

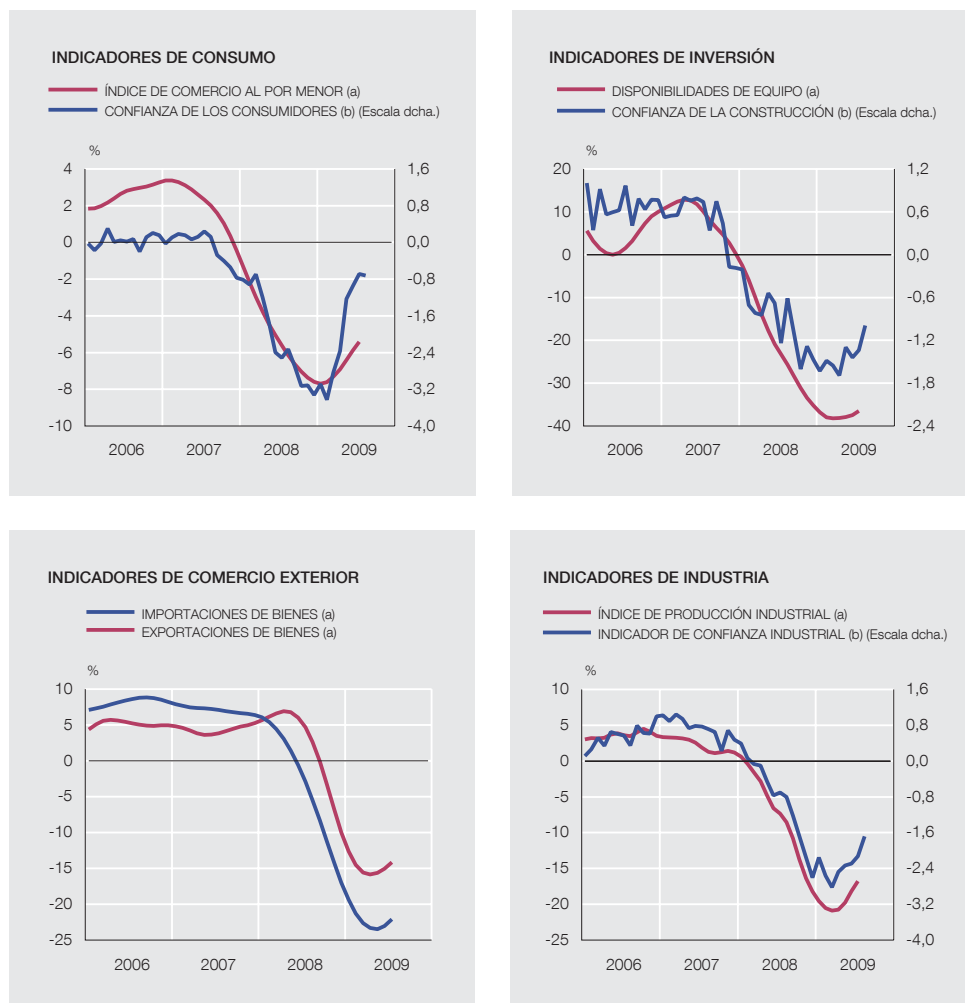
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)¹, la actividad económica siguió contrayéndose en el segundo trimestre de 2009, aunque a un ritmo menos intenso que en el primero. En concreto, el PIB real registró una disminución intertrimestral del 1,1% (frente a la tasa del -1,6% observada en los tres primeros meses del año). En términos de su tasa interanual, sujeta por definición a mayor inercia, el PIB descendió un 4,2% en el segundo trimestre, frente al retroceso del 3,2% del trimestre anterior. Al igual que en el caso de la producción, los principales componentes de la demanda suavizaron sus tasas de descenso intertrimestral, aunque las tasas interanuales se hicieron más negativas. En términos interanuales, la demanda nacional disminuyó un 6,9%, un ritmo de bajada que fue 1,1 puntos porcentuales (pp) más acusado que en el trimestre precedente, en tanto que la aportación de la demanda exterior neta mejoró ligeramente, hasta los 3,1 pp. Dentro de la demanda nacional, solo el consumo público y la inversión en otras construcciones presentaron tasas de variación interanual positivas, mientras que los restantes componentes acentuaron sus tasas negativas. El consumo privado disminuyó un 5,7%, la inversión en equipo, un 28,9%, la inversión en vivienda, un 25,5%, y la inversión en otros productos, un 15,9%. En relación con el sector exterior, las exportaciones de bienes y servicios moderaron en casi 2 pp su ritmo de caída, hasta el 15,7%, mientras que las importaciones experimentaron un fuerte retroceso, apenas menos pronunciado que en el primer trimestre (-22,3%). Por el lado de la oferta, todas las ramas de la economía de mercado, excepto las primarias, registraron un descenso más intenso en términos interanuales, destacando la disminución del 16,8% del valor añadido de la industria. El valor añadido de los servicios de mercado cayó un 2,3%, mientras que el de los servicios de no mercado aumentó un 3,2%. La destrucción de empleo en términos interanuales se intensificó (hasta una tasa del -7,1%), si bien su ritmo de descenso intertrimestral fue inferior al del trimestre precedente, y la productividad aparente del trabajo siguió creciendo a un ritmo interanual elevado (3,2%). El aumento de la remuneración por asalariado se situó en el 4,6%, tres décimas superior al del primer trimestre, de modo que los costes laborales unitarios (CLU) se aceleraron en cuatro décimas, hasta el 1,4%. Por último, el deflactor del PIB acentuó su desaceleración, registrando un avance del 0,1%, frente al crecimiento del 1,3% en el trimestre anterior, en tanto que el deflactor del consumo privado experimentó un recorte algo superior (de 1,6 pp), hasta disminuir un 1,3%.

Como es habitual, coincidiendo con la publicación de la CNTR del segundo trimestre, también se revisaron las series anuales y los perfiles trimestrales de los principales agregados macroeconómicos en los cuatro últimos años. El crecimiento interanual del PIB en términos reales se modificó al alza en una décima en 2006, y a la baja en una y tres décimas en los años 2007 y 2008, respectivamente. Con respecto a la anterior estimación, el perfil de crecimiento interanual resultante en esos tres años intensifica el ajuste iniciado en 2007. La revisión a la baja del crecimiento en 2008 es el resultado del menor dinamismo que se estima en la demanda nacional, de modo que su aportación positiva al crecimiento del producto se convierte en una contribución negativa de seis décimas. Por su parte, se revisó al alza la aportación positiva de la demanda exterior en 2008, hasta 1,4 pp, como resultado de unas estimaciones inferiores tanto para las exportaciones como para las importaciones de bienes y servicios. Por otra parte, la tasa de variación del primer trimestre de 2009 se revisó al alza, de modo que, frente al 1,9% de caída intertrimestral que se estimó inicialmente, las nuevas cifras de la CNTR sitúan ese descenso en el 1,6%.

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales. En el caso del empleo, puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.



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

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

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

Los indicadores más recientes muestran, en conjunto, una ralentización del ritmo de descenso de la actividad en los meses de verano. En el caso de los indicadores referidos al consumo privado, alguno de los últimos datos ha interrumpido, no obstante, la mejoría de los meses precedentes. Entre los indicadores cualitativos relativos al mes de agosto, la confianza de los consumidores, que había registrado avances sustanciales en los cinco meses anteriores, se mantuvo prácticamente estable, y la de los comerciantes minoristas empeoró ligeramente (véase gráfico 1). Entre los indicadores cuantitativos, el índice real de ventas del comercio al por menor sin estacionalidad y calendario, disminuyó un 5,2% interanual en julio, caída algo más acusada que la de junio, tras las mejoras de meses anteriores. Más positiva fue la evolución de las matriculaciones de automóviles en agosto, pues su tasa interanual volvió a mejorar, hasta el 0%, desde el -10,9% registrado en julio (y el -34% del segundo trimestre), como consecuencia del impulso del Plan 2000E sobre el segmento de ventas a particulares.

