

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

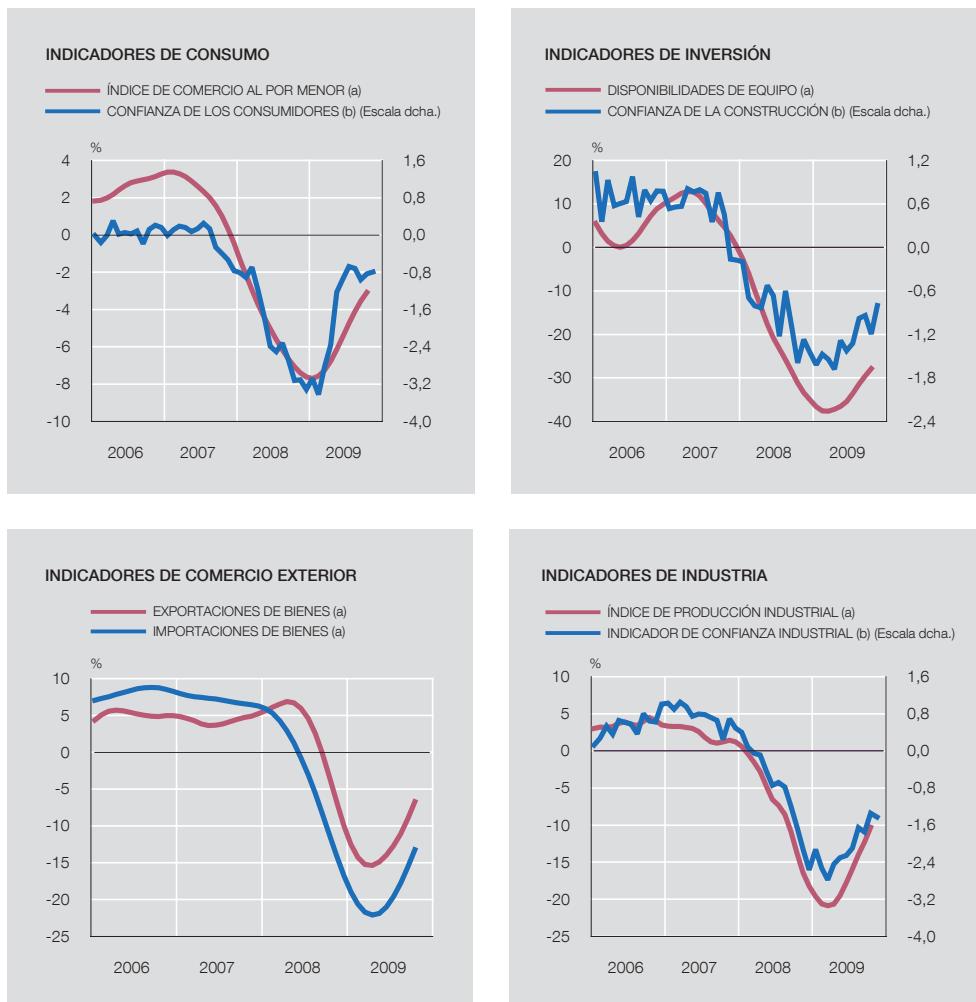
Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas cifras de la CNTR, que fueron objeto de un análisis más detallado en el *Boletín Económico* de noviembre, la actividad económica siguió contrayéndose en el tercer trimestre de 2009, aunque a un ritmo menos intenso que en la primera mitad del año. En concreto, el PIB real registró una disminución intertrimestral del 0,3% (frente a la tasa del -1,1% observada en el segundo trimestre). En términos de su tasa interanual, sujeta por definición a mayor inercia, el PIB se redujo un 4% en el tercer trimestre, frente al retroceso del 4,2% del trimestre anterior. Desde la óptica de la oferta, todas las ramas de actividad moderaron sus tasas de caída interanual, excepto la construcción, cuyo valor añadido se redujo al mismo ritmo que el trimestre precedente. El empleo siguió disminuyendo a un fuerte ritmo interanual, similar al de los tres meses anteriores, si bien su tasa de descenso intertrimestral fue inferior al del período abril-junio, y la productividad aparente del trabajo siguió creciendo a un ritmo interanual elevado.

Los indicadores referidos a la parte transcurrida del cuarto trimestre del año son aún escasos, por lo que su capacidad informativa acerca de la evolución de la actividad es todavía limitada. En relación con los indicadores de consumo, el índice real de ventas al por menor sin estaciones de servicio, corregido de estacionalidad y calendario, atenuó su retroceso en octubre, con un descenso del 2,8% —frente a una caída del 4,3% en el tercer trimestre—, en tanto que las matriculaciones de automóviles intensificaron su avance en noviembre, impulsadas por los efectos del Plan 2000E en el segmento de ventas a particulares, con un aumento del 31% en términos interanuales. Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, en noviembre tanto el indicador de confianza de los consumidores como el del comercio minorista de la Comisión Europea se mantuvieron relativamente estables, en niveles similares a los del tercer trimestre (véase gráfico 1).

Los indicadores más recientes de la inversión en bienes de equipo sugieren un comportamiento menos negativo. Así, en noviembre, las matriculaciones de vehículos de carga moderaron su retroceso interanual y el indicador de clima industrial del sector productor de bienes de equipo experimentó una modesta mejora, que se suma a la observada en el mes anterior. También el nivel de utilización de la capacidad productiva al inicio del cuarto trimestre del año registró su primer aumento en dos años, aunque permanece muy por debajo de su media histórica.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores más recientes referidos al conjunto del sector continuaron reflejando el proceso de intenso ajuste que está en curso, aunque a un ritmo interanual algo más contenido. Esta evolución parece venir explicada por el impulso de la obra civil, vinculado al Fondo de Inversión Local para el Empleo, toda vez que la inversión residencial siguió experimentando tasas muy negativas, como consecuencia del descenso del número de viviendas en ejecución. Los indicadores contemporáneos relativos al mercado de trabajo del sector atenuaron su comportamiento contractivo en noviembre. Así, el número medio de afiliados a la Seguridad Social moderó su tasa de descenso interanual en noviembre hasta el 18,6%, caída que es 1,5 puntos porcentuales (pp) menos acusada que la del mes precedente. Entre los indicadores de consumos intermedios, tanto el consumo aparente de cemento como el IPI de materiales de construcción atenuaron su ritmo de caída en octubre, aunque sus tasas siguieron siendo muy negativas. Por otro lado, el indicador de confianza de los empresarios del sector registró un cierto alivio en noviembre, de acuerdo con los datos de la encuesta de la Comisión Europea, si bien esta variable se caracteriza por una



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

- a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
 b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

elevada volatilidad. Respecto a los indicadores adelantados, con información hasta el mes de septiembre, la superficie visada en proyectos de edificación de viviendas continuó experimentando un fuerte descenso interanual, aunque menos pronunciado que el de meses anteriores, mientras que la correspondiente a la edificación no residencial retrocedió de forma más intensa. Por último, el volumen de licitación oficial del conjunto de AAPP disminuyó un 14,5% en septiembre, tras el significativo avance del mes anterior.

