

# Informe de coyuntura económica y financiera

## Octubre de 2011

<b>Visión general</b> <i>El área del euro avanza en la solución de los problemas de deuda soberana, en un contexto internacional de creciente debilidad en el crecimiento</i>	<b>2</b>
<b>Eventos económicos y financieros recientes</b>	<b>4</b>
<b>Análisis</b> <i>Diferencial de inflación entre España y el área del euro: los cambios en la evolución reciente</i>	<b>6</b>
<b>Principales indicadores de coyuntura</b>	<b>11</b>

## Visión general

### *El área del euro avanza en la solución de los problemas de deuda soberana, en un contexto internacional de creciente debilidad en el crecimiento*

Septiembre de 2011 ha significado la ampliación de los problemas del área del euro, aquejada por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en Grecia, su extensión a Italia y España y la emergencia de crecientes dificultades de financiación de la banca europea, y en especial francesa. Y todo ello en un contexto europeo, e internacional, de reducción en el crecimiento, en especial en los EE.UU., Reino Unido y el área del euro, lo que ha obligado a modificar la política monetaria en los EE.UU., y anticipa cambios en Reino Unido y la eurozona. Ambos factores explican, parcialmente, la caída en la cotización del euro, que alcanzó valores mínimos respecto del yen y del franco suizo, la de las bolsas mundiales (especialmente afectadas por el hundimiento de los valores bancarios en Europa) y el desplome de algunas de las principales *commodities*, como el cobre, así como también de otros valores refugio, como el oro. Todo ello se ha traducido en nuevas reducciones de los tipos de interés de la deuda del Tesoro de los EE.UU., que ha alcanzado valores no contemplados desde los años cuarenta (un rendimiento en la deuda a 10 años del 1,718% el mismo día), al igual que en Alemania (tipos de interés implícitos del 1,689% el 22 de septiembre pasado). En suma, reevaluación del riesgo, salidas de posiciones con mayores rendimientos y perspectivas bajistas de los mercados dibujan el marco en el que se va a mover la economía europea y mundial estos próximos meses.

De entre los principales factores que van a incidir sobre el futuro del área del euro, y de la economía española, hay que destacar el avance hacia la solución de los problemas de la eurozona en el largo plazo, aunque en el corto y medio plazo (hasta 2013) va a continuar la inestabilidad. En efecto, el acuerdo de 21 de julio pasado, por el que se amplió el Fondo Europeo de Estabilidad (EFSF) y se modificaron substancialmente sus funciones, ha sido aprobado a finales de septiembre por una mayoría de países del área, entre ellos Alemania. Y aunque todavía faltan algunas ratificaciones que retardarán su puesta en funcionamiento hasta mediados de octubre, la aprobación de la reforma del EFSF por Francia y Alemania sienta las bases para avanzar en una solución ordenada de los problemas de endeudamiento que gravitan sobre la eurozona. Entre ellos, el más urgente es el de Grecia. En este país, los representantes de la UE, BCE y FMI regresaron a Atenas, a finales de septiembre, para definir los requisitos finales de la entrega de 8.000 millones de euros correspondientes al primer paquete de ayuda a Grecia, tras la aprobación por el parlamento heleno de un nuevo ajuste de gastos e ingresos. El acuerdo final con Grecia es imprescindible para afrontar, a mediados de este mes de octubre, la aprobación por el parlamento alemán y el resto de países de la eurozona del segundo paquete (por valor de 109.000 millones de euros) acordado el 21 de julio. Es en este contexto en el que han reemergido las tensiones acerca de la participación del sector privado en el ajuste griego, con crecientes presiones para que la *quita* sobre la deuda griega acordada en julio (del 21%) se eleve substancialmente. En todo caso, cualquier modificación de los criterios acordados entonces deberá tener lugar más allá de la aprobación de este segundo paquete y, quizás, formando parte de la sustitución del EFSF transitorio por el permanente *European Stability Mechanism* (ESM), que en principio debería tener lugar en 2013.

En efecto, uno de los aspectos que las autoridades alemanas están reconsiderando es avanzar a 2012 la entrada en vigor del ESM. Recuérdese que, en la propuesta alemana todavía no ratificada por los países miembros del área, el fondo permanente debería permitir, bien con modificación de los tratados o con una interpretación amplia de los mismos, que un país pudiera hacer suspensión de pagos y su salvamento por el resto de miembros del euro, así como la contribución del sector privado a dicho proceso. De esta forma, la posibilidad de ampliar la quita de los poseedores de bonos griegos, quizás hasta el 50%, podría tener lugar con la puesta en marcha del fondo permanente. En este contexto cabe entender la declaración de Angela Merkel, de que una suspensión de pagos de Grecia no era posible antes de 2013. Ello es más importante, si cabe, dada la decisión del Tribunal Supremo alemán, que consideró constitucional el primer plan de salvamento de Grecia, pero que advirtió que la emisión de eurobonos no podría efectuarse sin reformas constitucionales en Alemania y los tratados de la Unión, al tiempo que exigía que cualquier extensión en la utilización del Fondo de Estabilidad debería contar con el apoyo del parlamento alemán.