Los indicadores de la inversión en bienes de equipo han mostrado una evolución algo más favorable, aunque dentro de un tono general deprimido. Así, el indicador del clima industrial del sector productor de bienes de equipo registró en agosto el nivel más alto en diez meses y

las matriculaciones de vehículos de carga también presentaron en ese mes un retroceso menos acusado que en los precedentes. En una línea más negativa, el nivel de utilización de la capacidad productiva al inicio del tercer trimestre del año era, de acuerdo con los empresarios del conjunto de la industria, el más reducido desde que comenzó a elaborarse la serie.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores más recientes muestran que las tendencias contractivas continúan moderándose. Así, entre los indicadores del mercado de trabajo referidos a agosto, las afiliaciones a la Seguridad Social en este sector reflejaron, por cuarto mes consecutivo, una caída del empleo menos acusada, hasta el $-21,7\%$ interanual, al tiempo que la tasa interanual de aumento del número de parados registrados (47%) ha sido la más reducida de todo 2009. Por lo que respecta a los indicadores de consumos intermedios, el IPI de materiales de construcción registró en julio el descenso menos intenso desde el otoño pasado, y el consumo aparente de cemento suavizó su ritmo de caída en agosto, hasta el -21% . Además, la confianza de los empresarios del sector ha tendido a recuperarse recientemente, como pone de manifiesto la mejora que la encuesta de la Comisión Europea ha registrado ininterrumpidamente entre los meses de abril y agosto. Esta evolución menos negativa podría venir explicada por la revitalización de la obra civil, impulsada por el Fondo de Inversión Local para el Empleo, que estaría compensando el deterioro adicional de la inversión residencial, a medida que se finalizan obras que no son reemplazadas por otras nuevas. Respecto a los indicadores adelantados, la última información disponible acerca de la concesión de visados de obra nueva se refiere al mes de mayo. En ese mes, el retroceso interanual de la superficie visada de viviendas nuevas siguió siendo muy elevado (-56%), aunque 11 pp menos pronunciado que en abril, mientras que, en el caso de la edificación no residencial, la superficie visada creció a un ritmo del 29% , frente al acusado descenso del mes anterior. Finalmente, el volumen de licitación oficial del conjunto de AAPP hasta el mes de julio solo superó ligeramente al de 2008.

De acuerdo con la información de Aduanas, en julio tendieron a atenuarse los ritmos de retroceso de los flujos de comercio exterior de bienes. Así, las exportaciones disminuyeron un $9,3\%$ interanual, frente a la tasa de $-14,7\%$ del segundo trimestre. En comparación con este último período, todos los grupos de productos registraron descensos menos pronunciados, siendo especialmente acusada la mejora en el caso de las ventas de bienes de equipo. Además, las exportaciones de bienes de consumo no alimenticio pasaron a registrar incluso tasas de variación interanual positivas. Por áreas geográficas, las ventas dirigidas a la UE moderaron su evolución negativa, con una caída interanual del 7% (-15% en el conjunto del segundo trimestre), mientras que las extracomunitarias mantuvieron un perfil más plano, cayendo un $13,4\%$, tasa solo ligeramente más favorable que la observada en el período de abril-junio. El ritmo de retroceso de las importaciones en el mes de julio continuó siendo comparativamente más elevado que el observado en el caso de las ventas al exterior, tras atenuarse en una magnitud similar en ambos casos. En concreto, las importaciones ralentizaron su tasa de caída hasta el $-19,1\%$. En comparación con el segundo trimestre, el descenso menos pronunciado de las compras del exterior se explicó por la evolución de los componentes de bienes de consumo y, principalmente, de los intermedios no energéticos. Por el contrario, se intensificó el retroceso de las importaciones de bienes de equipo y, sobre todo, energéticos. Por áreas geográficas, las importaciones procedentes de fuera de la UE descendieron en julio a una tasa mayor ($-22,6\%$) que las comunitarias ($-16,3\%$). Por último, el déficit comercial en términos nominales se redujo en julio casi un 60% , tasa muy similar a la de los meses precedentes, con un descenso de casi el 80% del déficit no energético.

Respecto al turismo receptor, según la CNTR los ingresos reales disminuyeron un $9,7\%$ en el segundo trimestre de 2009, frenando en unos 5 pp el ritmo de caída observado en el primero. En los seis primeros meses del año, el superávit de turismo de la Balanza de Pa-

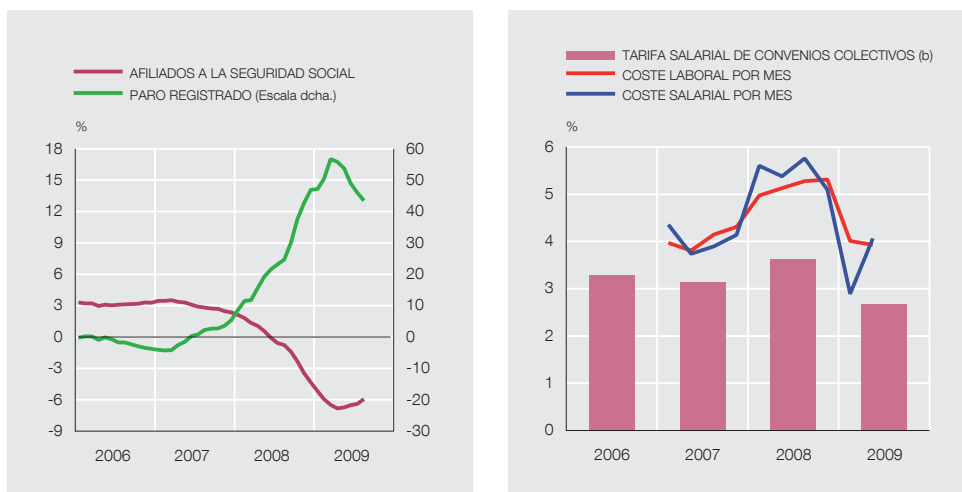
gos experimentó un descenso del 7,9% en términos interanuales. La información más reciente no apunta a una clara mejoría en los meses de verano. Así, según la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH), las pernoctaciones hoteleras de extranjeros se redujeron un 9,8% en términos interanuales en el bimestre de julio-agosto, caída que es casi 2 pp superior a la registrada en el segundo trimestre. El descenso del número de turistas, según FRONTUR, fue, en cambio, algo más moderado en los meses de julio y agosto (del 7,1%), casi 1 pp menor que el del período de abril-junio. Finalmente, el retroceso interanual del gasto nominal de los turistas se acrecentó en julio, último mes para el que se ha publicado la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), hasta el 6,6% (frente a la tasa del -5,3% del segundo trimestre).

Los datos de balanza de pagos apuntan a un déficit acumulado hasta junio de 31,9 mm de euros de las balanzas por cuenta corriente y de capital, cifra que supone una reducción del 42% respecto a la necesidad de financiación observada en el primer semestre de 2008. En el mes de junio, la disminución interanual de esa necesidad de financiación fue más intensa (59%).

En la vertiente de la oferta, en julio el retroceso interanual del IPI se atenuó hasta el 17,3%, en términos corregidos de calendario, frente al casi 20% de caída en el segundo trimestre. Por destino económico de los bienes, la tasa de variación interanual de todos los componentes mostró un perfil similar al del agregado, salvo en el caso de los bienes de consumo alimenticio, que tuvo una evolución más desfavorable. Los bienes de equipo, los intermedios no energéticos y los de consumo no alimenticio mantuvieron ritmos de descenso superiores al 15%, mientras que la energía retrocedió un 7,1%. En julio, los índices de cifras de negocios y de entradas de pedidos registraron sendas disminuciones interanuales, en términos reales y corregidos de calendario, del 20,4% y 21,7%, respectivamente, lo que supone una ligera moderación del ritmo de caída con respecto al observado en el segundo trimestre. Además, el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea y el índice PMI, referidos a agosto en ambos casos, mantienen la progresión favorable mostrada en la etapa más reciente. Finalmente, los indicadores laborales del sector, referidos a agosto, recogen asimismo una evolución menos negativa que en meses precedentes, moderándose tanto la caída de los afiliados a la Seguridad Social como el avance del paro registrado.

