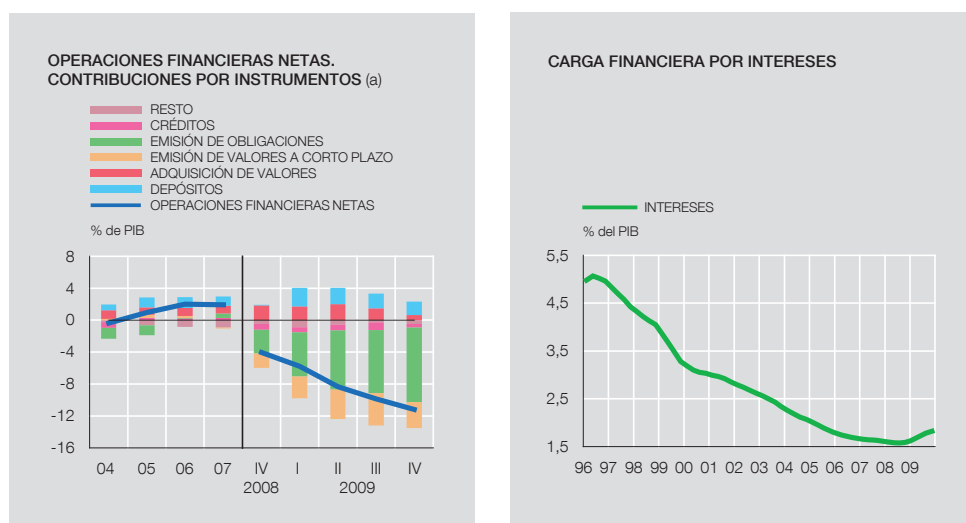
La información de la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revela que durante los últimos meses de 2009 se produjo una cierta mejoría en los beneficios en comparación con el mismo período del año anterior, que se reflejó en una ligera recuperación de las ratios de rentabilidad y en un descenso de las de endeudamiento y carga financiera (a la que contribuyó también el descenso en el coste de los fondos). Todo ello se tradujo en reducciones de los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, aunque estos siguen situados en niveles históricamente elevados. En esta misma línea, los analistas han dejado de proyectar retrocesos en los beneficios a corto plazo de las empresas no financieras cotizadas, al tiempo que han revisado al alza sus perspectivas de avance a horizontes más largos (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras ha continuado elevándose durante los últimos meses de 2009, alcanzando en diciembre el 6,2%, 0,5 pp más que en el tercer trimestre de 2009. Este incremento se explica fundamentalmente por el comportamiento del crédito a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio pasó del 8,5% al 9,6%, mientras que en el resto de ramas el avance ha sido de una décima solamente, hasta situarse en el 3,4%.

**5.4 Las Administraciones Públicas**

El aumento del gasto público y la disminución de los ingresos han llevado a que las necesidades de financiación de las AAPP continuaran creciendo en el cuarto trimestre de 2009, alcanzando, en términos acumulados anuales, el 11,2% del PIB, 1,3 pp más que en septiembre (véase cuadro 6).

La principal vía de financiación del déficit de las AAPP continuó siendo la emisión de títulos de renta fija, mediante la cual se captó en 2009 un volumen neto de fondos equivalente al 12,6% del PIB (véase gráfico 27). El grueso de estas colocaciones se materializó en valores con vencimiento superior al año, mientras que se redujo el peso relativo de las de corto plazo. En cambio, los recursos obtenidos mediante préstamos apenas supusieron un importe equiva-



FUENTE: Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

lente al 0,4% del PIB. Por la parte del activo, los flujos financieros se situaron en una cifra próxima al 2,3% del PIB, 1 pp menos que tres meses antes.

A pesar de la moderación en la tasa de crecimiento del endeudamiento de las AAPP, esta sigue siendo elevada (24%), lo que, unido al retroceso del PIB, se ha traducido en un nuevo incremento de la ratio de deuda sobre el PIB, que se situaba en diciembre de 2009 por encima del 53% del PIB, 3 pp más que en septiembre. No obstante, el reducido nivel de los costes de financiación ha contribuido a frenar el aumento de la carga financiera asociada a estos pasivos, que a finales del pasado año se situaba en torno al 1,8% del PIB.

### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el cuarto trimestre de 2009 continuaron reduciéndose las necesidades de financiación de la nación, hasta situarse en el 4,7% del PIB, en términos acumulados de 12 meses, 1,1 pp por debajo de la cifra de septiembre y 4,4 pp menos que al cierre de 2008. Esta evolución fue consecuencia del aumento de la capacidad de financiación de los hogares y de la disminución del saldo deudor de las sociedades, que fueron compensados parcialmente por el incremento del déficit de las AAPP y, en menor medida, por el descenso del ahorro de las instituciones financieras.

En línea con la mejora en los mercados financieros internacionales a lo largo de la segunda mitad de 2009, los flujos financieros de activo y pasivo frente al resto del mundo se recuperaron durante los últimos meses del pasado ejercicio en relación con el mismo período del año precedente, lo que se reflejó en un aumento del volumen de operaciones (véase cuadro 8). Así, en términos acumulados de 12 meses, las entradas de capital alcanzaron un importe equivalente al 5,7% del PIB, frente al 3,3% de tres meses antes. Por instrumentos, el grueso de estos fondos se canalizó a través de las adquisiciones de los no residentes de valores de renta fija, que pasaron a representar el 3,8% del PIB. Este incremento de la actividad se concentró especialmente en los títulos emitidos por las AAPP, cuyo flujo alcanzó un valor superior al 5% del PIB. No obstante, resulta destacable que las compras netas de deuda de las entidades de crédito por los extranjeros volvieron a registrar cifras positivas. Por el contrario, en los demás activos se observó un menor dinamismo. En particular, la inversión directa del exterior en España retrocedió hasta el 1% del PIB, 1 pp menos que en 2008.