En todo caso, sea cual sea la solución final a la situación griega, las tensiones en los mercados de deuda de los países del sur y la necesaria intervención del BCE en la compra de bonos españoles e italianos, ha puesto sobre el tapete el importante grado de exposición de la banca europea a la deuda soberana, en especial tras la reducción del *rating* de la deuda italiana por parte de S&P. Exposición que se ha acentuado dado el mantenimiento de las primas de riesgo en elevados valores: para

España, la media del diferencial con la deuda alemana a 10 años en septiembre se ha situado en los 336,09 puntos básicos, y en los 367,29 puntos para Italia. Y la rebaja del *rating* a algunos bancos franceses se orienta en el mismo sentido. Ello ha llevado a evaluar en cerca de 200.000 millones de dólares el volumen de capital necesario para recapitalizar el sistema financiero europeo, según el FMI. Por estas razones cabe interpretar como muy positiva la puesta en marcha del Fondo de Estabilidad, que ha de permitir utilizar recursos para recapitalizar bancos europeos.

Esta preocupación por la solvencia de parte del sistema financiero europeo se ha trasladado a los mercados de dinero, que han retrocedido a situaciones no contempladas desde la crisis de *Lehman Brothers*. Así, a la sequía del mercado interbancario europeo y de las fuentes de financiación en dólares, el BCE ha respondido poniendo en marcha un nuevo acuerdo de intercambio de euros por dólares con la Fed, el Banco de Inglaterra, el banco central suizo y el japonés, para garantizar las importantes refinanciaciones en dólares que la banca europea afronta los próximos meses y, en especial, de cara a finales de año. En el mismo sentido, se espera la ampliación, hasta los 12 meses, de las facilidades de crédito a tipos de interés fijo y con importe ilimitado por parte del BCE, para ayudar a la recuperación del mercado interbancario europeo, al tiempo que se espera que el BCE reduzca sus tipos de interés. De hecho, la parcial paralización del crédito interbancario se refleja en el aumento en los depósitos de la banca europea en el BCE (desde una media semanal de 110.535 millones de euros en agosto a los 148.763 millones en las tres primeras semanas de septiembre).

En los EEUU, la situación continúa caracterizada por la debilidad en el ritmo de crecimiento de su economía y la incertidumbre sobre su inmediato futuro, en un contexto fiscal de medio plazo muy preocupante. Así, tras el anuncio de la Fed en agosto de que iba a mantener los tipos de interés estables hasta mediados de 2013, en septiembre ha iniciado la llamada operación 'twist', con la finalidad de substituir unos 600.000 millones de dólares de su cartera de deuda del Tesoro a corto plazo por deuda a largo plazo, para reducir el coste del capital e incentivar la inversión. No obstante, los mercados financieros no recibieron este último anuncio de forma positiva, probablemente porque se vieron defraudadas las expectativas de una nueva QE, que permitiera reinyectar recursos en los mercados. Finalmente, en los países emergentes el temor al debilitamiento del crecimiento mundial se solapa con los problemas de la inflación, de forma que mientras Turquía y Brasil han reducido sus tipos de interés, China los mantiene y la India los ha vuelto a subir (desde el 8,00% hasta el 8,25%). La información anecdótica sobre la actividad de estos países, como la que suministra el índice PMI de producción manufacturera, sugiere que, en efecto, su crecimiento se ha debilitado un tanto.

En este contexto tan complejo, los mercados de acciones y otros activos de riesgo han presentado un severo correctivo del importante proceso de mejora que se había acumulado desde los mínimos de 2009. Así, en septiembre, el Índice *Dow Jones* de la bolsa de Nueva York ha retrocedido un 6,0%, y el Nikkei de Tokio un 2,9%. Caídas similares han tenido lugar en las bolsas europeas, con el DAX alemán, el CAC francés y el MIB italiano perdiendo 4,9%, 8,4% y 4,7% en el mes de septiembre, si bien, en el caso de Íbex-35, las pérdidas no superaron el 2%. Igualmente, el petróleo tipo *brent* ha retrocedido desde los 117,9 dólares/barril a finales de agosto hasta los 107,7 dólares el 30 de septiembre, mientras que el cobre, el zinc y el estaño también han mostrado pérdidas notables (del 22,5%, 15,7 y 13,7%, respectivamente). Esta salida de posiciones de riesgo se ha extendido a los países emergentes, que han contemplado pérdidas también relevantes en sus mercados de acciones: el índice BOVESPA brasileño y el KOSPI coreano han caído un 7,4% y un 5,9%, respectivamente.

En suma, y a pesar de estas turbulencias, la puesta en marcha final de los acuerdos del 21 de julio deberían permitir estabilizar la situación en Europa, junto a las medidas adoptadas ya a las que puede tomar en octubre el BCE. Ello no implica, no obstante, que las perspectivas de crecimiento económico puedan mejorar substancialmente, dada la persistencia de los desequilibrios en los EE.UU. y en Europa.