También en el caso de los servicios, la información coyuntural apunta a una ralentización de las caídas. El índice de actividad del sector continuó moderando su ritmo de descenso interanual en el mes de julio, hasta alcanzar un -15,2% en términos reales y ajustados de calendario (-17,4% en el segundo trimestre). Las encuestas de opinión más recientes también han mostrado una evolución más favorable. Así, en el mes de agosto, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea experimentó su tercera mejoría consecutiva, tras haber alcanzado el mínimo histórico de la serie en mayo, mientras que el índice de directores de compras siguió repuntando, aunque se mantiene todavía en zona de contracción. Por último, los últimos indicadores del mercado de trabajo parecen confirmar una cierta ralentización del ritmo de deterioro de la actividad: las afiliaciones a la Seguridad Social atenuaron su ritmo de descenso en agosto, hasta el -2,9%, y el número de parados registrados continuó moderando su crecimiento, hasta el 40,9%.

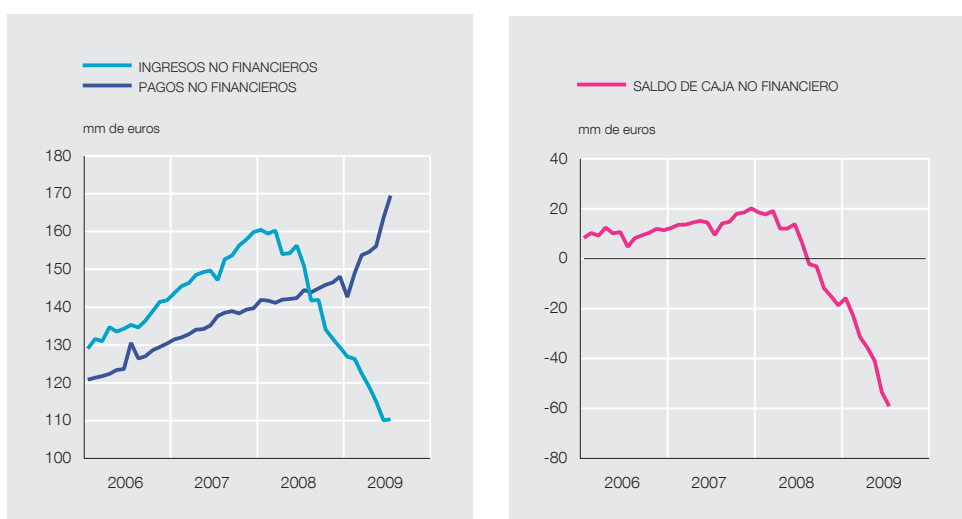
En cuanto al mercado laboral, los indicadores más recientes apuntan a una ralentización de las caídas del empleo en el tercer trimestre. Así, en agosto, la afiliación media a la Seguridad Social descendió un 5,9% interanual (frente al -6,4% de julio y el -6,7% del segundo trimestre) y el número de parados inscritos en el SPEE se incrementó un 43% (46% en julio y casi 53% en el segundo trimestre) (véase gráfico 2).



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 agosto de 2009.

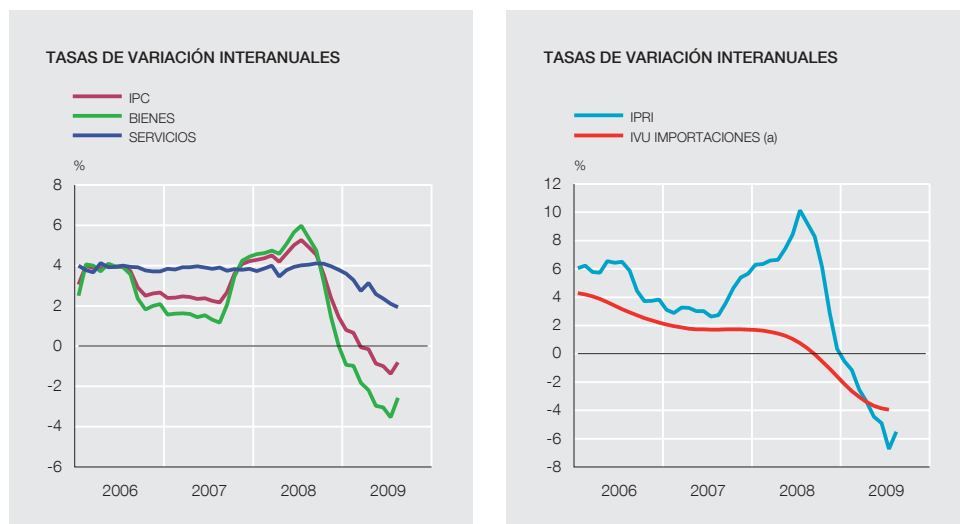
INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA
Totales móviles de doce meses



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Último dato: julio de 2009.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado acumuló, hasta el mes de julio de 2009, un déficit de casi 50 mm de euros (el 4,7% del PIB), en marcado contraste con el saldo negativo inferior a 10 mm de euros (0,9% del PIB) observado en el mismo período del año anterior. En el último mes, los recursos moderaron su ritmo de caída hasta el -25,8%, mientras que los empleos intensificaron su crecimiento interanual hasta el 22,3%. En términos de caja, la evolución observada fue muy similar. Así, el Estado registró hasta julio un déficit acumulado de casi 51 mm de euros, frente al déficit de 10 mm registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Los ingresos disminuyeron a un ritmo del 24,8% en comparación con el período de enero-julio de 2008, mientras que los pagos se aceleraron, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 24,5%.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

Precios y costes

El coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,9% en el segundo trimestre de 2009, una décima menos que en el primero, de acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral. Esta ligera desaceleración fue fruto de la moderación del avance de los costes no salariales, que crecieron un 3,5% (frente al 7,1% del período precedente), en tanto que los costes salariales repuntaron 1,2 pp, hasta el 4,1%. Los convenios colectivos registrados entre enero y agosto, que afectan a 7,4 millones de trabajadores, contienen un incremento de las tarifas salariales del 2,7% para el año 2009. Este aumento es casi un punto inferior al pactado en 2008, lo que estaría reflejando, aunque muy débilmente, el intenso descenso de la inflación y el fuerte deterioro de la situación en el mercado de trabajo. Por otro lado, aunque los convenios de nueva firma, que continúan representando una proporción muy pequeña del total, en meses recientes vienen moderando paulatinamente su ritmo de crecimiento, siguen manteniendo un diferencial positivo —actualmente en torno a 0,25 pp— respecto a los revisados (esto es, los acuerdos firmados en ejercicios precedentes con efectos en 2009). Por ramas de actividad, el incremento de tarifas en la construcción es del 3,6% (tasa prácticamente idéntica a la del año 2008), mientras que en el resto de ramas se sitúa en torno al 2,5% (aproximadamente 1 pp menos que en el ejercicio anterior).

