

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### **Evolución del sector real de la economía española**

De acuerdo con los últimos datos publicados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), que ya fueron analizados en detalle en el *Boletín Económico* de noviembre, el PIB real de la economía española no varió en el tercer trimestre de 2010, tras el aumento del 0,3% en el período abril-junio. Este estancamiento del nivel del producto fue el resultado de una contribución positiva del saldo neto exterior de 1,4 puntos porcentuales (pp), compensada por una aportación negativa de la misma magnitud de la demanda nacional. En términos de la tasa interanual, el PIB real registró un avance del 0,2%, frente a la variación nula del segundo trimestre, prolongando así la tónica de suave aceleración que se viene observando desde la segunda mitad de 2009.

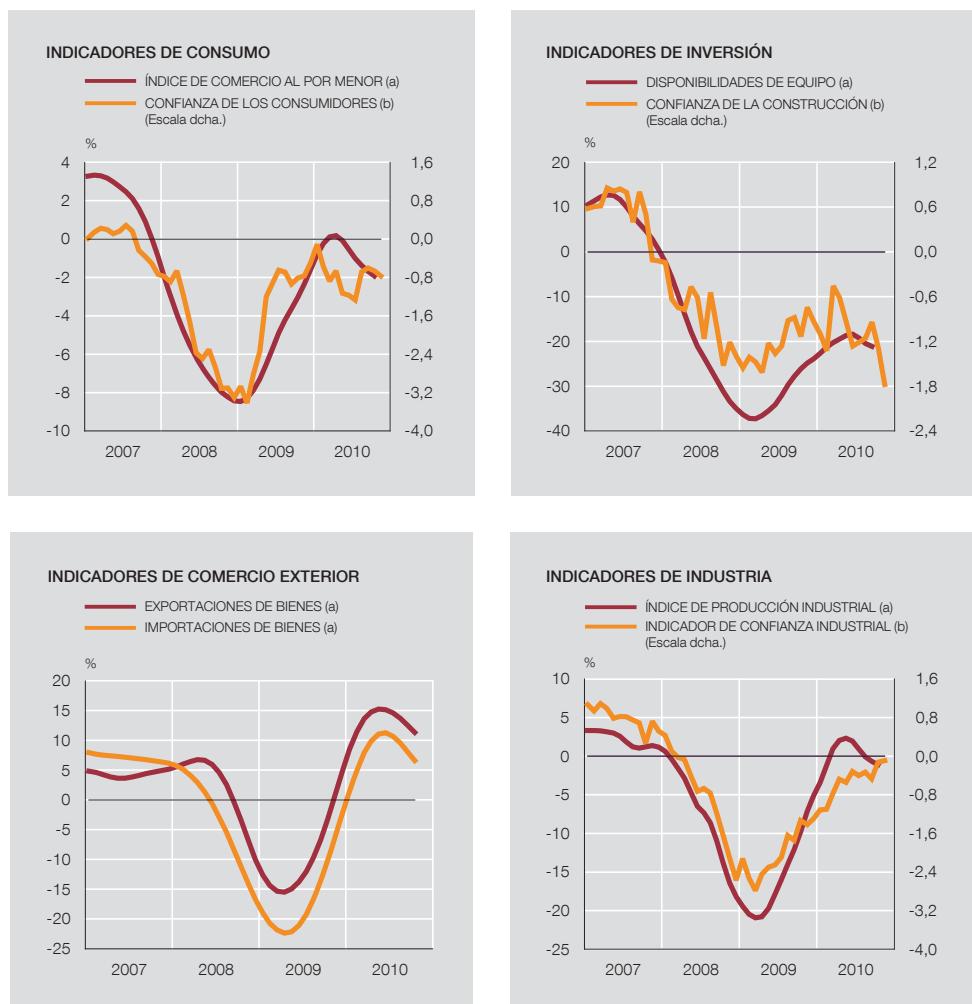
Los indicadores referidos al último trimestre, aunque todavía escasos, apuntan a que el gasto retomaría una senda de suave recuperación, tras las oscilaciones de los trimestres precedentes. En concreto, la información referida al consumo privado muestra una evolución algo menos desfavorable en el último tramo del año. El índice de ventas al por menor atenuó su retroceso interanual en octubre, con un descenso del 2,4% —cuatro décimas inferior al observado en el tercer trimestre—; y las matriculaciones de automóviles, cuya tasa interanual en noviembre ( $-25,5\%$ ) sigue estando afectada por la finalización del Plan 2000E para la adquisición de vehículos particulares, mantuvieron un crecimiento nulo en términos de la tasa intermensual, calculada a partir de la serie desestacionalizada, frente a los intensos retrocesos de los meses centrales del año. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores mejoró en el conjunto de octubre y noviembre con respecto al tercer trimestre, aunque el indicador análogo referido a los comerciantes minoristas se situó, en ese período, por debajo del nivel de los meses de verano (véase gráfico 1).