## Eventos económicos y financieros recientes

### ***El FMI revisa a la baja sus proyecciones de crecimiento, a la vez que advierte de un incremento del riesgo financiero, por primera vez en los últimos tres años***

- Continúa el deterioro de la confianza mundial, el indicador de confianza manufacturera PMI del mes de agosto se contrajo de 50,6 a 50,1 puntos, apenas una décima por encima del umbral de expansión. Por países se ha observado una contracción de las principales economías entre las que destaca por el lado negativo, el PMI manufacturero de China y del área del euro que se consolida en niveles de recesión, por debajo de los 50 puntos.
- En un entorno económico de menor crecimiento, el FMI proyecta una desaceleración del crecimiento mundial hasta un 4,0% en 2011 y 2012, después del 5,0% registrado en 2010. Con este escenario se revisan a la baja las proyecciones descritas por el organismo en junio, en el que se anticipaba un crecimiento del 4,3% en 2011 y un 4,5% en 2012. Se describe un crecimiento muy modesto de las economías desarrolladas del 1,6% en 2011 y del 1,9% en 2012 (2,2% y 2,7% anteriores), mientras que las economías emergentes mantienen un crecimiento sostenido del 6,4% en 2011 y del 6,1% en 2012 (6,6% y 6,4% anterior).
- Los riesgos sobre la senda de crecimiento han aumentado en el lado negativo, especialmente por el riesgo financiero global, que se ha agravado por la crisis de deuda pública del conjunto del área del euro.
- El deterioro de la situación económica a nivel mundial, así como de la delicada situación de deuda pública en el área del euro, está castigando duramente al sector financiero mundial, lo que ha provocado una acción conjunta de los principales Bancos Centrales para inyectar liquidez ilimitada en dólares a tres meses al sistema financiero.

### ***En los EE.UU., la FED ha acordado un cambio en la estructura de su balance, substituyendo deuda de corto por deuda de largo plazo, lo que se ha llamado operación "twist"***

- La FED ha decidido modificar la composición de su activo, substituyendo 400.000 millones de dólares de deuda a corto plazo, con vencimiento inferior a los 3 años, por deuda a largo plazo, con vencimiento entre 6 y 30 años. Esta medida, conocida como operación "twist", pretende reducir los tipos de largo plazo de deuda pública, lo que favorecerá la concesión de hipotecas, que se conceden a tipo fijo y usan como referencia los tipos de largo plazo.
- Respecto a la situación económica de los EE.UU., la recuperación sigue su curso, si bien a un ritmo inferior al observado en los primeros meses del año, por lo que deja abierta la puerta a nuevas medidas expansivas, si se observa una desaceleración acusada de la inflación. La tercera estimación del PIB del segundo trimestre muestra un crecimiento trimestral anualizado del 1,3%, tres décimas por encima de la anterior estimación. Esta revisión al alza ha estado explicada principalmente por el mejor comportamiento del consumo privado y la inversión, mientras que el gasto público se contrajo por encima de lo previsto anteriormente. La contribución de la demanda externa ha sido más positiva, en un entorno de mayor crecimiento de las exportaciones y menor de las importaciones.
- En cuanto a la evolución del mercado laboral, los datos del mes de agosto muestran que la modesta recuperación económica no permite una consolidación de la creación de empleo. En agosto ésta fue nula, sorprendiendo muy negativamente al consenso de analistas, que esperaban una creación de 60.000 nuevos puestos de trabajo. De la misma manera, la tasa de paro se mantiene por segundo mes consecutivo en el 9,1%.
- En agosto, los precios registraron una fuerte aceleración del 0,5% mensual, debido principalmente al encarecimiento del precio de la energía y el transporte. La evolución de la inflación subyacente muestra un perfil más modesto de crecimiento, del 0,2%.

### ***La crisis de deuda pública en el área del euro se ha agravado por los problemas de financiación de corto plazo de Grecia, que se han contagiado nuevamente al conjunto de países del área***

- Las finanzas griegas parecen haber empeorado en las últimas semanas y según autoridades del país, algunos pagos podrían estar en peligro si en octubre no se han recibido ya los 8.000 millones de euros del sexto tramo de ayuda del primer rescate.
- En este contexto, el BCE mantiene activo su programa de compra de deuda pública de economías periféricas, si bien ha moderado el volumen de compras en las últimas semanas. Así en el conjunto del mes de septiembre se han acumulado un total de 40.942 millones de euros, situando el volumen total de compra en los 156.536 millones de euros.

- En cuanto a la evolución de los indicadores de confianza, se consolida una evolución menos favorable en el mes de septiembre, que ha afectado a la confianza del conjunto de sectores productivos, así como a la confianza del consumidor.
- Sorprendentemente, la producción industrial del mes de julio registró un fuerte crecimiento, del 1,0% mensual, lo que impulsó la tasa interanual hasta el 4,2% desde el 2,6% del mes anterior.