En agosto, el IPC interrumpió la trayectoria de progresiva reducción de sus tasas de variación, al situarse su tasa de variación interanual en el -0,8%, frente al -1,4% registrado en julio, como consecuencia, sobre todo, de la gradual reversión de los efectos de base en los precios de la energía (véase gráfico 4). Las rúbricas con precios más volátiles atenuaron sus descensos en agosto, pero mantienen apreciables caídas interanuales: del 10,2% en el caso de la energía y del 2,5% en el de los alimentos no elaborados. En cambio, el IPC sin energía y el IPSEBENE frenaron sus avances en una y dos décimas, respectivamente, hasta crecer un 0,2% y un 0,4%, respectivamente, lo que subraya el notable impacto que está teniendo la atonía de la demanda en la fijación de precios. Dentro de estos agregados, los precios de los servicios continuaron su desaceleración, hasta el 1,9%, lo que supone un mínimo histórico; los precios de los alimentos elaborados se estabilizaron en tasas positivas, pero inferiores al 1%, y los de los bienes industriales no energéticos intensificaron su caída, hasta el -1,8%. Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) moderó en seis décimas su ritmo de descenso en agosto, hasta el -0,8%. En el área del euro, el retroceso del IAPC se amortiguó

en medio punto porcentual, hasta el $-0,2\%$, por lo que el diferencial de inflación, favorable a España por noveno mes consecutivo, se redujo, en valor absoluto, en una décima, hasta 0,6 pp. Por componentes, cabe destacar el valor nulo del diferencial de los precios de los servicios, al igual que ocurrió en julio.

El índice general de precios industriales (IPRI) registró en agosto una caída interanual del $-5,5\%$, 1,2 pp inferior a la del mes anterior. Este repunte vino explicado, en gran parte, por los precios de la energía, cuya tasa interanual aumentó más de 4 pp, hasta el $-11,6\%$, mientras que el resto de rúbricas siguió mostrando descensos de los precios en torno al 4%, similares a los registrados en junio.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), intensificaron su ritmo de caída en julio, al reducirse un 13,2%, frente al $-9,8\%$ del conjunto del segundo trimestre. Esta evolución se debe al mayor descenso de los precios de los bienes no energéticos (cuyo retroceso se intensificó hasta alcanzar el $-7,2\%$). No obstante, los precios de los bienes energéticos continuaron registrando las mayores disminuciones interanuales, aunque algo atenuadas en comparación con el segundo trimestre. En la vertiente exportadora, los IVU también acentuaron su ritmo de caída, hasta el $-7,2\%$ (frente al $-6,4\%$ del período abril-junio), aunque en este caso el componente responsable de este comportamiento fue el energético, mientras que los precios de las exportaciones no energéticas se aceleraron tres décimas, hasta el $-4,7\%$. Respecto a los índices de precios de comercio exterior de bienes industriales publicados por el INE, el último dato, referido al mes de julio, muestra un retroceso más intenso de los precios de las exportaciones, hasta el -5% interanual, al moderarse el incremento de los precios de los bienes de equipo y acelerarse las caídas del resto de componentes. En la vertiente importadora también se incrementó el ritmo de retroceso de los precios industriales, evolución que vino determinada por los componentes de bienes intermedios y energéticos, mientras que, por el contrario, se aceleraron los precios de los bienes de consumo.

Evolución económica y financiera en la UEM

En agosto y septiembre, los mercados financieros internacionales mantuvieron el tono de mejora que se observa desde marzo, especialmente en los mercados interbancarios y de crédito, donde los diferenciales se situaron por debajo de los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers. Al mismo tiempo, se incrementaron las emisiones de deuda del sector privado, retornando a volúmenes similares a los del año 2007. Los mercados bursátiles registraron ganancias generalizadas, aunque sufrieron una corrección transitoria durante el mes de agosto, posiblemente como reacción ante las sustanciales ganancias acumuladas, en particular en algunas plazas de países emergentes. De hecho, la evolución de los mercados emergentes en los últimos meses ha sido más favorable que la de los países desarrollados y ha dado lugar a una sustancial reducción de los diferenciales soberanos. La mejora de los mercados financieros coincide con la aparición de signos de reactivación económica en numerosas economías y regiones, lo que ha favorecido un aumento del apetito por el riesgo, a pesar de que subsisten dudas sobre la intensidad de la recuperación y la capacidad de algunos segmentos del mercado para mantenerse sin apoyo del sector público. En los mercados de deuda soberana, las rentabilidades de largo plazo registraron nuevos descensos, a pesar de la mejoría de las perspectivas económicas y del aumento de las emisiones. En los mercados cambiarios, cabe destacar la depreciación del dólar frente a las principales monedas, tanto desarrolladas como emergentes. En los mercados de materias primas, el petróleo se mantuvo desde finales de julio en el entorno de los 70 dólares por barril de tipo Brent, al tiempo que los precios de los principales metales industriales continuaron su ascenso, en el contexto de la mejora de las expectativas de actividad económica global.

En Estados Unidos, la revisión de la estimación del PIB del segundo trimestre muestra una contracción del 0,3% trimestral (-1% en tasa anualizada), muy inferior a la caída del 1,6% (-6,4% anualizada) del trimestre anterior. Los indicadores de demanda publicados a lo largo de agosto y septiembre ofrecieron señales positivas, con avances en la confianza del consumidor en dichos meses y del gasto privado en agosto, este último apoyado en las ayudas públicas. Los indicadores del mercado de la vivienda han mostrado señales de estabilización de las ventas y los precios. Asimismo, los indicadores de oferta tuvieron un comportamiento positivo en julio y agosto, en especial la producción industrial, los índices ISM y la utilización de la capacidad instalada. Sin embargo, el mercado laboral ha mantenido un tono negativo: hasta agosto, la pérdida neta de puestos de trabajo ha ascendido a 3,9 millones y la tasa de paro ha alcanzado el 9,7%, frente al 7,2% a finales de 2008. La inflación general continuó reduciéndose hasta el -1,5% interanual en agosto, mientras que la tasa subyacente se moderó hasta el 1,4%. En este contexto, las autoridades económicas continuaron mostrando su compromiso para seguir actuando en el modo y cuantía necesarios para preservar la estabilidad del sistema financiero y apoyar la actividad económica. Así, en su reunión de septiembre, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0% a 0,25%. Asimismo, en un contexto más favorable —aunque aún frágil— de la economía real y de los mercados financieros, se produjo un cauto repliegue de algunas de las facilidades de liquidez y financiación, acomodándose a una menor demanda por parte de las entidades financieras.

En Japón, la segunda estimación del PIB recortó el crecimiento trimestral en tres décimas en el segundo trimestre, hasta el 0,6%, principalmente por la menor contribución de la inversión privada. Los indicadores más recientes mostraron mejoras en la producción industrial en julio y en los PMI de julio y agosto, relacionadas con la mejoría de las exportaciones. En cuanto a los indicadores de la demanda interna, sin embargo, aunque los relacionados con el consumo (ventas minoristas y sentimiento del consumidor) han mejorado, los de inversión privada y sentimiento empresarial no han mostrado una evolución tan clara. La recuperación ha seguido estando basada en las exportaciones netas y en el programa de estímulo fiscal. Con todo, el paro siguió aumentando, hasta el 5,7% en julio. Por su parte, los precios continuaron descendiendo: la tasa de inflación interanual se redujo en julio 4 décimas, hasta el -2,2%, mientras que la subyacente se redujo en dos, hasta el -0,9%.