Los indicadores más recientes relativos a la inversión en bienes de equipo aportan señales mixtas para el cuarto trimestre del año. Por un lado, tanto la cartera de pedidos como el indicador de clima industrial en las ramas productoras de bienes de equipo experimentaron un retroceso en la media de octubre y noviembre con respecto al tercer trimestre del año. Además, el nivel de utilización de la capacidad productiva experimentó una pequeña reducción al inicio del cuarto trimestre del año, hasta el 72,4%, tras cuatro trimestres seguidos de aumentos. Por el contrario, los indicadores de las carteras de pedidos totales y de pedidos exteriores del conjunto de ramas de la industria repuntaron en los dos primeros meses del trimestre y las matriculaciones de vehículos de carga retornaron a tasas interanuales positivas, después de varios meses consecutivos de retrocesos.

La evolución reciente de los indicadores referidos a la inversión en construcción ha sido predominantemente desfavorable. En concreto, el indicador de confianza de los empresarios del sector ha alcanzado en noviembre su nivel más bajo del actual ciclo recesivo. Entre los indicadores contemporáneos referidos a los consumos intermedios, el consumo aparente de cemento intensificó en noviembre su caída interanual hasta el  $-23,9\%$ , mientras que el IPI de minerales no metálicos lo hizo en octubre hasta el  $-6,7\%$ . Por el contrario, los indicadores referidos al mercado de trabajo tuvieron una evolución algo menos desfavorable. Así, las afiliaciones medias a la Seguridad Social moderaron su tasa de descenso interanual en medio punto porcentual en noviembre ( $-11,3\%$ ), y el paro, que en octubre todavía había registrado un crecimiento positivo, retrocedió en noviembre un 0,4% —la lectura más favorable desde abril de 2007—. Por último, los indicadores adelantados acentuaron su comportamiento contractivo en el mes de octubre. En concreto, la superficie visada en proyectos de obra nueva de edifica-

## INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD

GRÁFICO 1



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).

ción residencial retrocedió un 27% interanual en ese mes (frente al -11% del tercer trimestre), mientras que la correspondiente a edificación no residencial disminuyó un 20% (lo que contrasta con el avance cercano al 5% del tercer trimestre). Por el contrario, el volumen de licitación oficial del conjunto de AAPP moderó su ritmo de descenso hasta el -15% (-40% en el tercer trimestre).

De acuerdo con los datos más recientes de Aduanas, los flujos de comercio exterior se aceleraron en octubre en términos interanuales. En el caso de las exportaciones, el crecimiento ascendió al 11%, tasa que supera aproximadamente en 2,5 pp a la del mes anterior, pero que resulta muy similar a la media del tercer trimestre. Por grupos de productos, las rúbricas más dinámicas en octubre fueron las de bienes intermedios y de equipo, con tasas superiores al 20%, mientras que, por el contrario, los bienes de consumo continuaron experimentando tasas negativas como consecuencia de la debilidad del componente no alimenticio. Por áreas geográficas, los crecimientos de las exportaciones comunitarias y de las dirigidas al resto del mundo fueron muy similares entre sí. En la vertiente importadora, la tasa de crecimiento fue del 2,8% (-1,6% en septiembre). Esta recuperación de las compras al exterior descansó, como en el caso de las exportaciones, sobre los componentes de bienes de equipo e intermedios, mientras que las adquisiciones al resto del mundo de bienes de consumo retrocedieron un

20,4% como consecuencia del comportamiento de los bienes duraderos. Por áreas geográficas, el comportamiento interanual más expansivo de las importaciones en el mes de octubre se debió sobre todo al componente extracomunitario (que se aceleró en 5,6 pp, hasta el 9%), en tanto que las compras a la UE repuntaron en menor medida (en 3,5 pp, hasta el -1,3%). El déficit comercial se redujo un 5,3% en octubre, en términos nominales, gracias a la disminución (cercana al 50%) de su componente no energético, mientras que el energético aumentó casi un 25% como consecuencia del alza del precio del petróleo importado.

Los indicadores del turismo receptor han seguido mostrando un tono favorable al comienzo del cuarto trimestre. Según la Encuesta de Ocupación Hotelera, las pernoctaciones hoteleras de extranjeros crecieron un 13,5% interanual en el período octubre-noviembre, tasa similar a la del tercer trimestre. En esos dos meses, las entradas de turistas se incrementaron, de acuerdo con FRONTUR, un 3,6% interanual, tasa algo inferior al 4,2% del trimestre anterior. Finalmente, la información sobre el gasto nominal de los turistas, procedente de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), mostró en octubre un aumento de la tasa interanual del 5,3% (1 pp por encima de la media del tercer trimestre).

De acuerdo con los últimos datos publicados de la Balanza de Pagos, el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente y de capital hasta septiembre fue de 33 mm de euros, cifra que supone una reducción del 20% respecto a la necesidad de financiación observada el mismo mes de 2009. La disminución del déficit de rentas y, en menor medida, la ampliación de los superávits de las balanzas de servicios y de la cuenta de capital compensaron el aumento del saldo negativo de la balanza de transferencias y, fundamentalmente, de la comercial.