% del PIB	2006	2007	2008	2009		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-8,4	-9,6	-9,1	-6,9	-5,8	-4,7
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,0	14,7	2,5	-2,8	-2,5	1,1
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	5,2	2,1	-0,3	-6,0	-5,9	-1,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,4	4,2	-0,5	-5,6	-5,6	-1,7
Valores distintos de acciones	-1,2	1,6	1,3	0,5	0,5	0,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	-2,0	1,8	1,6	1,6	1,5	1,3
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,7	0,0	-1,3	-1,2	-1,3	-0,5
Acciones y otras participaciones	10,8	8,8	1,9	2,0	2,1	1,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	8,3	6,6	3,3	1,6	1,2	0,1
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,2	-1,1	-1,6	-0,5	-0,1	0,3
Préstamos	2,1	1,2	0,8	1,2	0,4	0,7
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	26,4	24,2	11,6	4,1	3,3	5,7
Depósitos	0,3	7,3	9,0	1,9	1,5	0,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,6	6,7	6,2	0,9	-0,2	0,7
Valores distintos de acciones	21,3	8,1	-2,6	-1,0	-1,2	3,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,0	-1,3	1,2	3,3	3,3	5,1
<i>Entidades de crédito</i>	8,0	3,6	-1,9	-1,2	-0,6	1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	12,3	5,8	-1,9	-3,0	-3,7	-2,4
Acciones y otras participaciones	0,5	4,6	3,3	1,0	1,7	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	0,1	4,7	2,4	0,2	0,5	0,1
Préstamos	3,5	3,1	2,7	3,1	2,1	1,0
Otros neto (c)	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-1,2	-1,5
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	8,4	9,5	4,7	3,5	2,4	1,1
Inversión directa del exterior en España	2,5	4,5	4,6	2,3	2,0	1,0

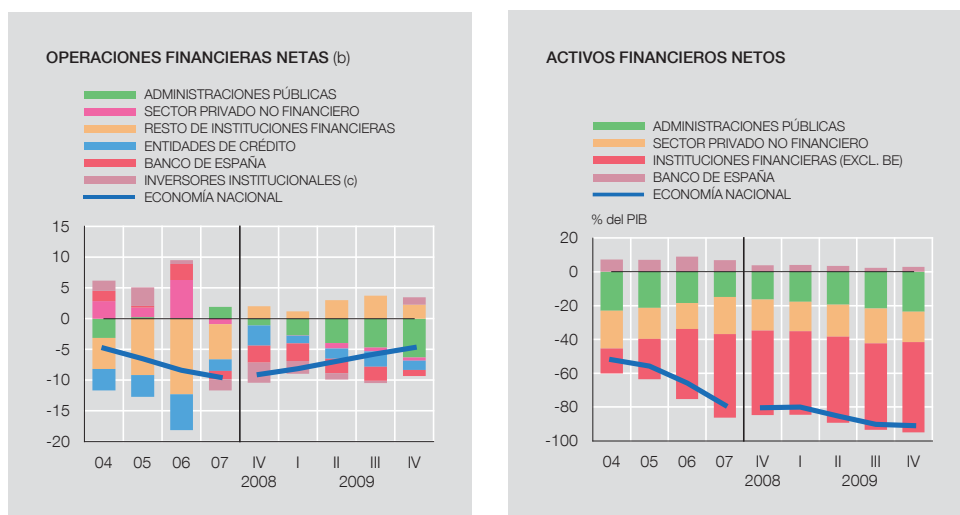
FUENTE: Banco de España.

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

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

Por su parte, las salidas de capital representaron, en términos acumulados de 12 meses, un 1,1% del PIB, lo que contrasta con el -2,5% de septiembre de 2009. Por instrumentos, lo más destacado fue la menor contracción de los préstamos concedidos en el mercado interbancario a entidades extranjeras, que pasaron de suponer un flujo equivalente al -5,6% del PIB en el tercer trimestre del año pasado (en términos acumulados de 12 meses) al -1,8% al cierre del ejercicio. En cambio, las adquisiciones netas de valores de renta fija fueron nulas, al tiempo que las de acciones y otras participaciones se redujeron en 0,6 pp (hasta el 1,5% del PIB). En línea con esta evolución, la inversión directa de España en el exterior descendió 1,3 pp y se situó en el 1,1% del PIB.



FUENTE: Banco de España.

a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.

b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.

c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el resto del mundo y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española equivalía al 91% del PIB en diciembre de 2009, casi 1 pp más que la cifra registrada en septiembre (véase gráfico 28). Por sectores institucionales, este ascenso fue el resultado, fundamentalmente, del incremento del saldo deudor frente a los no residentes de las instituciones financieras (excluido el Banco de España) y de las AAPP, que en parte fue compensado por la reducción de los pasivos netos del sector privado no financiero (en 2,8 pp) y por el ligero aumento (0,6 pp) de la posición acreedora del Banco de España.

3.5.2010.