En el Reino Unido, la actividad económica moderó su caída en el segundo trimestre, hasta -0,7% trimestral, frente a -2,4% en el trimestre previo. La demanda interna siguió lastrada por el consumo y la inversión privados, y fueron el consumo público y el sector exterior los que mantuvieron una aportación positiva al crecimiento. Los indicadores recientes apuntan hacia una leve recuperación de la actividad, aunque su prolongación e intensidad están sujetas a una elevada incertidumbre. Ha resultado especialmente significativo el incremento de la producción industrial en julio, por segundo mes consecutivo, mientras que los índices PMI también se han situado en terreno levemente expansivo. Sin embargo, por el lado de la demanda, los avances de la confianza del consumidor y de las ventas al por menor observados en junio y julio se frenaron en agosto. En el mercado inmobiliario se afianzaron los signos de estabilización de los precios y la demanda, mientras que el número de hipotecas aprobadas alcanzó niveles próximos a los de abril de 2008. El mercado laboral mantuvo la debilidad —el paro aumentó hasta un 7,9% en julio—, mientras que las condiciones de acceso al crédito siguen siendo restrictivas, tanto para las empresas como para el consumo. En este entorno, la inflación se moderó hasta un 1,6% interanual en julio, y el Banco de Inglaterra amplió su programa de compra de activos en agosto, hasta 175 mm de libras, al tiempo que mantenía los tipos oficiales en el 0,5%.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, se intensificó la caída del PIB en el segundo trimestre de 2009 (-4,6% interanual en la región, frente a -3,7% en el primer trimestre), con la excepción de Polonia, que fue el único país que registró una tasa positiva, del 1,1% interanual. El desplome de la demanda interna provocó una fuerte reducción de las importaciones, de forma que el déficit por cuenta corriente mejoró y en algunos países se registraron incluso superávits en la primera mitad del año. Por el contrario, el deterioro de los déficits públicos se acentuó, y se espera que superen por un amplio margen el límite del 3% del PIB en 2009, salvo en Bulgaria. En el conjunto del área, la tasa de inflación siguió una senda descendente —en agosto se situó en el 3,4% interanual—, lo que propició nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en aquellos países con regímenes de tipo de cambio flexible, excepto en Polonia, que los mantuvo inalterados. Finalmente, tanto el FMI como la UE aprobaron nuevos desembolsos para Hungría y Letonia —dentro de los programas de ayuda internacional acordados en octubre y diciembre, respectivamente—, mientras que las casas matrices de varios bancos europeos han reiterado su compromiso de mantener su posición en la región.

En China, el PIB del segundo trimestre creció un 7,9% interanual, casi dos puntos más que el trimestre anterior. En el tercer trimestre, la producción industrial se aceleró, hasta alcanzar en agosto el 12,3% interanual. En cuanto a los indicadores de demanda, la inversión en activos fijos registró un crecimiento interanual elevado hasta agosto, y las ventas al por menor se incrementaron un 15,4% interanual. En cuanto al sector exterior, su evolución en el tercer trimestre todavía fue negativa: en agosto, las exportaciones cayeron un 23,4% interanual (similar a la contracción de julio) y las importaciones un 17%. Por su parte, los precios de consumo registraron en agosto un descenso del -1,2% interanual, que es el menor ritmo de caída desde abril. En este contexto, la autoridad monetaria mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en agosto. En el resto de Asia, el PIB aumentó un 2% interanual en el segundo trimestre, frente al 0,9% registrado el trimestre anterior, y la producción industrial retomó un cierto dinamismo en julio y agosto, mientras que las exportaciones se empezaron a recuperar respecto al desplome sufrido en los primeros meses de 2009. En la mayoría de los países, la inflación interanual mantuvo una tendencia a la baja y los tipos de interés oficiales permanecieron estables.

En América Latina, en el segundo trimestre se profundizó la contracción del PIB, con una caída interanual del -4,1%, frente al -2,8% del primer trimestre. Todos los países experimentaron un deterioro en su tasa de crecimiento interanual, con la notable excepción de Brasil, que además registró un crecimiento intertrimestral del 1,9%, apoyado en la recuperación de su demanda externa. El acusado descenso de la actividad respondió al deterioro de la demanda interna, en especial de la inversión y el consumo privado, dando lugar a un desplome de las importaciones, que, junto con el incremento de los precios de algunas materias primas, propició una mejoría de los saldos de las balanzas comerciales. Los indicadores correspondientes al tercer trimestre apuntarían a una estabilización de la actividad en niveles bajos o a una ligera recuperación. La inflación continuó moderándose, hasta situarse en el 5,9% en agosto, la menor tasa desde noviembre de 2007. En este contexto, los bancos centrales de la región llevaron a cabo algún recorte adicional de tipos de interés oficiales entre los meses de julio y septiembre. El ciclo de bajadas de tipos osciló entre los 775 puntos básicos (pb) de Chile y los 375 pb de México. Por su parte, el deterioro de la posición del sector público fue muy acusado en Argentina, Brasil, Colombia y México.

En la UEM, la publicación de la primera estimación de la Contabilidad Nacional confirmó el dato avanzado por la estimación preliminar, según el cual el PIB del área del euro se re-

		2009					
		ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	-21,3	-17,6	-16,6	-15,9		
	Comercio al por menor	-1,2	-2,4	-1,4	-1,1		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-3,7	5,7	10,0	6,9	5,9	
	Indicador de confianza de los consumidores	-31,0	-28,0	-25,0	-23,0	-22,0	
	Indicador de confianza industrial CE	-35,0	-33,0	-32,0	-30,0	-26,0	
	PMI de manufacturas	36,8	40,7	42,6	46,3	48,2	49,0
	PMI de servicios	43,8	44,8	44,7	45,7	49,9	50,6
	IAPC	0,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,2	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	4,9	3,8	3,6	3,0	2,5	
	M1	8,3	7,9	9,4	12,1	13,6	
	Crédito a los sectores residentes	4,4	3,9	4,2	3,3	2,8	
	AAPP	7,9	8,2	10,7	10,9	11,5	
	Otros sectores residentes	3,6	3,1	2,9	1,8	1,1	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	0,0	-0,2	0,2	0,0	-0,2	
	— Préstamos a sociedades no financieras	5,2	4,4	2,8	1,6	0,7	
	EONIA	0,84	0,78	0,70	0,36	0,35	0,36
	EURIBOR a tres meses	1,42	1,28	1,23	0,97	0,86	0,78
	EURIBOR a un año	1,77	1,64	1,61	1,41	1,33	1,27
	Rendimiento bonos a diez años	4,09	4,14	4,32	4,09	3,89	3,88
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,19	-0,84	-0,58	-0,51	-0,28	-0,43
	Tipo de cambio dólar/euro	1,319	1,365	1,402	1,409	1,427	1,455
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-3,1	0,0	-2,0	7,6	13,2	15,5	

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

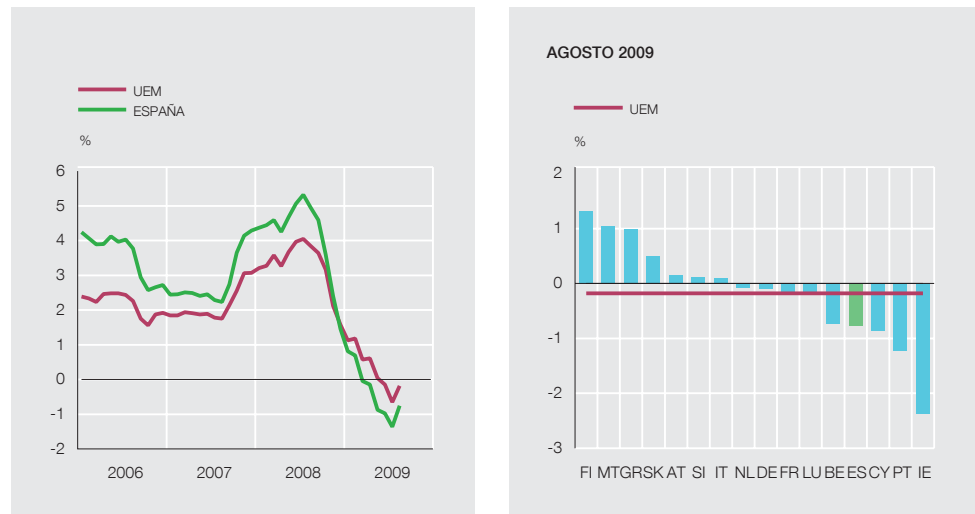
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 25 de septiembre de 2009.

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

dujo, en términos intertrimestrales, un 0,1% en el segundo trimestre de 2009, tras el descenso del 2,5% registrado en los primeros meses del año. La contracción de la inversión y de las exportaciones y la desacumulación de existencias contribuyeron a la caída de la actividad, mientras que la mejora del consumo, tanto privado como público, y la reducción de las importaciones compensaron parcialmente esos efectos. De esta forma, la demanda interna, excluidas las existencias, tuvo una aportación nula a la tasa de avance del PIB, mientras que la contribución positiva del saldo neto exterior se situó en 0,6 pp, debido a la mayor disminución de las importaciones que de las exportaciones. Por su parte, la variación de existencias detrajo 0,7 pp al crecimiento de la actividad. En términos interanuales, el PIB de la UEM decreció un 4,7% en el segundo trimestre de 2009. Las previsiones más recientes para el segundo semestre de 2009 publicadas por la CE y la OCDE han sido revisadas al alza y anticipan un crecimiento positivo del PIB, aunque cercano a cero.