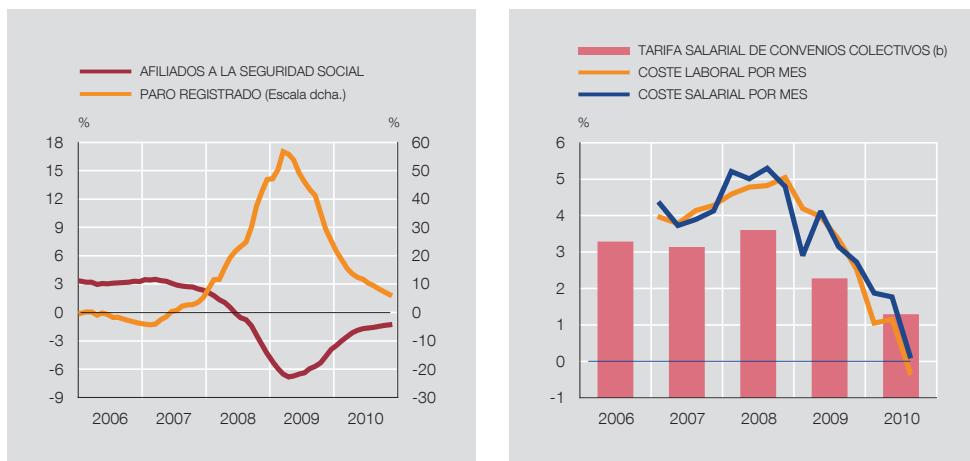
Por el lado de la oferta, el índice de confianza del sector manufacturero de la Comisión Europea mejoró en octubre y noviembre con respecto al tercer trimestre. Por su parte, el índice PMI retrocedió en noviembre 1,2 puntos, hasta situarse justamente en el nivel de 50, si bien en la media de octubre y noviembre se halla situado en un nivel similar al del tercer trimestre. Por lo que se refiere a los indicadores cuantitativos, el ritmo de caída interanual del índice de producción industrial se intensificó en octubre hasta el 1,1% en términos corregidos de calendario, frente al -0,3% registrado en el tercer trimestre. No obstante, en tasa intermensual, la contracción del indicador (del 0,4%) fue significativamente inferior a la registrada el mes previo (-1,7%). La evolución observada en términos interanuales fue resultado de un comportamiento más desfavorable de los bienes de equipo e intermedios no energéticos, mientras que el componente energético acrecentó su tasa de avance. Asimismo, el índice de entradas de pedidos —en términos reales y corregidos de efectos calendario— prolongó en octubre la suave ralentización mostrada en meses anteriores, hasta crecer un 1,6%, mientras que, por el contrario, el índice de cifra de negocios se aceleró ligeramente hasta una tasa del 1%. Finalmente, en noviembre la afiliación a la Seguridad Social recortó en una décima su ritmo de descenso interanual hasta el 3,2%.

En el caso de los servicios, la evolución reciente es algo más desfavorable. La confianza de los servicios mostró en la media de octubre y noviembre un nivel ligeramente inferior al del tercer trimestre. Por otro lado, el valor medio del PMI en esos dos meses es, a pesar de la mejora en el último de ellos, claramente inferior al valor del tercer trimestre, alejándose del nivel 50 de referencia. Por el contrario, el IASS moderó en medio punto porcentual su caída interanual en octubre, hasta una tasa del -2%. Por último, el incremento interanual del número de afiliados a la Seguridad Social permaneció en noviembre en el 0,4% mostrado el mes anterior.

Por lo que respecta al empleo en el conjunto de la economía, la moderación en el ritmo interanual de destrucción de puestos de trabajo ha continuado en el tramo final del año (véase

## EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2



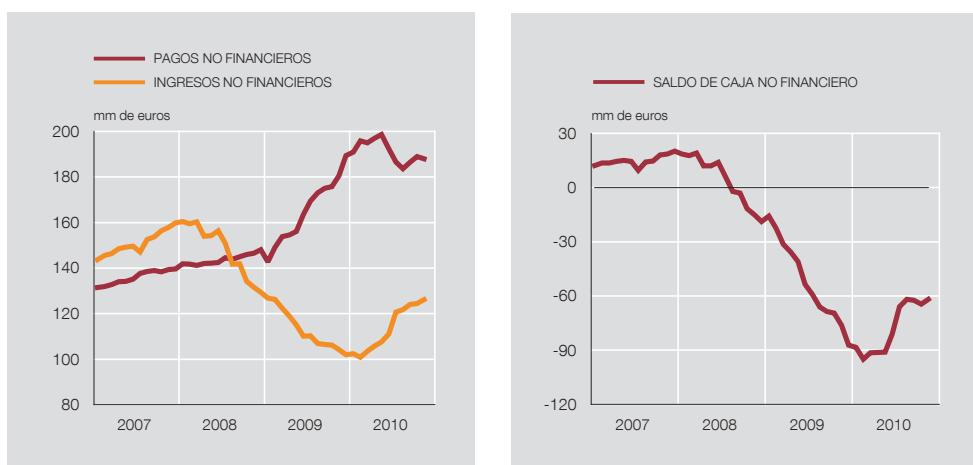
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta noviembre de 2010.

## 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 2010.

gráfico 2). En particular, en noviembre el número de afiliados a la Seguridad Social retrocedió a una tasa del 1,3% interanual (una y tres décimas menos, respectivamente, que en octubre y que en la media del tercer trimestre). Además, la tasa de crecimiento del número de parados registrados en las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo continuó la senda de desaceleración iniciada en la primavera de 2009, hasta el 6,2% (7,3% en octubre).