### ***La economía española mantiene una cierta atonía en el tercer trimestre del año, según las estimaciones del Banco de España***

- Los indicadores parciales del tercer trimestre reflejan una evolución poco favorable de la demanda interna de la economía española. El sector que presenta una mayor contracción sigue siendo el de la construcción, así lo demuestra la evolución, entre otros indicadores, de las hipotecas concedidas del mes de julio, que registraron un retroceso mínimo histórico, del 47,0% interanual. En el mismo sentido, el índice de precios de la vivienda acelera su caída en junio hasta el 6,8% interanual, desde el 4,1% del trimestre anterior.
- Respecto a la evolución de los indicadores de consumo privado, se observa una moderación en el ritmo de caída de las ventas minoristas, hasta el 4,0% en agosto desde el 6,1% del mes anterior. Por el contrario, la cifra de negocios del sector industrial consolida una tendencia desfavorable en julio y se desacelera hasta el 3,9% interanual, más de un punto por debajo del mes anterior.
- Los únicos sectores que mantienen un cierto dinamismo han sido el sector turístico, en el que la llegada de turistas del mes de agosto registró máximos históricos, a la vez que el sector exterior se consolida como el principal motor de crecimiento económico, gracias al mayor crecimiento de las exportaciones del mes de julio, mientras que las importaciones recuperan registros negativos, lo que anticipa una mayor contribución de la demanda externa al crecimiento del PIB.
- Los precios repuntan nuevamente en septiembre, debido al encarecimiento del tabaco, los carburantes y lubricantes, situándose en el 3,1% interanual una décima por encima del 3,0% anterior.

### ***Tras un inicio de mes de mucha incertidumbre respecto a la sostenibilidad de las finanzas griegas, se han iniciado los pasos sobre una solución de mayor calado en el conjunto del área del euro***

- En un entorno de menor crecimiento global y de mayor incertidumbre en los mercados financieros, que han vuelto a centrar la atención sobre la sostenibilidad de la deuda griega y a su vez sobre el conjunto del área del euro, los mercados financieros han reflejado en el conjunto del mes una evolución desfavorable. No obstante, en la última semana, la percepción respecto a que los líderes europeos podrían llegar a un acuerdo sobre una solución de mayor calado respecto a las finanzas públicas europeas, se ha traducido en una leve mejora de la confianza inversora, que ha estado respaldada por el apoyo del parlamento alemán a la ampliación del EFSF.
- El saldo del conjunto del mes de los principales mercados de renta variable ha sido desfavorable, con caídas en torno al 4% en el *DowJones* y el *Eurostoxx50*, aunque en los peores momentos del mes habían acumulado contracciones superiores al 10%.
- No obstante, los movimientos más significativos, y que reflejan el mayor temor a una nueva recesión mundial han sido las caídas de rentabilidad de la deuda de largo de los activos refugio, como la deuda a diez años de los EE.UU. y de Alemania. Así, en los momentos más delicados de la crisis de deuda soberana europea, que coincidió con la percepción más negativa sobre la evolución económica mundial, el tipo de interés de la deuda pública alcanzó, tanto en los EE.UU. como en Alemania, niveles mínimos históricos, del 1,718% y del 1,689% respectivamente. No obstante, en la parte final del mes han repuntado ligeramente, situándose en ambos casos en niveles por encima del 2,0%.
- Por primera vez desde el estallido de la crisis soberana europea, el euro ha sido castigado con dureza respecto al dólar, moneda refugio, por lo que se ha observado una depreciación importante de la moneda europea, hasta niveles de 1,36 dólares por euro, muy por debajo del 1,44 del cierre del mes anterior.
- En cuando al mercado de materias primas, la menor expectativa de crecimiento mundial ha provocado una caída significativa del precio del petróleo, que cotiza a finales de mes en 108 dólares por barril de Brent (117,92 dólares del cierre de agosto). Sin embargo, ha sorprendido que este nuevo escenario no se haya reflejado en el precio del oro, que ha caído con intensidad, situándose en niveles de 1.600 dólares por onza, unos 200 dólares por debajo de los niveles de agosto.



## Análisis

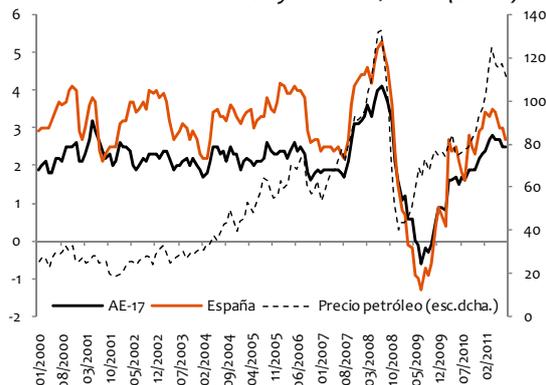
### **Diferencial de inflación entre España y el área del euro: los cambios en la evolución reciente**

*El diferencial de inflación entre España y el área del euro, tradicionalmente positivo, se volvió negativo con el estallido de la crisis económica, tendencia a que se ha revertido a partir de 2010, por la energía*

La economía española ha presentado, sistemáticamente, un diferencial de inflación con el conjunto de países del área del euro, que, de media para el periodo 2000-2008 se ha situado en torno de 1 punto porcentual. Sin embargo, desde el último trimestre de 2008, coincidiendo con el auge de la crisis financiera internacional y con la entrada en recesión de la economía española y del área del euro, el diferencial de inflación ha invertido su signo, situándose en torno de medio punto porcentual negativo. El componente energético y el mayor impacto de la crisis en la demanda interna española se apuntan como los principales responsables de este cambio de tendencia. A partir de marzo de 2010, la inflación española ha vuelto a situarse por encima de la europea, y desde diciembre de 2010, se ha superado el nivel de inflación objetivo fijado por el BCE, del 2%, con una inflación en el área del euro que se ha encaramado hasta el 2,8% en abril de este año, con las consiguientes presiones sobre los tipos de interés de la UEM. A continuación se analiza con más detalle esta evolución.