El empleo registró una caída intertrimestral del 0,5% en el segundo trimestre de 2009, que ha situado su tasa interanual en el -1,8%. Dado que la contracción del PIB fue más aguda, el crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo volvió a registrar un fuerte retroceso, aunque menos intenso que en el período de enero a marzo. La remuneración por asalariado aminoró ligeramente su ritmo de crecimiento, mientras que los costes laborales unitarios aumentaron notablemente, hasta el 4,6%, muy por encima del deflactor del PIB, que continuó su senda de contención, estrechándose, por tanto, los márgenes empresariales.

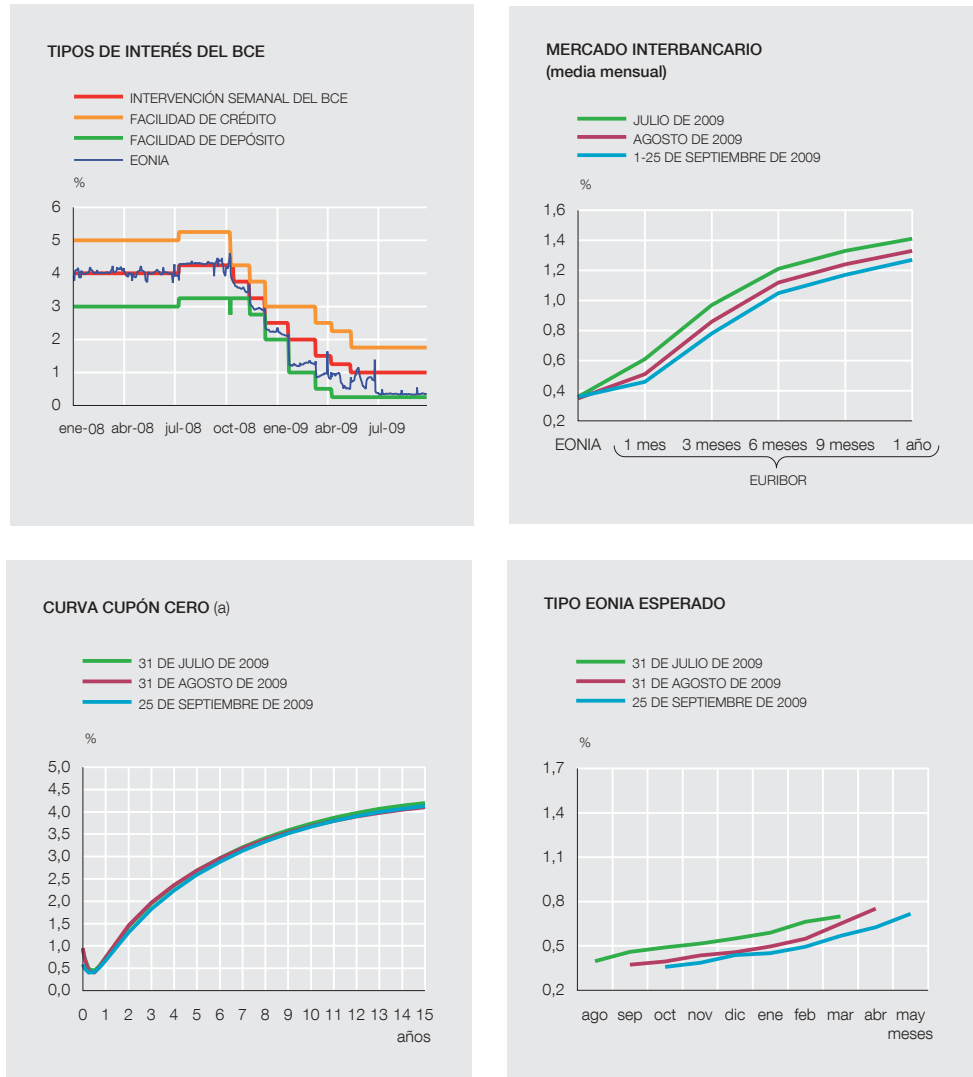


FUENTE: Eurostat.

La información disponible para el tercer trimestre del año, derivada tanto de indicadores cuantitativos como de opinión, apuntan a una cierta estabilización de la actividad. Así, por el lado de la oferta, la producción industrial cayó en julio un 0,3%, situando la tasa interanual en el -15,9% (véase cuadro 1), mientras que los nuevos pedidos industriales crecieron en julio, continuando la senda alcista iniciada el mes anterior. Por su parte, los indicadores de confianza, elaborados por la Comisión Europea, relativos a la industria y los servicios, al igual que las encuestas realizadas a los directores de compras, mostraron nuevos avances a lo largo del tercer trimestre. En concreto, el PMI compuesto de producción se situó por primera vez, desde mayo del año pasado, en niveles indicativos de expansión de la actividad. Por el lado de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores mejoró de nuevo en agosto, tras alcanzar mínimos en marzo, mientras que las ventas al por menor registraron en julio un ligero retroceso intermensual, tras el estancamiento del mes anterior. Por su parte, las matriculaciones prolongaron su senda de crecimiento en julio y agosto, aunque a un ritmo menor que en meses anteriores. En cuanto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos acentuó en agosto la mejora iniciada en el mes precedente, y alcanzó el mayor valor de los últimos siete meses, mientras que el grado de utilización de la capacidad productiva siguió disminuyendo. Finalmente, los datos de la balanza comercial reflejaron un aumento de las exportaciones en julio, y la valoración de la cartera de pedidos exteriores y las expectativas de exportación mejoraron notablemente en el trimestre actual.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en agosto en el -0,2%, aumentando en 5 décimas con respecto al mes anterior, debido en gran medida al menor ritmo de contracción del precio de la energía, motivado por el desvanecimiento del efecto de base (véase gráfico 5). Por ello, el IPSEBENE, la medida de inflación que excluye los componentes volátiles —energía y alimentos no elaborados—, se mantuvo sin cambios. Por su parte, los precios industriales continuaron en julio su senda de contracción, al reducirse un 8,5% en términos interanuales.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 3 de septiembre, decidió mantener los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 0,25%

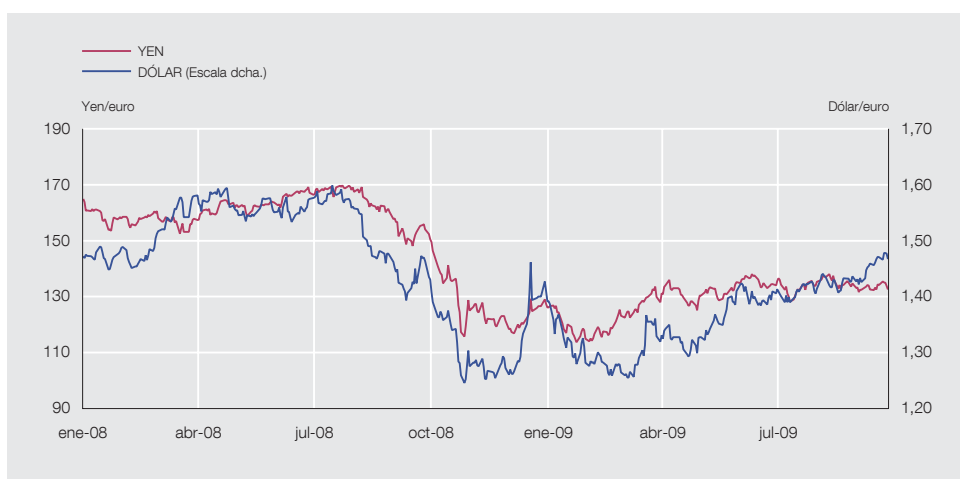


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

y el 1,75% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente, y acordó que el tipo de interés para las operaciones de financiación de largo plazo a doce meses, previstas para el 30 de septiembre, será el vigente en las operaciones principales de financiación (véase gráfico 6). El Consejo considera que el nivel actual de tipos es el adecuado en un contexto en el que se espera que la inflación vuelva a situarse en niveles ligeramente positivos en los próximos meses y se anticipa un período de recuperación moderada de la actividad. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo indican que estas continúan firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos presentaron una senda ligeramente descendente, similar en todos los plazos. Así, los tipos se situaban a finales de septiembre aproximadamente 10 pb por debajo del último dato de julio, de forma que los EURIBOR a un mes y a un año alcanzan niveles del 0,44% y 1,24%, respectivamente. Por su parte, los tipos de las operaciones equivalentes con garantías —*eurepos*— se redujeron en