De acuerdo con la información de Aduanas, las exportaciones reales moderaron en octubre su tasa de caída interanual hasta el -4,2%, desde el -12,2% del mes anterior. Por grupos de productos, cabe destacar el avance que registraron las exportaciones de bienes de consumo no alimenticio (del 2,5%), gracias a la mejora de las ventas de automóviles en este mes, mientras que las exportaciones de bienes intermedios descendieron un 4,4% y las de equipo acentuaron su debilidad, con un descenso interanual del 18,2%. Por su parte, también se atenuó el ritmo de descenso interanual de las importaciones en octubre, al caer un 6,4%, frente al retroceso del 10,4% observado en septiembre. Por grupos de productos, destacó el tono positivo que registraron las compras exteriores de bienes de consumo, con un incremento interanual del 6,5%, gracias a los avances que experimentaron los alimentos y los automó-

viles. Las compras de bienes intermedios atenuaron su debilidad en octubre (hasta el -9,3%), mientras que las importaciones de bienes de equipo intensificaron su declive (del -25,1%). El déficit comercial en términos nominales intensificó su corrección en octubre, con una caída interanual del 41% (-27% en septiembre), con un mayor descenso del déficit no energético (-51%) que del energético (-32%).

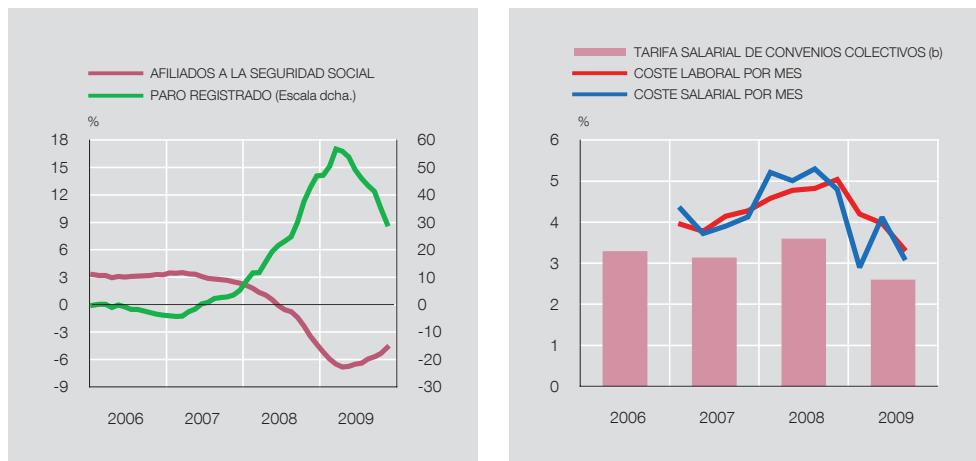
Los indicadores referidos al turismo presentan menores caídas al comienzo del cuarto trimestre. Así, la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) mostró en octubre una moderación en el retroceso interanual del gasto nominal de los turistas, hasta el -3,7% (frente a la tasa del -7,4% del tercer trimestre). Según la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH), las pernoctaciones hoteleras de extranjeros se redujeron un 5,6% en términos interanuales en noviembre, caída que es inferior en torno a 4 pp a la observada en el conjunto del tercer trimestre. En ese mes, las entradas de turistas, según FRONTUR, registraron asimismo un repunte, cayendo un 3,1%.

Los datos de la Balanza de Pagos apuntan a un déficit acumulado hasta septiembre de las balanzas por cuenta corriente y de capital de 39,7 mm de euros, cifra que supone una reducción del 48% respecto a la necesidad de financiación observada en los nueve primeros meses de 2008. Esta disminución se debió principalmente a la corrección parcial del saldo negativo de la balanza comercial y, en mucha menor medida, a la reducción de los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, que compensaron la disminución del superávit de servicios.

En la vertiente de la oferta, los indicadores disponibles también apuntan, en general, a una ralentización de los descensos interanuales en el cuarto trimestre. En el caso de la industria, la caída interanual del IPI se atenuó en octubre hasta el 9,7%, en términos corregidos de calendario, frente al -15% del tercer trimestre. La producción de bienes de consumo redujo su tasa de descenso hasta el 3,8%, frente a una caída del 8,3% en el período julio-septiembre, gracias al comportamiento más favorable del componente alimenticio. La producción de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos también frenó su disminución hasta tasas del 15,7% y del 11,7%, respectivamente, frente a descensos cercanos al 20% en el tercer trimestre. Mientras tanto, la producción de energía mantuvo un ritmo de retroceso en torno al 7%. Los índices de cifras de negocios y de entradas de pedidos, por su parte, moderaron significativamente su ritmo de descenso interanual en octubre, con tasas del -6,8% y del -5,6%, respectivamente, en términos reales y corregidos de calendario. En noviembre, en cambio, tanto el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea como el índice PMI retrocedieron respecto al mes anterior. Finalmente, los indicadores laborales del sector mostraron en noviembre una evolución menos negativa que en meses precedentes: en concreto, los afiliados medios a la Seguridad Social moderaron su caída interanual hasta el 10%, frente a un descenso medio del 11,5% en el tercer trimestre.

Por lo que respecta a los servicios, el índice de actividad del sector continuó moderando su ritmo de descenso interanual en el mes de octubre, hasta alcanzar un -9,5% en términos reales y ajustados de calendario (-11,8% en septiembre). En noviembre, la evolución del indicador de confianza elaborado por la Comisión confirmó esta trayectoria de mejoría, pues alcanzó su nivel más alto desde julio de 2008; sin embargo, el índice de directores de compras retrocedió, tras los avances de los meses anteriores. Entre los indicadores del mercado de trabajo, el número de afiliados a la Seguridad Social experimentó una tasa de descenso del 2,1% en noviembre, inferior a los retrocesos cercanos al 3% del tercer trimestre.

Los últimos datos publicados relativos al conjunto del mercado de trabajo indican una continuación de la moderación en el ritmo de caída del empleo en noviembre. En concreto, el nú-



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta noviembre de 2009.

mero medio de afiliados a la Seguridad Social disminuyó un 4,7% interanual, descenso que es seis décimas menos pronunciado que el de octubre e inferior en 1,3 pp al registrado en el tercer trimestre. Respecto al desempleo, el número de parados inscritos en el Servicio Público Estatal de Empleo (SPEE) se incrementó un 29,4% en noviembre, tasa que es inferior al 43,5% observado en el tercer trimestre (véase gráfico 2).