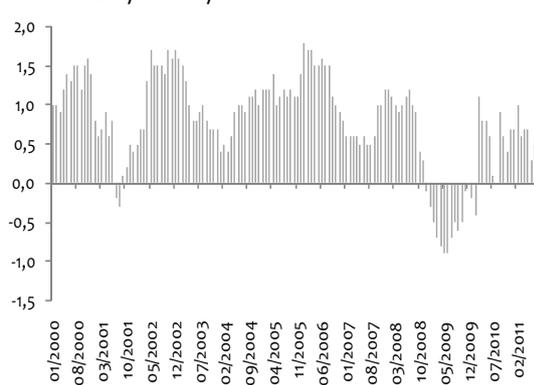
#### Gráfico 1

Inflación en España y área del euro y precio del petróleo  
*Variación interanual en % y dólares/barril(Brent)*



#### Gráfico 2

Diferencial de inflación  
*En puntos porcentuales*



Fuente: Eurostat.

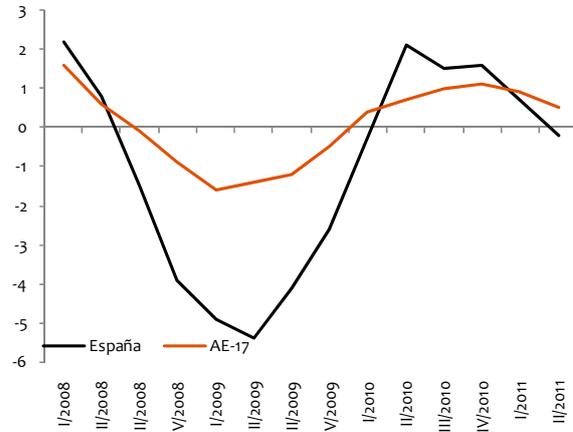
*Entre finales de 2008 y principios de 2010 el diferencial de inflación entre España y el área del euro fue negativo, recogiendo un mayor impacto de la crisis económica y una mayor sensibilidad a la caída del precio del petróleo*

Si, en la historia más reciente, la inflación española, medida a partir de las variaciones interanuales del índice de precios de consumo armonizado (IPCA), se ha situado, de media, en torno de 1 punto porcentual por encima de la inflación del área del euro, el periodo comprendido entre diciembre de 2008 y febrero de 2010 significó un cambio de esta tendencia, y se situó en torno de -0,5 puntos porcentuales. Los principales responsables fueron, en primer lugar, el componente de energía, y, en segundo lugar, el precio de los bienes industriales (sin incluir la energía), seguidos de los alimentos, bebidas y tabaco. En cuanto al primero, recogía un periodo de caída en el precio del petróleo, debido a la crisis económica internacional y del colapso del comercio mundial. De hecho, el precio del barril Brent pasó de un valor máximo histórico en torno de 144 dólares a principios de julio de 2008, hasta un mínimo de 34 dólares a finales del año. El impacto del menor precio de la energía fue más significativo en el nivel de precios de España que el del área del euro, llegando a aportar cerca de un 90% del diferencial de inflación negativo entre España y el área del euro entre diciembre de 2008 y verano de 2009. No obstante, a partir de entonces y hasta febrero de 2010, el precio del barril Brent se estabilizó en torno a 74 dólares, y el componente de energía mostró, de manera gradual, una contribución

positiva al diferencial, corroborando el hecho de que el nivel de precios español es más sensible a cambios en el precio del petróleo que el del área del euro.<sup>1</sup>

### Gráfico 3

Consumo privado en España y el área del euro  
Variación interanual real en %



\*Bienes industriales no energéticos.

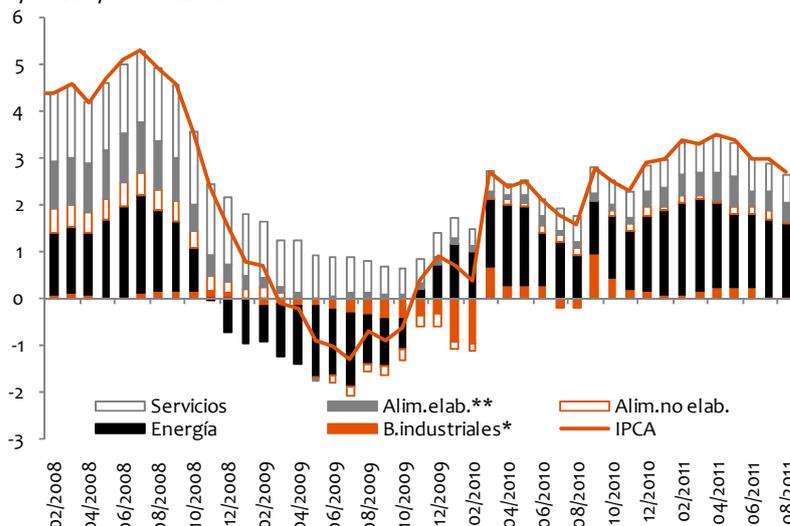
\*\*Alimentos elaborados, bebidas y tabaco

Fuente: Eurostat.