En términos de Contabilidad Nacional, el Estado registró un déficit de 38 mm (3,7% del PIB) hasta noviembre, un 47% inferior al de igual período del año anterior, cuando se elevó a más de 71 mm de euros (6,8% del PIB). En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado revela igualmente una fuerte disminución del déficit hasta 43 mm, frente a los 68,5 mm del mismo período del ejercicio anterior (véase gráfico 3). Los ingresos mantuvieron el intenso ritmo de crecimiento registrado a lo largo del año (sobre todo, por la evolución del IVA), con una tasa acumulada del 25,4%, que es más de 6 pp superior a la previsión oficial de aumento para el conjunto del ejercicio contenida en el avance de liquidación. Por su parte, los gastos acen-

tuaron ligeramente su retroceso interanual, hasta el -0,8% (frente a la previsión oficial para el cierre de 2010, que cifra la caída en una tasa del -3%). Los efectos de la reducción de los salarios públicos en el mes de junio y una mayor contención esperada en las transferencias corrientes deberían contribuir a intensificar, en el último mes del año, la disminución acumulada de los gastos.

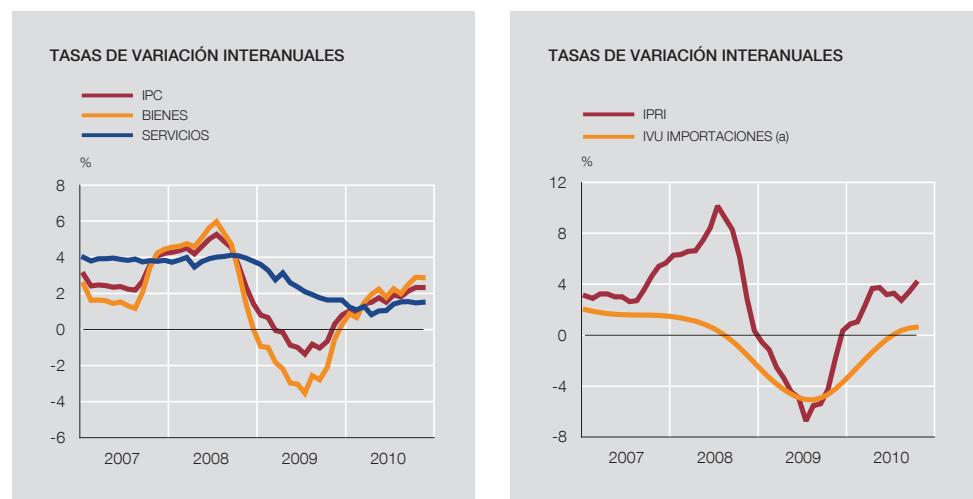
#### **Precios y costes**

De acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes descendió un 0,3% interanual en el tercer trimestre del año, lo que supone una desaceleración sustancial tras el 1,2% del segundo trimestre (véase gráfico 2). Por lo que respecta al componente salarial de los costes laborales totales, la tasa interanual fue del 0,1%, moderándose intensamente en relación con el 1,8% del segundo trimestre. Esta evolución respondió, en parte, al impacto sobre los salarios del conjunto del sector servicios del recorte de las retribuciones de los empleados públicos, si bien los costes laborales en la construcción también retrocedieron. Por su parte, el ritmo de caída de los costes no salariales se intensificó en 0,9 pp, hasta el -1,5%. Según la información más reciente, el incremento medio de tarifas salariales en los convenios alcanzados en el contexto de la negociación colectiva hasta el 30 de noviembre asciende al 1,3%, tasa que se sitúa 1,1 pp por debajo de la acordada en 2009. Con todo, la negociación colectiva continúa retrasada en comparación con el ejercicio previo, pues la cifra de trabajadores afectados por convenios cerrados hasta el 30 de noviembre es de unos siete millones, cifra inferior en 1,5 millones a la correspondiente al mismo período de 2009. Del total de trabajadores con convenio firmado en 2010, la gran mayoría (unos 6 millones) están afectados por convenios revisados, siendo el aumento medio pactado en este caso del 1,3%, frente al 1,1% de los convenios de nueva firma, por encima del límite superior recogido en las directrices del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado en febrero. Por ramas de actividad, el incremento medio acordado es más elevado en la construcción (1,5%) que en los servicios (1,3%) y que en la industria (1,1%).

En noviembre, la tasa interanual del IPC permaneció en el 2,3% (véase gráfico 4). En términos intermensuales, los precios aumentaron un 0,5%, ritmo de avance algo superior al registrado por término medio en el mismo mes de años anteriores. Por componentes, los alimentos elaborados y no elaborados y los bienes industriales no energéticos experimentaron una aceleración de sus tasas de crecimiento interanual de entre una y dos décimas, hasta el 1,3%, el 2,2% y el 0,8%, respectivamente. Por el contrario, el aumento de los precios de la energía se ralentizó casi en 1 pp, aunque continuó siendo elevado (11,7%). Finalmente, el ritmo de avance de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 1,5%. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, las tasas interanuales del IPSEBENE —índice que excluye los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados— y del IPC sin energía continuaron la senda ascendente iniciada en la primavera, aumentando en una décima, hasta el 1,2% y el 1,3%, respectivamente. Por el contrario, el ritmo de avance del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) disminuyó en 0,1 pp, hasta el 2,2%, mientras que en la UEM permaneció en el 1,9%, por lo que el diferencial de inflación con esa área se redujo en una décima, hasta los 0,3 pp.