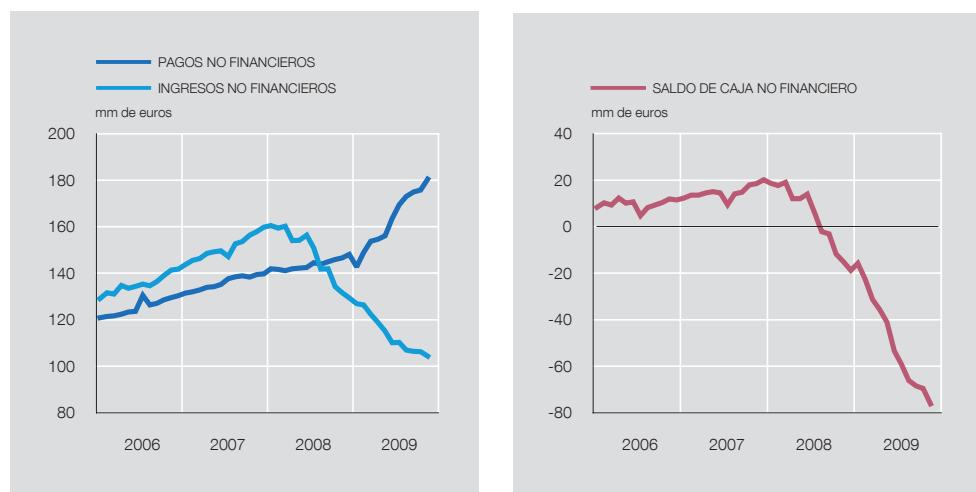
En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta noviembre del año en curso se saldó con un déficit de 68,5 mm, cifra muy superior al saldo —también negativo— de 11 mm registrado en el mismo período del pasado año. Los datos de noviembre apuntan a que el cierre del ejercicio podría estar en línea con el presentado en el Avance de liquidación para 2009 incluido en los Presupuestos Generales del Estado. En ese mes, el ritmo de caída acumulada de los ingresos se mantuvo prácticamente inalterado, en tanto que los pagos aceleraron ligeramente las ya elevadas tasas de crecimiento de meses anteriores (véase gráfico 3). En concreto, los ingresos retrocedieron hasta noviembre un 20,9%, mientras que los pagos aumentaron un 24,7%. La fuerte caída de los ingresos se debe a la debilidad de la recaudación impositiva, a su vez atribuible, por un lado, a la repercusión del ciclo económico sobre su evolución y, por otro lado, a las distintas medidas discrecionales adoptadas (entre las que destaca el nuevo calendario de devoluciones mensuales del IVA). Los elevados incrementos de los pagos del Estado se deben, sobre todo, al efecto de las transferencias corrientes dirigidas al SPEE para cubrir el aumento de las prestaciones por desempleo y a las transferencias de capital dirigidas a las Administraciones Locales por el Fondo Estatal de Inversión Local.

Precios y costes

El coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,3% en el tercer trimestre de 2009, siete décimas menos que en el segundo, de acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral. Esta ligera desaceleración fue fruto de la moderación en el avance de los costes salariales, que crecieron un 3,1% (1 pp menos que en el período precedente), en tanto que los costes no salariales repuntaron 0,3 pp, hasta el 3,9%. En cuanto a la negociación colectiva, el incremento salarial medio en los convenios colectivos registrados entre enero y noviembre fue del 2,6%, 1 pp por debajo del incremento en 2008. La mayoría de los convenios registrados hasta noviembre correspondió a acuerdos revisados, en los que el incremento pactado de las tarifas fue del 2,6%. El aumento salarial acordado en los convenios de nueva firma, acumulado hasta noviembre, fue solo ligeramente inferior (2,4%). Por ramas de activi-

INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA
Totales móviles de doce meses

GRÁFICO 3

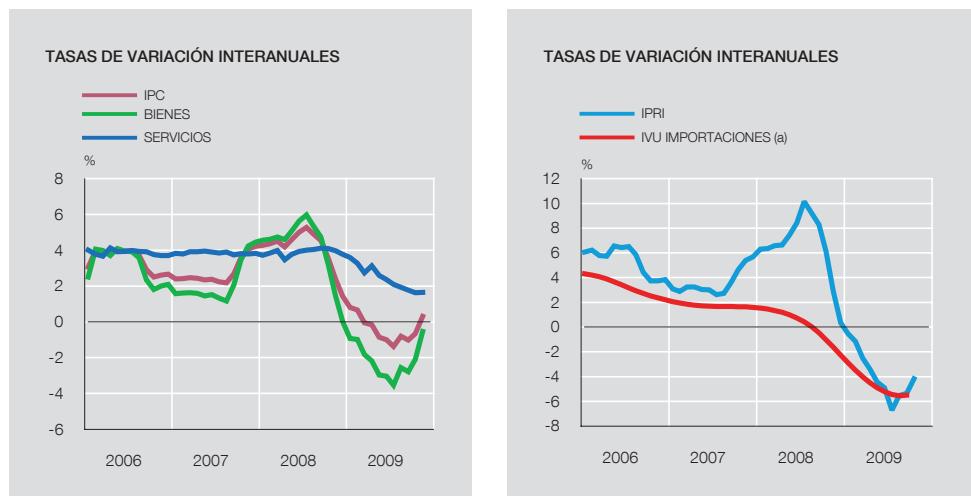


FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: noviembre de 2009.

ÍNDICES DE PRECIOS

GRÁFICO 4



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

dad, el incremento de tarifas en la construcción alcanzó un 3,6% (tasa casi idéntica a la del año 2008), mientras que en el resto de ramas el incremento fue menor: 2,4% en la agricultura y en los servicios, y 2,5% en la industria (aproximadamente, 1 pp menos que en el ejercicio anterior).

En noviembre, la tasa de variación interanual del IPC fue positiva por primera vez desde febrero, situándose en el 0,3%, 1 pp más que en octubre (véase gráfico 4). Este repunte se debió, casi en su totalidad, a la reversión de los efectos de base en los precios energéticos, que aumentaron un 1,9% en términos interanuales, tasa que supera en casi 9 pp a la observada en el mes anterior. Además, el ritmo de descenso interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se suavizó en 0,4 pp, hasta el -1,7%; y los precios de los alimentos elaborados repuntaron una décima, hasta el 0,5%. Por el contrario, la tasa de variación de los precios del componente de alimentos no elaborados intensificó su caída en una

décima (hasta el $-2,7\%$), mientras que la correspondiente a los servicios permaneció estable en el $1,6\%$. Como consecuencia de la evolución de sus diversos componentes, tanto el IPC sin energía como el IPSEBENE repuntaron en una décima, hasta el 0% y el $0,2\%$, respectivamente. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también aumentó su ritmo de variación interanual en 1 pp en noviembre, hasta el $0,4\%$. En el área del euro, el IAPC repuntó 0,6 pp, hasta el $0,5\%$, por lo que el diferencial de inflación, favorable a España por undécimo mes consecutivo, se estrechó, en valor absoluto, en cuatro décimas, hasta $-0,1$ pp.

El índice general de precios industriales (IPRI) registró en octubre una caída interanual del $4,2\%$, 1,2 pp menos acusada que la del mes anterior. Este repunte vino explicado, en gran parte, por los precios de la energía, cuya tasa interanual aumentó más de 3 pp, hasta el $-8,2\%$, y, en menor medida, por los precios de los bienes intermedios, que atenuaron su ritmo de descenso hasta el $-6,3\%$. En cambio, los precios de producción de los bienes de equipo y de los bienes de consumo mantuvieron tasas de variación muy cercanas a cero. El índice general sin energía redujo seis décimas su tasa de descenso, hasta el $-3,2\%$.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), acentuaron en octubre su ritmo de caída hasta el $-13,8\%$, desde el $-12,9\%$ del mes previo, debido al descenso más intenso de los IVU de los bienes de consumo. Por el contrario, el IVU de las exportaciones totales atenuó su caída hasta el $-6,6\%$ interanual, tasa que es 2 pp menos acusada que la del mes anterior. El índice de precios de exportación de productos industriales elaborado por el INE redujo en octubre su ritmo de descenso interanual hasta el $3,5\%$, frente a la caída del $4,9\%$ del mes anterior. El repunte estuvo determinado por el avance de los precios energéticos, con una tasa interanual del $-19,6\%$, 16 pp por encima del mes anterior. También se moderó en octubre el ritmo de caída de los precios de los bienes industriales importados en 2 pp, hasta el $-7,2\%$, debido igualmente al descenso más suave de los precios de la energía ($-25,1\%$ en octubre, frente al $-34,1\%$ en el mes anterior) y, en menor medida, a un ligero repunte en los precios de los bienes intermedios.