Fue a partir de verano de 2009 que destacó la contribución del componente de bienes industriales (ex-energía), y especialmente los bienes industriales duraderos, que reflejaban un mayor impacto de la crisis económica, traducido en una bajada del consumo privado, más significativa en España que para el conjunto de los países del área del euro. Así, los precios industriales (ex-energía) restaron hasta 0,9 puntos porcentuales al diferencial de inflación entre España y el área del euro en los dos primeros meses de 2010, que se suman a los cerca de 0,3 puntos porcentuales de detracción de los alimentos no elaborados y los servicios, compensados por las aportaciones positivas de la energía.

### Gráfico 4

Contribución de los principales grupos especiales a la inflación de España  
En puntos porcentuales



Fuente: INE.

<sup>1</sup> "El mayor gasto relativo de los hogares españoles con respecto a la UEM en los productos derivados del petróleo, así como la carga impositiva más baja en España, tienden a generar una respuesta más intensa de las variaciones del precio de la energía en España ante los cambios en el precio del petróleo, tanto si éste baja como si se encarece". Banco de España, *Boletín Económico*, enero de 2011.

*Sin el componente energético, el diferencial de inflación entre España y el área del euro desde marzo de 2010 hasta la actualidad se situaría en torno de cero*

A partir del primer trimestre de 2010, el diferencial de inflación entre España y el área del euro ha vuelto a ser positivo, si bien no ha llegado a los niveles anteriores a la crisis económica (0,6 puntos de media, ante 1,0 puntos del periodo 2000-2008). Si se descompone entre el componente energético y el resto se observa que si bien entre los años 2008 y 2009 la energía ha jugado un papel relativamente más modesto, a partir de 2010 y hasta el último dato disponible de agosto de 2011 ha sido prácticamente la única responsable de la mayor inflación española. De hecho, si se excluye este componente del índice general de precios, el diferencial de inflación se situaría en torno a cero de media para el último periodo mencionado, que estaría indicando, aparte de la mayor sensibilidad de la inflación española a los precios de la energía ya mencionada, una evolución similar de los precios en la salida de la crisis. Cabe destacar que la demanda interna española se encuentra aún muy debilitada, lo que repercute en el menor avance de los precios. Esto tendría que tener una consecuencia positiva asociada, de una ganancia de competitividad de la economía española, si bien su mayor sensibilidad a los precios de la energía es un obstáculo que lo acaba impidiendo. Esta mayor sensibilidad, como ya se ha comentado proviene, por una parte, de una mayor importancia relativa del peso de la energía dentro de la cesta de precios de consumo de España, en torno a 0,4 puntos porcentuales más elevada que dentro de la cesta de precios del área del euro (de media entre 2000 y 2011). Por otro lado, la carga impositiva de los productos derivados del petróleo en España se sitúa en torno a la mitad del precio final, mientras que en el área del euro es en torno a dos tercios, lo que implica una mayor repercusión del coste del petróleo en los precios finales de los combustibles en España que en el área del euro.

### Gráfico 5

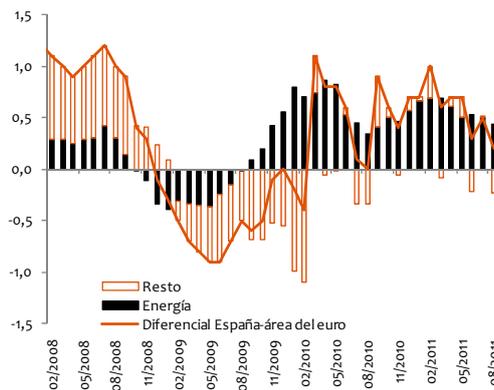
Inflación subyacente en España y área del euro  
Variación interanual en %



Fuente: Eurostat.

### Gráfico 6

Contribución de la energía al diferencial de inflación  
En puntos porcentuales



*El encarecimiento de la energía y el tabaco y la subida del IVA, junto con un efecto de base, han impulsado al alza de manera transitoria la inflación española a partir de 2010...*

A partir de 2010, el índice de precios de consumo español ha mostrado una evolución alcista, con una tasa de variación interanual que ha pasado del 0,8% en diciembre de 2009 hasta el 3,0% en diciembre de 2010, por una serie de factores. En primer lugar, la energía se ha encarecido (la inflación de los productos energéticos ha pasado del 7,5% en diciembre de 2009 hasta el 15,6% un año después), y en segundo lugar, el gobierno, siguiendo las medidas de consolidación fiscal, subió el IVA a partir de julio. Adicionalmente, a finales de 2010 se incrementó el impuesto sobre el tabaco, y los precios de esta subclase pasaron de una variación interanual del 17,7% en diciembre de 2009 hasta el 20,8% en diciembre de 2010. Respecto a la energía, el encarecimiento se produjo por una subida del precio del petróleo (el barril de tipo Brent pasó de cerca de 75 dólares en diciembre de 2009 hasta 92 dólares un año después), la cual se amplificó por la evolución del tipo de cambio, que pasó de 1,43 dólares por euro hasta 1,34 dólares a finales de 2010. El precio del petróleo repercutió sobre las subclases de gas, carburantes y lubricantes y otros combustibles, con una inflación que pasó del -19,7% en diciembre de 2009 hasta el 13,8% un año después el gas, del 14,1% al 18,6% los carburantes y lubricantes y del 4,5% al 27,4% otros combustibles. Adicionalmente, el gobierno subió la tarifa