La tasa de crecimiento interanual del IPRI repuntó en noviembre en tres décimas, hasta el 4,4%, lo que supone el tercer aumento consecutivo. Por componentes, la aceleración fue generalizada, revistiendo mayor intensidad en el caso de los bienes intermedios, cuyo ritmo de avance se incrementó en 0,7 pp, hasta el 5,1%. Las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de consumo, de equipo y energéticos aumentaron entre una y tres décimas, hasta el 0,9%, el 0,6% y el 10,6%, respectivamente.

Los precios de exportación, aproximados mediante los índices de valor unitario (IVU), moderaron en octubre en seis décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 5%.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

En el caso de los precios industriales de exportación elaborados por el INE, la desaceleración fue solo de 0,1 pp, hasta el 5,4%. En la vertiente importadora, la evolución de los IVU y de los precios industriales mostró un grado de divergencia mayor. Así, mientras que la tasa interanual de crecimiento de los IVU repuntó en 2,4 pp, hasta el 9%, la correspondiente a los precios industriales de importación se ralentizó en siete décimas, hasta el 8,5%.

#### **Evolución económica y financiera en la UEM**

Durante el último mes, los mercados financieros internacionales han mostrado una evolución más positiva, a pesar de que persiste la preocupación en torno a la sostenibilidad de la situación fiscal en algunas economías de la zona del euro, como resultado de la mejora en las perspectivas económicas de algunos países (en particular, Estados Unidos). Los mercados bursátiles han mostrado una dinámica alcista, en un contexto de menor aversión al riesgo, que se ha reflejado en una caída de la volatilidad, y los diferenciales de crédito se han reducido. Cabe destacar, también, que las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, y en especial las de la norteamericana, han aumentado significativamente durante las últimas semanas y se sitúan en niveles superiores a los que se observaban antes del anuncio del nuevo paquete de estímulo monetario de la Reserva Federal. Esta tendencia, que también se ha observado en otras economías, aunque con menor intensidad, puede reflejar tanto el cambio de orientación de la política fiscal tras las elecciones estadounidenses como la reducción de la probabilidad percibida de una nueva recesión en el corto plazo. En todo caso, estos cambios no parecen reflejar una elevación sustancial de las expectativas de inflación en Estados Unidos. Esta evolución al alza de los rendimientos de la renta fija ha venido acompañada de una cierta estabilidad en los mercados cambiarios, si bien el dólar volvió a apreciarse respecto al euro. Los mercados financieros de las economías emergentes se han movido en línea con los de las avanzadas y las entradas de flujos de capital han mantenido su fortaleza. Finalmente, los precios de las materias primas han crecido de forma sostenida a lo largo del mes. En particular, el precio del petróleo tipo Brent ha superado los 94 dólares por barril, marcando el máximo de los dos últimos años, como resultado, en buena medida, del aumento de la demanda estacional y de la correspondiente a las economías emergentes. En la misma línea, los precios de los metales han registrado marcados ascensos (9,9% en el mes), alcanzando el índice agregado el máximo previo a la crisis de septiembre de 2008.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre arrojó un crecimiento trimestral anualizado del 2,6% (3,2% interanual), frente al 1,7% del trimestre previo (3% interanual). Este mayor crecimiento refleja unas contribuciones más elevadas del consumo privado, la inversión en equipo y la acumulación de existencias. Los indicadores referidos al cuarto trimestre son, en conjunto, algo más favorables que en meses anteriores, aunque siguen sin disiparse las dudas sobre la fortaleza de la recuperación. Por el lado de la oferta, la producción industrial ha repuntado en noviembre, al tiempo que la confianza empresarial, medida por los índices ISM, se mantiene en niveles bajos. El mercado laboral, sin embargo, retomó la senda de atonía en noviembre, con la creación neta de 39.000 empleos, y la tasa de paro aumentó en dos décimas, hasta el 9,8% de la población activa. Por el lado de la demanda, las mejoras en la confianza del consumidor no han permitido recuperar el nivel de junio y los aumentos de las ventas al por menor de octubre y noviembre sugieren un avance moderado del consumo. El mercado de la vivienda, por su parte, continúa en los niveles mínimos alcanzados tras la expiración de las ayudas fiscales en abril. La inflación retrocedió una décima en noviembre, hasta el 1,1%, mientras que la tasa subyacente aumentó dos décimas, hasta el 0,8%. En este contexto de elevada incertidumbre, la Reserva Federal decidió mantener el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,25% en su reunión de diciembre, reiterando que lo mantendrá en niveles reducidos por un tiempo prolongado, y confirmó su compromiso de comprar bonos del Tesoro por una cuantía de 600 mm de dólares, que se realizará escalonadamente hasta junio de 2011, con el objetivo de rebajar los tipos de interés de medio plazo. Finalmente, se aprobó un nuevo paquete fiscal que, entre otras medidas, extiende algunos de los recortes fiscales para hogares y —en menor medida— empresas, cuya expiración estaba prevista a finales de 2010.