Evolución económica y financiera en la UEM

En el último mes, la evolución de los mercados financieros internacionales ha venido marcada por cierta inestabilidad, reflejo de la incertidumbre generada por los problemas de pago de deuda en un fondo de Dubái, a finales de noviembre. No obstante, la aparición de datos macroeconómicos favorables, salvo excepciones, y la devolución de las ayudas públicas por parte de las mayores entidades financieras de Estados Unidos contribuyeron a apoyar a los mercados. De este modo, las bolsas mostraron un comportamiento mixto, aunque la mayoría de ellas saldó el mes con ganancias, y en los mercados de renta fija los tipos de interés a largo plazo se mantuvieron en niveles reducidos, aunque aumentaron ligeramente las de Estados Unidos y del Reino Unido. La mayor volatilidad y la publicación de indicadores económicos positivos propiciaron la apreciación del dólar frente a las principales divisas en la última parte del mes, corrigiendo parte del movimiento de las últimas semanas. Esta evolución del dólar favoreció, a su vez, el retroceso del precio del petróleo y del oro —si bien este último se mantiene en niveles históricamente elevados—. Por su parte, en los mercados emergentes los diferenciales soberanos han consolidado la tendencia favorable de los últimos meses, aunque en los mercados bursátiles y cambiarios mantuvieron una evolución heterogénea.

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre creció un $0,6\%$ trimestral (2,2% en tasa trimestral anualizada), de acuerdo con su estimación final, frente a la caída del $0,2\%$ del trimestre anterior. Los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales relativamente favorables sobre la actividad en el cuarto trimestre. En cuanto a los de oferta, en noviembre mejoraron

la producción industrial y la utilización de la capacidad productiva, aunque los índices ISM se deterioraron. En el mercado de la vivienda, se recuperaron las viviendas iniciadas y los permisos de construcción, y siguieron aumentando las ventas en noviembre, en un entorno de estabilidad de los precios. Respecto al consumo privado, las ventas al por menor y el sentimiento del consumidor evolucionaron mejor de lo esperado en noviembre y diciembre, respectivamente. En el mercado de trabajo, los datos de noviembre mostraron una notable ralentización en el ritmo de destrucción de empleo, lo que redujo la tasa de paro dos décimas, hasta el 10%. En lo relativo al sector exterior, se moderó el deterioro de la balanza comercial en octubre, gracias al aumento de las exportaciones. Por su parte, la tasa de inflación repuntó hasta el 1,8% interanual en noviembre, frente al -0,2% de octubre, debido al efecto base, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 1,7%. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo en diciembre el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0% a 0,25%. Por su parte, el Tesoro anunció la extensión del programa TARP hasta octubre de 2010 —como salvaguarda ante un potencial deterioro de las condiciones financieras— y su intención de reorientarlo para apoyar la financiación de las pequeñas empresas.

En Japón, el PIB del tercer trimestre fue revisado significativamente a la baja, hasta un 0,3% trimestral, nueve décimas menos que la primera estimación, debido a la caída de la inversión privada. Los indicadores de mayor frecuencia del cuarto trimestre apuntan a una mayor debilidad y el índice Tankan muestra el empeoramiento de las expectativas de las grandes empresas. El superávit por cuenta corriente se amplió en octubre, gracias principalmente a la evolución de la balanza comercial. Los precios continuaron cayendo respecto al año anterior, tanto el IPC de octubre como los precios al por mayor de noviembre (un -2,5% y un -4,9%, respectivamente). En este contexto, el Banco de Japón decidió, en una reunión extraordinaria e inesperada a inicios de diciembre, crear una nueva facilidad de crédito con colateral a un plazo de tres meses por una cuantía de 10 billones de yenes (2% del PIB). Asimismo, el Gobierno anunció nuevas medidas de estímulo fiscal —por un monto máximo del 1,5% del PIB, aunque incluye la reasignación de fondos de planes previos—, destinadas, entre otros fines, al fomento del empleo y a la adopción de tecnologías menos contaminantes.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre cayó un 0,2% trimestral, cinco décimas menos que en el trimestre previo, debido a una menor contracción de la demanda interna. En el cuarto trimestre se observan síntomas de una mejoría de la actividad económica, tal y como indican las expectativas empresariales y la resistencia del mercado laboral, a pesar de la moderación de las ventas al por menor. También continúa la estabilización del mercado inmobiliario, en el que desde hace unos meses se aprecian una recuperación de los precios y aumentos en la oferta y en la demanda de viviendas. La inflación del IPC aumentó cuatro décimas en noviembre, hasta el 1,9% interanual, cerca del objetivo del Banco de Inglaterra, que en diciembre mantuvo inalterados el tipo de interés en el 0,5% y el importe de su programa de compra de activos en 200 mm de libras. En cuanto a la política fiscal, el informe presupuestario de 2009 (*pre-budget report*) revisó ligeramente al alza las estimaciones del déficit y del saldo de la deuda pública para 2009-2010 (hasta el 12,6% y el 55,6% del PIB, respectivamente), sin cambios significativos en el plan de consolidación fiscal.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del tercer trimestre se contrajo, en promedio, un 3,6% interanual, frente al -4,6% del segundo trimestre, pero con notables diferencias entre países —desde una caída superior al 14% en los países bálticos hasta un crecimiento del 1,7% en Polonia, el único país con tasa positiva—. La evolución económica continuó lastrada por la debilidad de la demanda interna —tanto el

consumo como la inversión—, mientras que las exportaciones empezaron a moderar su caída. En el cuarto trimestre se observa una mejora de la producción industrial, en muchos casos apoyada en la reactivación del sector exportador. La tasa de inflación registró un alza en noviembre (desde el 2,7% al 3% interanual), debido sobre todo a los mayores precios del combustible. En cuanto a la política monetaria, la República Checa redujo inesperadamente, en 25 puntos básicos (pb), el tipo de interés oficial, hasta el 1%; y Hungría continuó en su ciclo de bajadas, reduciéndolo también en 25 pb, hasta el 6,25%.

En China, el PIB se expandió un 8,9% interanual en el tercer trimestre, 1 pp más que en el segundo. Los indicadores de oferta y de demanda continuaron evolucionando positivamente en noviembre. Así, la producción industrial se aceleró considerablemente (hasta alcanzar tasas interanuales máximas de los últimos dos años), la confianza empresarial se mantuvo en niveles claramente expansivos, las ventas al por menor crecieron firmemente y parece consolidarse la recuperación del sector inmobiliario. Sin embargo, la inversión en activos fijos se desaceleró sensiblemente, lo que sugeriría una cierta retirada del estímulo público. En cuanto al sector exterior, pese a los signos cada vez más evidentes de recuperación de las exportaciones, el superávit comercial se redujo hasta los 19,1 mm de dólares por la expansión de las importaciones nominales. El IPC se incrementó un 0,6% interanual en noviembre, aumentando por primera vez tras nueve meses de caídas. Todo ello en un entorno de condiciones monetarias y financieras excepcionalmente holgadas. En el resto de Asia emergente, el PIB creció un 3,9% interanual en el tercer trimestre, 1,9 pp más que en el segundo. La producción industrial y las exportaciones, en líneas generales, continuaron con una tendencia relativamente favorable en octubre y noviembre, mientras que la inflación mantuvo una tónica de moderado ascenso en la mayor parte de la región. Con todo, en diciembre no se registraron variaciones en los tipos de interés oficiales.