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

mayor cuantía, por lo que el diferencial positivo entre las rentabilidades de ambos activos disminuyó ligeramente. En los mercados secundarios de deuda pública, la rentabilidad a diez años de los bonos de la UEM retrocedió durante el mes de agosto y ha repuntado en septiembre, mientras que los rendimientos de los activos análogos en Estados Unidos continuaron descendiendo, con lo que el diferencial negativo Estados Unidos frente a UEM ha aumentado hasta los 38 pb. Por otra parte, los préstamos bancarios al sector privado siguieron desacelerándose en agosto, registrando una tasa interanual del 0,1%. Esta ralentización refleja fundamentalmente un menor avance de los préstamos a las sociedades no financieras, que habitualmente evolucionan con retardo respecto al ciclo económico, mientras que las tasas de variación de los dirigidos a los hogares mantienen una mayor estabilidad desde los primeros meses del año.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones bursátiles iniciaron una senda ascendente a mediados de mes, de tal forma que el índice EUROSTOXX 50 ha acumulado en agosto y septiembre una ganancia del 7,3%. En los mercados cambiarios, tras la estabilidad registrada en agosto, el euro se ha apreciado frente al dólar en los primeros días de septiembre, cotizando a fecha de cierre del Boletín en los 1,47 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos de tipo de cambio efectivo nominal, se ha registrado también una apreciación del euro.

El agregado monetario M3 continuó desacelerándose en agosto, situándose su tasa de crecimiento en un 2,5% en términos interanuales, debido a una contracción de los activos menos líquidos bastante superior a la expansión del agregado M2.

Evolución financiera en España

En línea con lo que ocurrió en los principales mercados financieros internacionales, durante agosto y la parte transcurrida de septiembre en España continuó la pauta de recuperación de las cotizaciones bursátiles y de descenso de los diferenciales crediticios de las empresas. Esta evolución vino acompañada de un retroceso de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo, que fue algo superior al de la referencia alemana. Por su parte, los datos más recientes sobre los balances de los sectores no financieros, que corresponden a julio, muestran una continuidad de las mismas tendencias de los meses anteriores. Así, mientras que la financiación neta de las AAPP volvió a acelerarse, las tasas de crecimiento interanual de la deuda de los hogares y de las sociedades se redujeron nuevamente, al

TIPOS		2006	2007	2008	2009				
		DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	4,74	5,53	5,83	3,36	3,16	3,07
	Crédito para consumo y otros fines	7,32	8,34	8,79	7,85	7,58	7,67
	Depósitos	1,79	2,72	2,79	1,58	1,52	1,52
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	4,77	5,80	4,87	3,23	3,22	3,08
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,69	4,01	2,18	0,98	0,97	0,91	0,71	0,72
	Deuda pública a cinco años	3,78	4,12	3,46	2,96	3,15	2,87	2,84	2,77
	Deuda pública a diez años	3,82	4,35	3,86	4,05	4,24	4,01	3,78	3,82
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,03	0,09	0,80	0,64	0,68	0,63	0,44	0,51
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,26	0,64	2,90	1,25	1,19	0,99	0,91	0,93
	IBEX 35 (f)	31,79	7,32	-39,43	2,48	6,44	18,04	23,59	26,62

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 25 de septiembre 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.

tiempo que el dinamismo de los activos más líquidos de estos dos últimos agentes apenas experimentó cambios, aunque con un comportamiento diferenciado por instrumentos. La información provisional referida a agosto apunta a una prolongación de estas mismas tendencias.

Entre el 1 y el 25 de septiembre, 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 0,72% y el 3,82%, respectivamente, lo que supuso, en ambos casos, un descenso de 19 pb en relación con los correspondientes valores de julio (véase cuadro 2). En este período, el diferencial a diez años entre la rentabilidad de la deuda española y la alemana se redujo en 12 pb, hasta los 52 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras registraron una ligera bajada (de 6 pb), alcanzando los 93 pb.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones experimentaron nuevas revalorizaciones durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, que vinieron acompañadas de ligeros descensos en las volatilidades implícitas. De este modo, el 25 de septiembre, el IBEX 35 se situaba un 7,3% por encima del nivel de finales de julio, una ganancia similar a la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (7,4%) y algo más elevada que la del S&P 500 de las de Estados Unidos (5,8%). Con estos movimientos, el incremento acumulado en el año por el índice español alcanzó el 26,6%, cifra superior a los aumentos registrados durante el mismo período por la referencia del área del euro y por la estadounidense (15,5% y 15,6%, respectivamente).

En julio volvieron a reducirse los tipos de interés de los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda y de la financiación concedida a las sociedades no financieras (en 9 pb

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

CUADRO 3

	2009	2007	2008	2009		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
FINANCIACIÓN TOTAL	2.600,2	12,3	7,6	6,3	5,6	5,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.215,7	15,5	6,1	3,5	2,2	1,5
Hogares e ISFLSH	905,9	12,5	4,4	0,9	0,5	0,2
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	671,7	13,0	4,5	1,2	1,0	0,7
– Crédito para consumo y otros fines (c)	231,5	11,1	3,8	-0,1	-0,9	-1,3
Sociedades no financieras	1.309,8	17,7	7,4	5,4	3,4	2,4
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	936,1	19,5	6,8	3,5	1,2	-0,2
– Valores de renta fija (d)	49,9	18,4	12,1	18,0	12,9	26,2
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	384,6	-6,9	18,1	27,7	31,3	35,0
Valores a corto plazo	74,4	2,5	58,3	109,2	116,5	126,2
Valores a largo plazo	344,8	-3,1	8,2	19,5	22,9	21,0
Créditos – depósitos (f)	-34,7	-12,6	8,4	-12,9	-13,7	-1,8

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.