En Japón, el PIB del tercer trimestre se revisó al alza, desde el 0,9% al 1,1% trimestral, debido al mayor crecimiento estimado para la inversión privada en maquinaria —del 0,8% al 1,3%— y a la mayor contribución de las existencias. Sin embargo, el tono de la mayoría de los datos más recientes ha sido negativo, con caídas de la producción industrial y del consumo, y un deterioro del índice *Tankan* de confianza empresarial, como consecuencia de la desaceleración de la demanda exterior, la retirada de las ayudas públicas a la compra de automóviles y el impacto negativo de la fortaleza del yen sobre los beneficios empresariales. Por otra parte, en octubre se frenó ligeramente la recuperación observada en el mercado laboral en meses anteriores, con un leve incremento de la tasa de paro, hasta el 5,1%. En el ámbito externo, el superávit por cuenta corriente se redujo en ese mes como resultado del repunte de las importaciones y la reducción del superávit de la balanza de rentas. La inflación repuntó en octubre y se situó en terreno positivo (0,2% interanual), por primera vez desde finales de 2008, impulsada por el alza de los precios de los alimentos y la subida del impuesto sobre el tabaco, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en terreno deflacionario. En este contexto, el Banco de Japón decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,1% en diciembre.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue del 2,7% interanual (0,7% trimestral), frente al 1,6% previo (1,1% trimestral), y los indicadores recientes ofrecen señales mixtas, aunque en conjunto parecen apuntar a un ritmo sostenido de recuperación. La producción manufacturera conservó en octubre el dinamismo de meses anteriores y las encuestas empresariales (PMI) afianzaron su tendencia positiva en noviembre, gracias, fundamentalmente, al empuje de la demanda externa. La actividad en el sector servicios se ralentizó y, aunque las encuestas señalan una recuperación en el sector de la distribución, los datos oficiales de ventas minoristas denotan cierta debilidad, en línea con el reducido nivel de confianza de los consumidores y la caída del salario real. En octubre, la tasa de paro aumentó dos décimas, hasta el 7,9%, y la pérdida de empleo público más que compensó el aumento registrado en el sector privado, que, en todo caso, sigue concentrándose en la contratación a tiempo parcial. Por su parte, el mercado inmobiliario se ha debilitado, mientras que el precio de la vivienda ha

iniciado una senda de leve descenso. La inflación aumentó una décima en noviembre, hasta el 3,3%, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 2,7%. En este contexto, el Banco de Inglaterra conserva el tono acomodaticio de su política y, en su reunión de noviembre, mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5%.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB en el tercer trimestre creció, en promedio, un 2,2% interanual, por encima del 1,9% del segundo trimestre, registrándose un aumento generalizado de las tasas interanuales, con la excepción de Rumanía. El empuje de la economía alemana ha favorecido una mayor actividad en la región, impulsando las exportaciones y la producción industrial, mientras que la demanda interna muestra signos de recuperación. En noviembre, la tasa de inflación agregada se mantuvo en el 3,6% interanual, aunque con divergencias entre países. En este contexto, Hungría inició el ciclo de subidas de tipos oficiales inesperadamente, con subidas en noviembre y diciembre, hasta el 5,75%, mientras que en el resto de Estados se mantuvieron inalterados. Finalmente, cabe señalar que el 1 de enero de 2011 Estonia adoptará el euro y se integrará en la UEM.

En China, los indicadores de noviembre mostraron que el ritmo de expansión sigue acelerándose, basado en la continua mejora de la demanda interna y el repunte de la externa. Al tiempo, las presiones inflacionistas continúan siendo el principal riesgo a corto plazo, después de que los precios de consumo hayan acelerado su crecimiento hasta el 5,1%. En este contexto, las autoridades manifestaron su intención de cambiar el tono de la política monetaria, pasando de «relativamente laxa» a «prudente», y elevaron de nuevo el coeficiente de reservas bancarias en 50 puntos básicos (pb) —sexto aumento en lo que va de año y tercero en poco más de un mes— y el tipo de interés oficial en 25 pb. En India, el PIB real creció un 8,9% interanual en el tercer trimestre, sustentado por la demanda interna, con un déficit por cuenta corriente creciente y una elevada inflación. En el resto de Asia, el ritmo de expansión parece estabilizarse en tasas aún elevadas. La tasa de inflación repuntó ligeramente en la mayoría de los países, pero no se produjeron variaciones en los tipos de interés oficiales, ante los temores de mayores entradas de capitales a corto plazo, con la excepción de Tailandia, donde aumentaron hasta el 2%.