En América Latina, en el tercer trimestre, la caída del PIB se moderó hasta el -2,7% interanual, respecto a la contracción del -4% registrada en el segundo. La recuperación fue más moderada de lo previsto en Brasil, donde además se revisaron a la baja las tasas de crecimiento de trimestres precedentes. Los indicadores de actividad conocidos hasta la fecha, apuntarían a un mantenimiento de la recuperación económica en el cuarto trimestre. En cuanto al sector exterior, se observa una evolución mixta de las balanzas comerciales, con cierta mejora en Perú y en Chile y un leve empeoramiento en Brasil y en México. La inflación se moderó nuevamente en noviembre y alcanzó el 5,5% —la menor tasa desde noviembre de 2007—. Dentro de este desarrollo generalizado, destacan de nuevo los casos de Chile —que mantiene tasas negativas— y de México —donde la inflación se situó dentro de las bandas objetivo del banco central por primera vez desde junio de 2007—. En este entorno, los bancos centrales mantuvieron inalterados los tipos de interés oficiales. En México, pese a la reducción del *rating* soberano por parte de Fitch y de Standard & Poors, se realizó una emisión de deuda en los mercados internacionales, y en Venezuela se intervinieron ocho pequeñas entidades bancarias por incumplimientos de la regulación.

En el área del euro, la primera estimación de la contabilidad nacional del tercer trimestre de 2009 confirmó un avance del PIB del 0,4% intertrimestral, tras cinco trimestres consecutivos de descensos. Este incremento vino explicado, en gran medida, por el cambio en el ciclo de existencias, así como por la recuperación de las exportaciones y el aumento del consumo público. La formación bruta de capital fijo cayó de forma más moderada que en los trimestres anteriores, apoyada por una evolución muy favorable de la inversión en bienes de equipo. En cambio, el consumo privado mostró un suave retroceso, en un trimestre en el que el empleo volvió a contraerse un 0,5%. Con todo, la contribución de la demanda interna —excluidas existencias— al crecimiento del PIB fue ligeramente negativa (-0,1 pp) y la de la demanda

		2009					
		JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	-15,8	-15,0	-12,8	-11,1		
	Comercio al por menor	-1,8	-2,1	-2,7	-1,8		
	Matriculaciones de turismos nuevos	6,8	14,5	9,6	10,8	33,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-23,0	-22,0	-19,0	-18,0	-17,0	
	Indicador de confianza industrial CE	-30,0	-25,0	-24,0	-21,0	-19,0	
	PMI de manufacturas	46,3	48,2	49,3	50,7	51,2	51,6
	PMI de servicios	45,7	49,9	50,9	52,6	53,0	53,7
	IAPC	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	3,0	2,6	1,8	0,3		
	M1	12,2	13,6	12,8	11,8		
	Crédito a los sectores residentes	3,4	2,8	3,0	2,9		
	AAPP	10,9	11,5	13,5	15,2		
	Otros sectores residentes	1,9	1,1	1,0	0,5		
	<i>De los cuales:</i>						
	— Préstamos a hogares	0,0	-0,2	-0,3	-0,1		
	— Préstamos a sociedades no financieras	1,5	0,7	-0,2	-1,2		
	EONIA	0,36	0,35	0,36	0,36	0,36	0,36
	EURIBOR a tres meses	0,97	0,86	0,77	0,74	0,72	0,71
	EURIBOR a un año	1,41	1,33	1,26	1,24	1,23	1,24
	Rendimiento bonos a diez años	4,09	3,89	3,86	3,80	3,83	3,83
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,51	-0,28	-0,43	-0,41	-0,41	-0,35
	Tipo de cambio dólar/euro	1,409	1,427	1,456	1,482	1,491	1,470
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	7,6	13,2	17,2	11,9	14,1	20,2

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

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

b. Datos hasta el día 18 de diciembre de 2009.

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

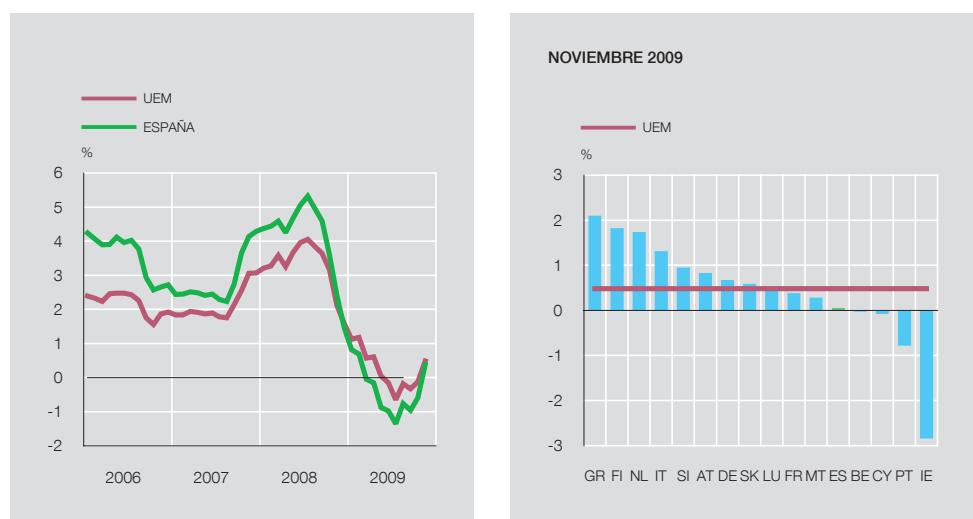
exterior neta fue nula. En términos interanuales, el PIB disminuyó un 4,1%, frente a la caída del 4,8% del trimestre precedente.

Para el cuarto trimestre, la información disponible de naturaleza cualitativa apunta a una mejora paulatina de la actividad, si bien las referencias cuantitativas son todavía muy escasas. Así, por el lado de la oferta, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea relativos a la industria y a los servicios, al igual que las encuestas PMI realizadas a los directores de compras, mostraron avances a lo largo del trimestre. Sin embargo, la producción industrial de octubre cayó un 0,8% intermensual, tras cinco meses consecutivos de aumentos (véase cuadro 1). Por el lado de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores mejoró en noviembre y las matriculaciones se incrementaron, si bien el pulso de las ventas minoristas continuó siendo débil. En cuanto a la inversión, el grado de utilización de capacidad productiva de la encuesta trimestral de la CE mostró una ligera recuperación en el cuarto trimestre, desde los niveles mínimos en los que se encontraba, mientras que la valoración de la cartera de pedidos aumentó en noviembre. Finalmente, en relación con la demanda externa, mejoraron la valoración de la cartera de pedidos exteriores en noviembre y las expectativas de exportación en el cuarto trimestre de 2009.

El crecimiento interanual del IAPC de noviembre se situó en el 0,5%, frente al -0,1% del mes anterior (véase gráfico 5). Esta aceleración vino determinada fundamentalmente por la menor caída de la tasa interanual de los precios de la energía, explicada por un incremento de su tasa intermensual y por el efecto base positivo provocado por la disminución de

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

los precios de la energía en el mismo período del año anterior. La tasa interanual del IPSEBENE, que excluye dichos componentes, se mantuvo estable en el 1% como consecuencia de un encarecimiento de los alimentos elaborados, que fue compensado por una desaceleración en los servicios. Por otra parte, en octubre la caída interanual de los precios industriales también se moderó por el comportamiento de los precios de la energía y de los bienes intermedios no energéticos.