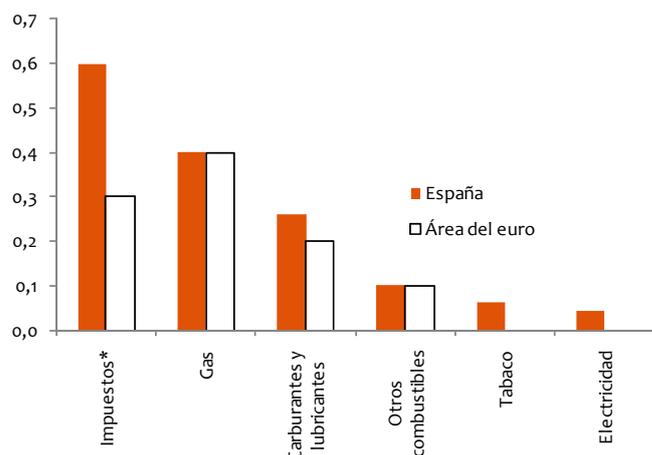
eléctrica en enero y octubre de 2010, y la inflación de esta subclase pasó del 6,3% al 7,9% en el periodo mencionado. Con todo ello, la energía aportó en torno a 0,8 puntos porcentuales al aumento de la inflación en 2010. En cuanto a la subida del IVA, la repercusión dentro de la inflación total se estima en torno a 0,6 puntos porcentuales<sup>2</sup>. Finalmente, la aportación del aumento del precio del tabaco se sitúa en torno a 0,1 puntos porcentuales. Así pues, estos elementos han representado cerca de un 70% del aumento de la inflación a lo largo de 2010.

### *...factores que han impactado de manera más reducida en la inflación del área del euro*

Si se compara con la evolución de los precios de consumo del área del euro a lo largo de 2010, se observa que el impacto de los elementos antes mencionados (encarecimiento de la energía, subida del IVA, del precio del tabaco y de la electricidad) ha sido menor. En primer lugar, el tabaco y la electricidad han tenido una aportación nula al avance de los precios del área del euro en 2010, mientras que el resto de componentes energéticos (gas, carburantes y lubricantes y otros combustibles) han tenido una aportación ligeramente inferior (0,7 puntos porcentuales, ante 0,8 puntos de España). Finalmente, el impacto del incremento del IVA se estima en torno a 0,3 puntos porcentuales en el caso del área del euro.<sup>3</sup> Así, estos factores han hecho aumentar el ritmo de avance de los precios de consumo del área del euro en torno de 1 punto porcentual.

### Gráfico 7

Contribución a la inflación del área del euro y España de los grupos más relevantes  
En puntos porcentuales



\*Recoge el aumento de los impuestos indirectos (IVA en España, y dentro del área del euro, aumento del IVA en Grecia y Portugal y de otros impuestos indirectos en Holanda y Eslovenia).

Fuente: Eurostat.

*Las perspectivas para 2011 son de una amortiguación gradual de los factores transitorios antes mencionados, situando la inflación del área del euro por debajo del nivel objetivo a partir de la segunda mitad de 2012*

El primer cuatrimestre de 2011 los precios de consumo de España han seguido con su trayectoria ascendente, y la inflación se ha encaramado hasta el 3,8% en abril. La contribución de los alimentos, bebidas y tabaco ha sido en torno al 40%, seguida de la energía y los servicios, con un 25% ambas. A partir de entonces, ha iniciado un proceso de contracción, hasta el 3,0% de agosto, si bien, en septiembre, el repunte del precio del petróleo hasta un nivel próximo a 120 dólares el barril de tipo Brent a principios de mes, ha hecho repuntar una décima la inflación, hasta situarse en el 3,1% (según el indicador avanzado). En este caso, los productos energéticos han contribuido con cerca de un 30%, seguidos de los servicios y los alimentos, bebidas y tabaco, con una contribución en torno al 20% ambos. De manera similar, la inflación del área del euro ha llegado hasta un máximo del 2,8% en abril, y desde entonces ha retrocedido hasta el 2,5% el agosto. Sin embargo, el indicador avanzado de septiembre la sitúa

<sup>2</sup> Según indica el Banco de España en el Boletín Económico de enero de 2011: "Se estima que el aumento del IVA explicaría 0,6 pp de la variación del IPC general, habiéndose producido el grueso del impacto en julio".

<sup>3</sup> Estimación del Banco de España, del boletín de enero de 2011 antes mencionado.

en un elevado 3,0%, registro que no se contemplaba desde octubre de 2008, cuando llegó al 3,2%. Con todo, las perspectivas, considerando una estabilidad relativa del precio de petróleo (en torno de 100 dólares el barril Brent), y sin tener en cuenta efectos de segunda ronda, son de una moderación gradual de la inflación, puesto que los factores que la han ido impulsando al alza durante 2010 han sido, como se ha comentado, transitorios. Así, las estimaciones de CatalunyaCaixa para la inflación española anticipan una moderación, desde los registros en torno al 3% observados, hasta niveles en torno al 2,5% a finales de año, y, de manera similar, las expectativas de inflación para el área del euro son de moderación, si bien a finales de 2011 seguiría situada por encima del nivel fijado como objetivo, del 2%.