En América Latina se conocieron nuevos datos de contabilidad nacional correspondientes al tercer trimestre. El PIB de Brasil se expandió un 6,7% en tasa interanual, lo que supuso una notable moderación respecto a trimestres precedentes, que además fueron revisados al alza; en Argentina el crecimiento fue del 8,6% interanual y en Colombia la tasa bajó al 3,6% interanual, desde el 4,4% anterior. Con ello, el PIB creció en la región un 6% interanual, 1,9 puntos menos que en el segundo trimestre, pero a tasas superiores aún a las de 2006 y 2007. Los indicadores de actividad más recientes apuntan a un mantenimiento o ligera desaceleración del ritmo de actividad en la región en el cuarto trimestre, con las excepciones de Brasil, donde la desaceleración sería algo más acusada, y Venezuela, que saldría de la recesión a finales de año. En el tercer trimestre se registró una nueva ampliación de los déficits por cuenta corriente en la mayoría de los países, junto con renovadas entradas de capitales, en forma tanto de cartera como de inversión directa. La inflación aumentó dos décimas en noviembre, hasta el 6,7% en promedio, repuntando en todos los países, con la excepción de Argentina y Venezuela. Además, en Brasil se ha producido un aumento de las expectativas de inflación, que propició el aumento del coeficiente de reservas por parte del banco central, así como la elevación de los requerimientos de capital para determinadas operaciones de crédito a personas físicas; ambas medidas pretenden un crecimiento excesivo del crédito. Asimismo, el banco central de Chile aumentó una vez más el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta situarlo en el 3,25%. Argentina confirmó el inicio de las conversaciones con el Club de París para saldar la deuda en impago.

Por otro lado, el Gobierno mexicano solicitó la renovación y la ampliación de la línea de crédito flexible con el FMI (por importe de 73 mm a dos años).

En la zona del euro, según la primera estimación de Contabilidad Nacional, el PIB aumentó un 0,4% en términos intertrimestrales en el tercer trimestre de 2010, tras el 1% registrado en el período de abril a junio de 2010. El crecimiento del producto respondió, principalmente, al incremento del consumo privado y del consumo público, mientras que la formación bruta de capital fijo permaneció estancada. La variación de existencias registró una aportación nula a la tasa de crecimiento del PIB, después de haber contribuido de manera notable al avance registrado en el primer semestre del año. Por su parte, el saldo neto exterior contribuyó una décima, al igual que el trimestre anterior, ya que el menor crecimiento de las exportaciones se vio acompañado por una desaceleración de las importaciones. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 1,9%, una décima inferior a la observada en el trimestre precedente. Por países, cabe señalar la contracción del ritmo de avance de las mayores economías, especialmente Alemania, donde la desaparición de algunos factores internos de carácter temporal redujo el crecimiento del PIB hasta el 0,7% en el tercer trimestre, frente al 2,3% del segundo trimestre.

A pesar del avance de la actividad, el empleo continuó sin dar muestras de mejora en el tercer trimestre, manteniendo la pauta cíclica habitual que hace que esta variable reaccione con cierto retraso respecto al crecimiento. En particular, el número de empleados permaneció estancado en relación con el trimestre anterior, de forma que, en términos interanuales, la caída fue del 0,2%. Al mismo tiempo, la tasa de paro aumentó una décima, hasta el 10,1%, en octubre. La productividad aparente del trabajo mantuvo ritmos de avance superiores al 2%, lo que permitió un nuevo descenso de los costes laborales unitarios, a pesar de que la remuneración por asalariado siguió creciendo a tasas superiores al 1,5%. Por su parte, los márgenes empresariales se ampliaron nuevamente en el tercer trimestre.

La última información disponible apunta hacia la continuidad de la recuperación de la actividad, aunque el ritmo de avance sería moderado y seguiría estando liderado por la actividad industrial y las exportaciones. Por el lado de la oferta, los indicadores relativos a la industria presentan en general un tono positivo: la producción industrial aumentó un 0,7% en octubre y los indicadores de opinión relativos a los últimos meses del año mejoraron respecto a los meses precedentes. En el caso de los servicios, los indicadores de confianza de la Comisión Europea se incrementaron en noviembre, mientras que las encuestas a los directores de compras registraron un ligero retroceso en diciembre, según la estimación preliminar. En la vertiente de la demanda, las ventas al por menor mostraron tan solo un tímido avance en octubre, mientras que las matriculaciones aumentaron en noviembre algo más del 9%, compensando la caída del mes anterior. Por otro lado, el indicador de confianza de los consumidores retrocedió en diciembre tras la mejora de octubre, según la estimación preliminar (véase cuadro 1). Finalmente, las ventas al exterior, según información procedente de la balanza comercial, se mantuvieron estables en octubre, en tanto que la valoración de la cartera de pedidos exteriores en noviembre y las expectativas de exportación en el cuarto trimestre de 2010 fueron más favorables.

En noviembre, la inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, permaneció estable en el 1,9%, ya que la desaceleración de los precios de la energía compensó el aumento registrado en los alimentos no elaborados y, en menor medida, en los bienes industriales no energéticos y en los alimentos elaborados. Los precios de los servicios mantuvieron sus ritmos de avance (véase gráfico 5). La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, también permaneció constante en el 1,1%.