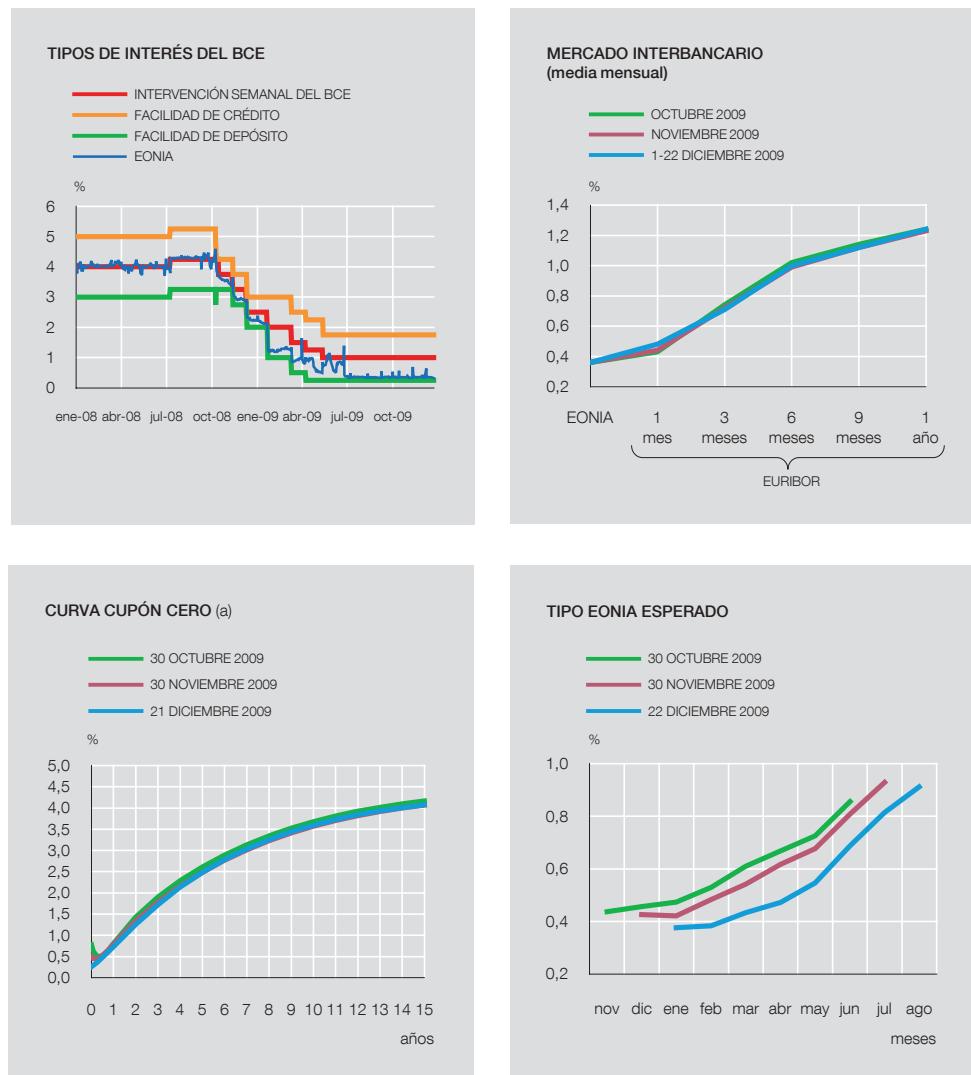
El ejercicio de previsión del Eurosistema de diciembre revisó al alza el escenario de crecimiento para 2010. Así, tras la caída prevista de entre un 3,9% y un 4,1% en 2009, las perspectivas de crecimiento del PIB se situarán en un intervalo de entre el 0,1% y el 1,5% en 2010, y de entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. Asimismo, las previsiones apuntan un escenario de inflación moderada en registros medios del 0,3% en 2009, en un intervalo comprendido entre el 0,9% y el 1,7% en 2010, y entre el 0,8% y el 2% en 2011.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE de diciembre dejó inalterados los tipos oficiales, que se sitúan en el 1% para las operaciones principales de financiación. Además, tras la estabilización observada en los mercados financieros, el BCE anunció la retirada gradual de algunas de las medidas extraordinarias de liquidez introducidas con la crisis financiera. Así, la última operación de financiación a doce meses se celebró el 16 de diciembre, se retiran las operaciones especiales a tres meses (esto es, se vuelve al esquema de una única operación regular al plazo de tres meses, cada mes) y a finales de marzo de 2010 se interrumpirán las inyecciones a seis meses. En cambio, las subastas semanales continuarán realizándose a tipo fijo y adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta el 13 de abril. Este mismo procedimiento se aplicará en la última subasta a seis meses, en las operaciones especiales a un mes y en las regulares a tres meses previstas para el primer trimestre de 2010.

El diseño de las estrategias de salida también ocupó parte de la agenda del Consejo ECOFIN de diciembre, que acordó unos principios para la retirada de forma coordinada, aunque no necesariamente sincronizada, de los planes de apoyo al sector financiero en Europa. Asimismo, siguiendo la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Consejo ECOFIN inició procedimientos de déficit excesivo en ocho países de la UEM. En el caso de los procedi-

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6

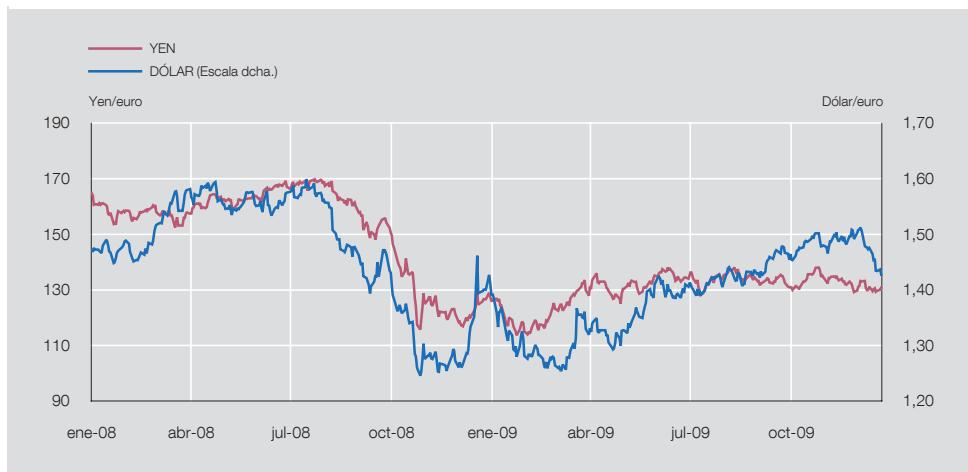


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

mientos abiertos desde abril, el Consejo evaluó positivamente las medidas adoptadas en Irlanda, España y Francia, países para los que se aprobaron nuevas recomendaciones que extienden en un año el horizonte para sanear las finanzas públicas. En el caso de Grecia, en cambio, el Consejo consideró que las acciones de su Gobierno habían sido insuficientes, lo que obliga a las autoridades griegas a tomar medidas adicionales para la corrección de esta situación.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron estables en diciembre, en niveles del 0,7% y del 1,2% para el EURIBOR a tres y a doce meses, respectivamente (véase gráfico 6). Los tipos a largo plazo de la deuda pública en la UEM tampoco experimentaron cambios significativos, fluctuando en torno al 3,8%, lo que supone unos 35 pb por encima de los tipos equivalentes en Estados Unidos. No obstante, los diferenciales de rentabilidad de los distintos bonos soberanos en la UEM se ampliaron, particularmente en el caso de Grecia, que volvió a sufrir rebajas en su calificación crediticia. Por otra parte, a pesar de la reducción en el coste de la financiación, los préstamos al sector bancario siguieron desacelerándose en octubre. Este comportamiento se explica por la reducción de la finan-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

ción bancaria a empresas, hasta caer un 1,2% en términos interanuales, que contrasta con el incremento de las emisiones de renta fija, que crecen a ritmos del 16% interanual.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones respondieron a la baja ante el nuevo episodio de inestabilidad procedente, en esta ocasión, de Dubái, así como ante las revisiones de las agencias de calificación crediticia en relación con la deuda soberana de algunos países. No obstante, en los días transcurridos de diciembre el EUROSTOXX 50 se revalorizó más de un 5%. En los mercados cambiarios, el euro ha corregido sustancialmente su apreciación anterior —particularmente, frente al dólar—, volviendo a cruzarse a un tipo de 1,43 dólares (véase gráfico 7).