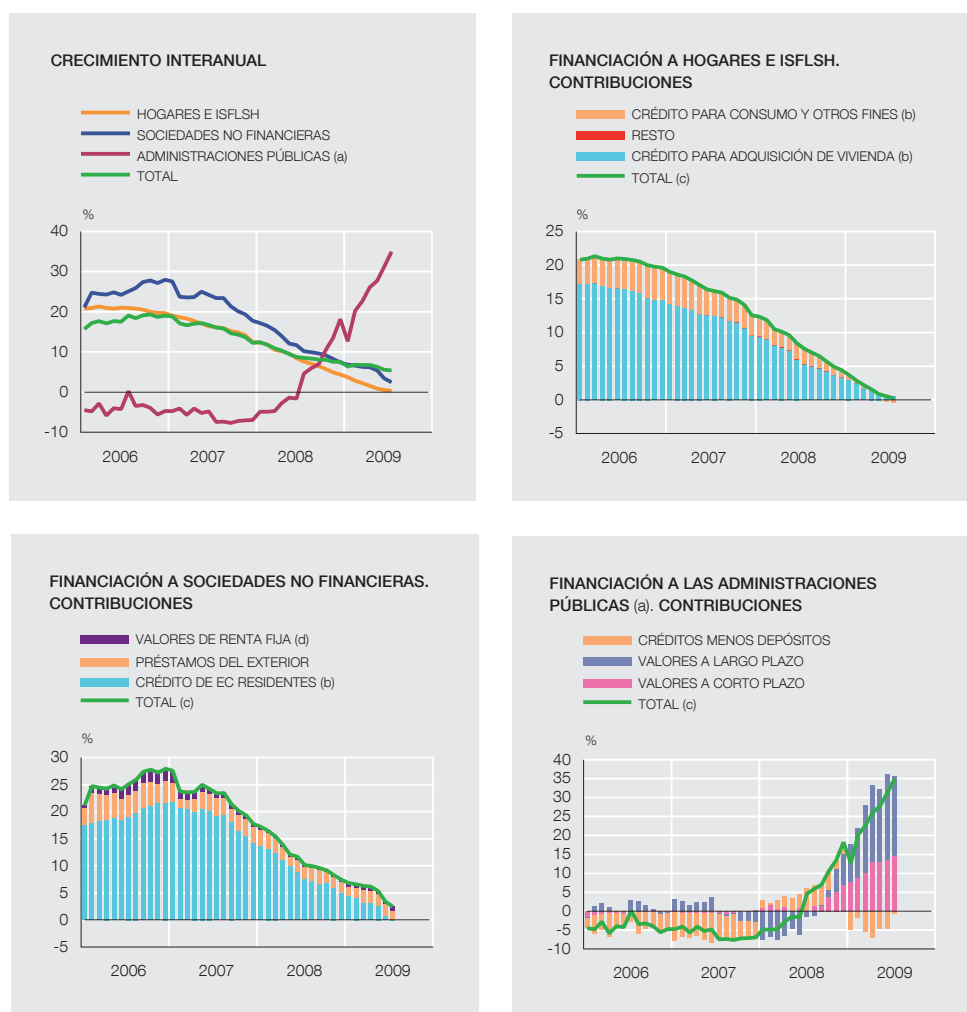
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

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

y en 14 pb, hasta situarse en el 3,07% y el 3,08%, respectivamente). En cambio, el coste de los fondos prestados a las familias para consumo y otros fines, que presenta mayor variabilidad, aumentó en 9 pb, hasta el 7,67%, al tiempo que la remuneración de los depósitos de este último sector permaneció sin cambios en el 1,52%.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros experimentó una ligera desaceleración durante el mes de julio (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue el resultado del nuevo descenso en las tasas de crecimiento interanual de los recursos captados por las empresas y las familias (que se situaron en el 2,4% y en el 0,2%, respectivamente), que fue parcialmente compensado por el mayor dinamismo de los pasivos netos de las AAPP.

La desagregación por finalidades evidencia que el retroceso en la tasa de crecimiento interanual de los pasivos de las familias en julio obedeció a un descenso en los ritmos de variación interanual tanto de los créditos para la adquisición de vivienda como de los destinados al consumo y otros fines, que se situaron en el 0,7% y en el -1,3%, respectivamente. Por su parte, el desglose por instrumentos de los fondos captados por las sociedades no financieras muestra una disminución del saldo de préstamos concedidos por las entidades residentes, que cayó un 0,2% en relación con el mismo período de 2008, que contrasta con el mayor dinamismo de las emisiones de valores de renta fija, aunque el peso relativo de esta fuente de financiación es considerablemente menor. La información provisional corres-



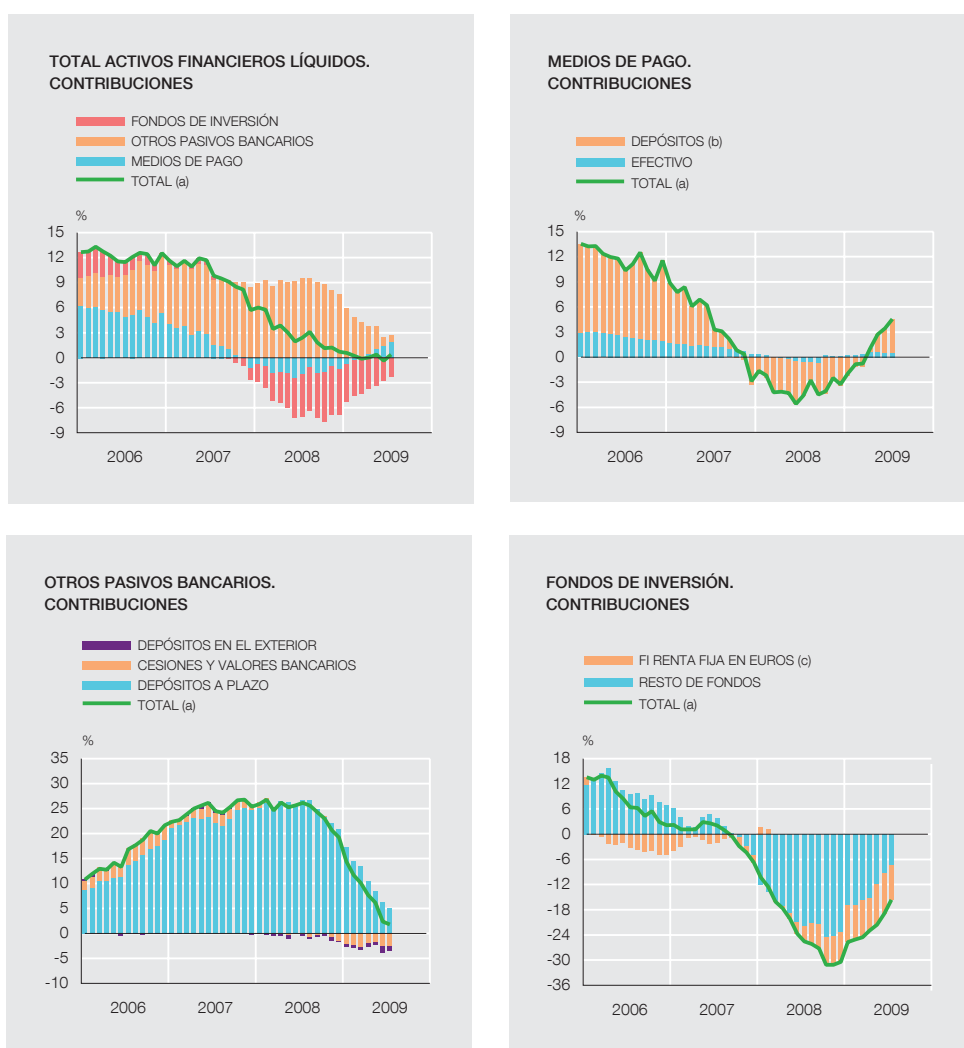
FUENTE: Banco de España.

- 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.

pondiente a agosto apunta a una nueva reducción en el avance interanual de la deuda del sector privado no financiero, que habría vuelto a ser más acusada en el caso de las empresas.

En julio, la financiación captada por las AAPP volvió a acelerarse, registrándose un incremento de la tasa de expansión interanual cercano a los 4 pp, hasta alcanzar el 35%. En términos netos acumulados de doce meses, aumentó la captación de fondos a través de emisiones de valores tanto a corto como a largo plazo (siendo el dinamismo mayor en el primer caso), mientras que se redujo el saldo neto entre créditos y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de los hogares y de las sociedades aumentaron en julio a una tasa interanual ligeramente superior a la de junio (véase gráfico 9). Por instrumentos, se mantuvieron las mismas pautas observadas desde finales de 2008. Así, se produjo una nueva desaceleración de los depósitos a plazo, que siguió viéndose compensada por el aumento de los ritmos de expansión de los medios de pago y de los fondos de inver-



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.

sión, aunque la contribución de estos últimos al crecimiento del agregado continuó siendo negativa. La información provisional referida a agosto no evidencia cambios significativos en estas tendencias.

25.9.2009.