### *Conclusiones*

El impacto de la crisis económica ha sido más intenso en España que en el conjunto del área del euro, y la demanda interna española se encuentra actualmente más debilitada, lo que se traduce en avances más reducidos de los precios de consumo (ex-energía). Esto tendría que repercutir en una ganancia de competitividad de la economía española ante el área del euro, pero no se consigue debido a la mayor sensibilidad de los precios españoles a cambios en el precio de la energía. De hecho, desde principios de 2010 hasta agosto de 2011, el diferencial de inflación entre España y el área del euro es positivo debido a la energía. Respecto a las perspectivas para 2011 y 2012, son de una moderación gradual, que implica una relajación la presión inflacionista sobre los tipos de interés en el futuro inmediato.

**Principales indicadores de coyuntura económica**
**Economía internacional**

Producto Interior Bruto (PIB) Variación interanual real en %	Media anual	Últimos datos trimestrales					
		03/2010	06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011
EE.UU.	2010 3,0	2,2	3,3	3,5	3,1	2,2	1,6
Japón	2010 4,0	5,7	3,1	5,0	2,2	-1,0	-1,1
Reino Unido	2010 1,4	-0,2	1,6	2,5	1,5	1,6	0,8
Área del euro	2010 1,7	0,9	2,0	2,0	2,0	2,4	1,6
Alemania	2010 3,6	2,6	4,4	4,0	3,8	5,0	2,8
Francia	2010 1,4	1,0	1,4	1,6	1,4	2,2	1,7

Indicadores mensuales. Área del Variación interanual en %	Media anual	Últimos datos mensuales					
		03/2011	04/2011	05/2011	06/2011	07/2011	08/2011
Índice de Producción industrial (IPI)*	2010 7,5	5,7	5,2	4,3	2,7	4,2	-
Índice de precios de consumo (IPC)	2010 1,6	2,6	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5
Tasa de paro**	2010 10,2	9,9	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0

**Tipos de interés**

Indicador En %	Final del periodo	Cotización (final del periodo)					
		04/2011	05/2011	06/2011	07/2011	08/2011	30/09/2011
Tipos BCE	2010 1,00	1,00	1,25	1,25	1,50	1,50	1,50
Euribor 3 meses	2010 0,94	1,05	1,38	1,49	1,56	1,48	1,50
Euribor 12 meses	2010 1,47	1,54	2,11	2,14	2,17	2,06	2,04
Deuda alemana 10 años	2010 2,96	2,53	3,03	3,01	2,56	2,15	1,90
Tipos FED	2010 0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Deuda EUA 10 años	2010 3,29	2,60	3,06	3,16	2,79	2,19	1,92
Tipos Banco de Inglaterra	2010 0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Tipos Banco de Japón	2010 0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

**Economía española y catalana**

Indicadores trimestrales Variación interanual en %	Media anual	Últimos datos					
		03/2010	06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011
PIB real España	2010 -0,1	-1,4	0,0	0,2	0,6	0,8	0,7
PIB real Cataluña	2010 0,1	-1,5	0,2	0,5	1,2	1,1	0,7
Tasa de paro España**	2010 20,1	20,1	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9
Tasa de paro Cataluña**	2010 17,8	17,9	17,7	17,4	18,0	19,0	18,1
Ocupación España	2010 -2,3	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3	-0,9
Ocupación Cataluña	2010 -1,6	-4,1	-1,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,2
Transacciones inmobiliarias España	2010 5,9	2,3	27,7	-25,1	14,4	-30,4	-
Transacciones inmobiliarias Cataluña	2010 15,7	43,7	-22,2	-22,2	23,5	-32,5	-

Indicadores mensuales Variación interanual en %	Media anual	Últimos datos					
		04/2011	05/2011	06/2011	07/2011	08/2011	09/2011
IPI España *	2010 0,8	-0,9	-1,3	-1,2	-0,5	-1,9	-
IPI Cataluña *	2010 4,5	-1,8	-8,7	-8,7	3,5	-1,4	-
IPC España	2010 1,8	3,8	3,5	3,2	3,1	3,0	3,1 (a)
IPC Cataluña	2010 2,0	3,8	3,5	3,3	3,2	3,0	-
Pernoctaciones hoteleras España	2010 6,4	14,1	2,9	12,1	9,0	6,2	-
Pernoctaciones hoteleras Cataluña	2010 11,3	9,4	-2,6	15,6	8,3	5,8	-
Índice de comercio al por menor España***	2010 -1,6	-4,3	-8,6	-2,1	-6,7	-7,2	-
Índice de comercio al por menor Cataluña***	2010 0,8	-3,0	-4,7	-4,7	-8,6	-4,7	-

\*Corregido de efectos de calendario. \*\*En % sobre la población activa. \*\*\*Precios constantes. (a) Indicador avanzado.

Fuente: Ecowin