Evolución financiera en España

En la parte transcurrida de diciembre, tras el cambio de perspectiva de estable a negativa de la calificación crediticia del Reino de España por parte de la agencia S&P, repuntó ligeramente el diferencial de rentabilidad entre la deuda pública española y la alemana, en un contexto en el que los mercados internacionales han mostrado una mayor sensibilidad por las noticias relativas a los riesgos soberanos. Este hecho condicionó también, en parte, la evolución de los índices bursátiles nacionales, que se revalorizaron algo menos que los de otras plazas europeas. Por su parte, los datos más recientes sobre los balances de los sectores no financieros, que corresponden a octubre, evidencian una continuidad de las tendencias más recientes. Así, mientras que la financiación neta de las AAPP siguió creciendo a tasas muy elevadas, la deuda de los hogares y las sociedades avanzó a unos ritmos interanuales prácticamente nulos. En paralelo, el dinamismo de los activos más líquidos de estos dos últimos agentes repuntó levemente, con un comportamiento por instrumentos similar al observado durante los meses precedentes. La información provisional referida a noviembre de los activos y los pasivos de las familias y las empresas apunta a una prolongación de estas mismas pautas.

Entre el 1 y el 22 de diciembre, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de las obligaciones a diez años se situaron, en media, en el 0,79% y el 3,77%, respectivamente, cifras similares a las observadas en noviembre (véase cuadro 2). Tras el anuncio del cambio de perspectiva de la calificación crediticia del Reino de España por parte de la agencia S&P, el diferencial a diez años entre la rentabilidad de los bonos españoles y alemanes repuntó ligeramente, de forma que, en promedio, dicho indicador aumentó 8 pb en comparación con el dato del mes precedente. En cambio, las primas medias de los seguros

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2006	2007	2008	2009			
		DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV
TIPOS BANCARIOS (b)								
	HOGARES E ISFLSH:							
	Crédito para vivienda	4,74	5,53	5,83	2,99	2,82	2,78	...
	Crédito para consumo y otros fines	7,36	8,38	8,83	8,16	8,01	7,59	...
	Depósitos	1,79	2,72	2,79	1,50	1,37	1,39	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
	Crédito (c)	4,77	5,80	4,87	2,87	3,01	2,91	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)								
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,69	4,01	2,18	0,71	0,80	0,78	0,78
	Deuda pública a cinco años	3,78	4,12	3,46	2,84	2,77	2,75	2,69
	Deuda pública a diez años	3,82	4,35	3,86	3,78	3,80	3,77	3,79
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,03	0,09	0,80	0,44	0,51	0,53	0,51
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,26	0,64	2,90	0,91	0,93	0,87	0,80
	IBEX 35 (f)	31,79	7,32	-39,43	23,59	27,84	24,13	26,63
								29,31

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 22 de diciembre de 2009.

b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

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

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2008.

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

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

		2009							
		2009	2007	2008	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP
FINANCIACIÓN TOTAL		2.605,1	12,3	7,6	4,9	4,4	4,2		
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.206,3	15,5	6,1	0,9	0,3	-0,1		
	Hogares e ISFLSH	903,4	12,5	4,4	0,0	-0,1	-0,2		
	De la cual:								
	– Crédito para adquisición de vivienda (c)	676,8	13,0	4,5	0,4	0,2	0,1		
	– Crédito para consumo y otros fines (c)	223,9	10,9	3,9	-1,5	-0,9	-1,2		
	Sociedades no financieras	1.302,9	17,7	7,4	1,5	0,6	0,0		
	De la cual:								
	– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	922,8	19,5	6,8	-1,0	-2,0	-2,8		
	– Valores de renta fija (d)	50,8	18,4	12,1	25,4	26,9	29,5		
	ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	398,8	-7,0	18,2	34,1	34,4	36,4		
	Valores a corto plazo	81,3	2,5	58,3	120,6	110,3	94,3		
	Valores a largo plazo	367,9	-3,1	8,2	21,6	23,5	29,1		
	Créditos – depósitos (f)	-50,4	-12,9	8,4	-1,0	-6,1	-16,0		

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

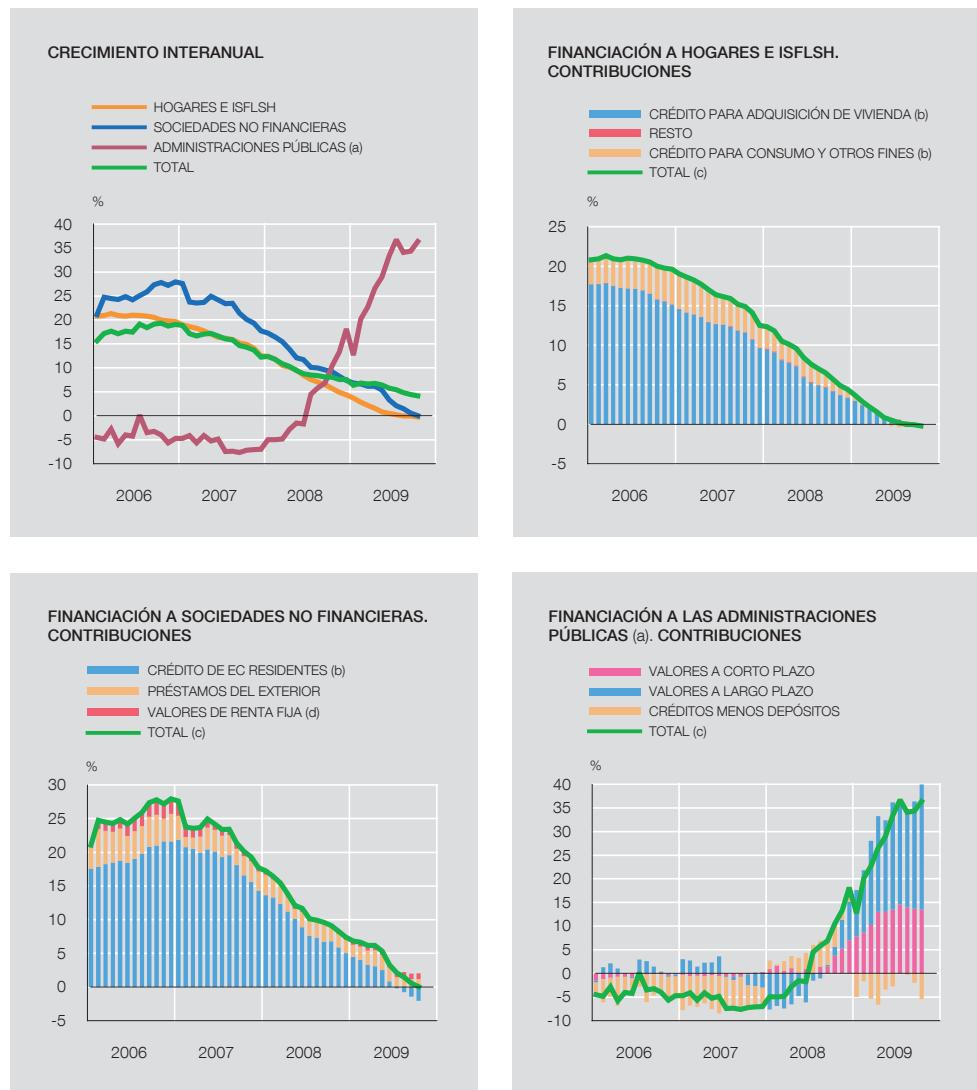
b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

f. Variación interanual del saldo, en miles de millones de euros.



FUENTE: Banco de España.

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

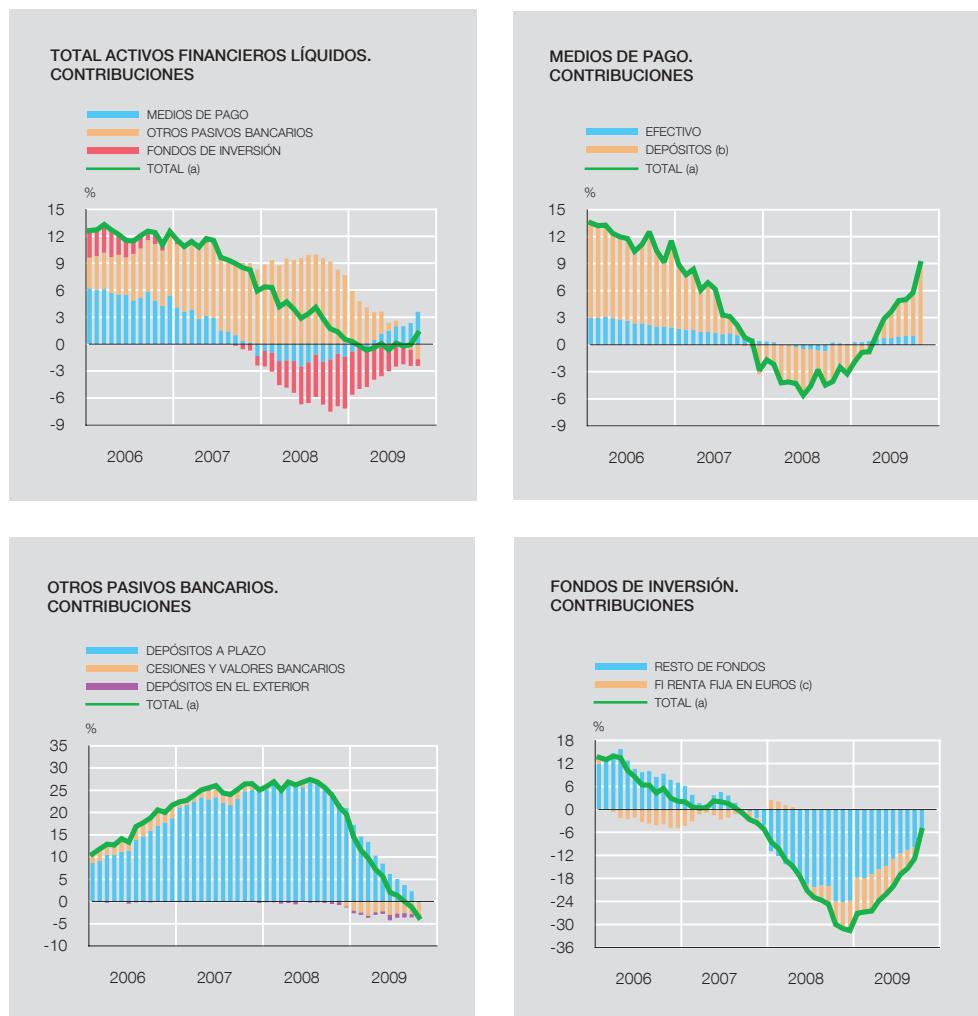
de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras se redujeron 7 pb, alcanzando los 73 pb.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones experimentaron, en promedio, nuevas revalorizaciones durante los días transcurridos de diciembre, al tiempo que sus volatilidades implícitas se mantuvieron muy estables. De este modo, el 22 de diciembre el IBEX 35 se situaba un 2,1% por encima del nivel de finales de noviembre, una ganancia inferior a la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (5,3%) y similar a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (2%). Con estos movimientos, el incremento acumulado en el año por el índice español alcanzó el 29,3%, cifra superior a los aumentos registrados durante el mismo período por la referencia del área del euro y por la estadounidense (20,2% y 23,8%, respectivamente).

En octubre, los tipos de interés de la financiación bancaria a las sociedades y a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se redujeron, en relación con los

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,
HOGARES E ISFLSH

GRÁFICO 9



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

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

valores de septiembre, en 10 pb, en 4 pb y en 42 pb, respectivamente, quedando situados en el 2,91%, en el 2,78% y en el 7,59%. Por su parte, la remuneración de los depósitos de las familias aumentó ligeramente, hasta el 1,39%.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros experimentó una ligera desaceleración durante el mes de octubre (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue el resultado del descenso en las tasas de crecimiento interanual de los recursos captados por las empresas y las familias (que volvió a ser más acusado para las sociedades, situándose en ambos casos en valores cercanos a cero), que fue parcialmente compensado por el mayor dinamismo de los pasivos netos de las Administraciones Públicas.

La desagregación por finalidades muestra que la ligera contracción interanual de los recursos recibidos por las familias en octubre fue el resultado de la expansión prácticamente nula de los préstamos para la adquisición de vivienda y del mantenimiento, en valores negativos cercanos al 1%, de la tasa de crecimiento de los destinados al consumo y otros fines. Por su

parte, el desglose por instrumentos de los fondos captados por las sociedades no financieras indica que el crédito otorgado por las entidades residentes se redujo un 3% respecto al nivel del mismo mes del año anterior (casi 1 pp más de caída que en septiembre), evolución que contrasta con el mayor dinamismo del resto de fuentes de financiación del sector. La información provisional correspondiente a noviembre apunta a un nuevo descenso en el avance interanual de la deuda de los hogares y empresas.

La financiación captada por las Administraciones Públicas volvió a acelerarse en octubre, situándose la tasa de expansión interanual por encima del 36%, 2 pp más que el mes anterior. En términos netos acumulados de doce meses, se mantuvo el elevado dinamismo de las emisiones de valores tanto a corto como a largo plazo, mientras que se redujo el saldo neto entre créditos y depósitos.

En octubre, la tasa de crecimiento interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y de las familias se situó, al igual que en los últimos meses, en cifras próximas a cero, aunque mostró un ligero repunte (véase gráfico 9). Por instrumentos, se mantuvieron las tendencias que se vienen observando a lo largo del año, con una nueva desaceleración de los depósitos a plazo, que presentaron un ritmo de expansión interanual negativo, al tiempo que siguió aumentando el dinamismo de los medios de pago y de los fondos de inversión. La información provisional referida a noviembre no evidencia cambios significativos en estas pautas.

23.12.2009.