		2010					
		JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	7,3	8,4	5,4	6,9		
	Comercio al por menor	1,4	1,5	1,5	1,8		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-24,3	-10,5	-12,0	-22,2	-8,5	
	Indicador de confianza de los consumidores	-14,0	-11,0	-11,0	-11,0	-9,0	-11,0
	Indicador de confianza industrial CE	-4,0	-3,0	-2,0	0,0	1,0	
	PMI de manufacturas	56,7	55,1	53,7	54,6	55,3	56,8
	PMI de servicios	55,8	55,9	54,1	53,3	55,4	53,7
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	IAPC	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	
	M3	0,2	1,2	1,1	1,0		
	M1	8,2	7,8	6,2	4,9		
	Crédito a los sectores residentes	1,8	2,2	2,1	3,0		
	AAPP	8,0	7,6	7,3	12,0		
	Otros sectores residentes	0,5	1,0	0,9	1,0		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	2,8	2,9	2,8	2,9		
	— Préstamos a sociedades no financieras	-1,5	-1,2	-0,6	-0,6		
	EONIA	0,48	0,43	0,45	0,70	0,59	0,49
	EURIBOR a tres meses	0,85	0,90	0,88	1,00	1,04	1,02
	EURIBOR a un año	1,37	1,42	1,42	1,50	1,54	1,53
	Rendimiento bonos a diez años	3,62	3,44	3,50	3,34	3,73	4,05
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,61	-0,73	-0,84	-0,81	-0,97	-0,79
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales	Tipo de cambio dólar/euro	1,277	1,289	1,307	1,390	1,366	1,322
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-7,6	-11,6	-7,4	-4,1	-10,6	-4,7

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

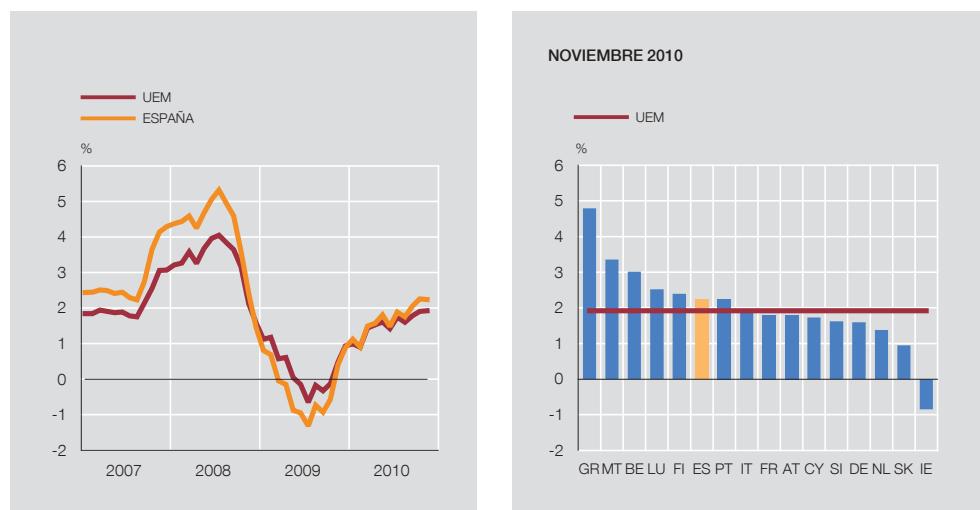
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 27 de diciembre de 2010.

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

### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 2 de diciembre, decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación, y en el 0,25% y el 1,75% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. El Consejo consideró que los tipos de interés oficiales se encuentran en niveles adecuados, ya que se espera un crecimiento contenido de los precios en el horizonte relevante de la política monetaria, en un contexto de recuperación moderada de la actividad económica. Asimismo, notificó que seguirá otorgando liquidez en las subastas con adjudicación plena y a tipo fijo hasta al menos el primer trimestre de 2011, aunque en el caso de los préstamos a tres meses el tipo de interés seguirá ajustándose en función de las operaciones principales vigente a lo largo del período. Por otra parte, el presidente anunció que continuará la adquisición de deuda en el marco del Programa para el Mercado de Valores. El 16 de diciembre, el BCE decidió ampliar su capital social desde 5,76 mm hasta 10,76 mm de euros, debido a la creciente volatilidad de los mercados cambiarios, financieros y de materias primas, y con el objetivo de disponer de una base de capital adecuada para operar en unos mercados financieros que han aumentado notablemente de tamaño desde la constitución del BCE.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron estables en diciembre, en niveles en torno al 1,02% y el 1,53% para el EURIBOR a tres y a doce meses, respectivamente (véase gráfico 6). Los tipos de operaciones con garantías —eurepos— se redujeron en torno a 5 pb en los plazos más cortos, por lo que el diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos y los eurepos equivalentes aumentó en la misma cuantía.

La tensión de los mercados de deuda pública continuó siendo elevada. Los diferenciales respecto al bono alemán registraron un retroceso en los primeros días de diciembre, tras la aprobación del plan de rescate a Irlanda, aunque posteriormente han seguido ampliándose. Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública a diez años del *Bund* alemán aumentó 37 pb, mientras que la del bono equivalente en Estados Unidos creció 67 pb en diciembre, situándose en el 3% y el 3,5%, respectivamente, en la fecha de cierre de este Boletín.

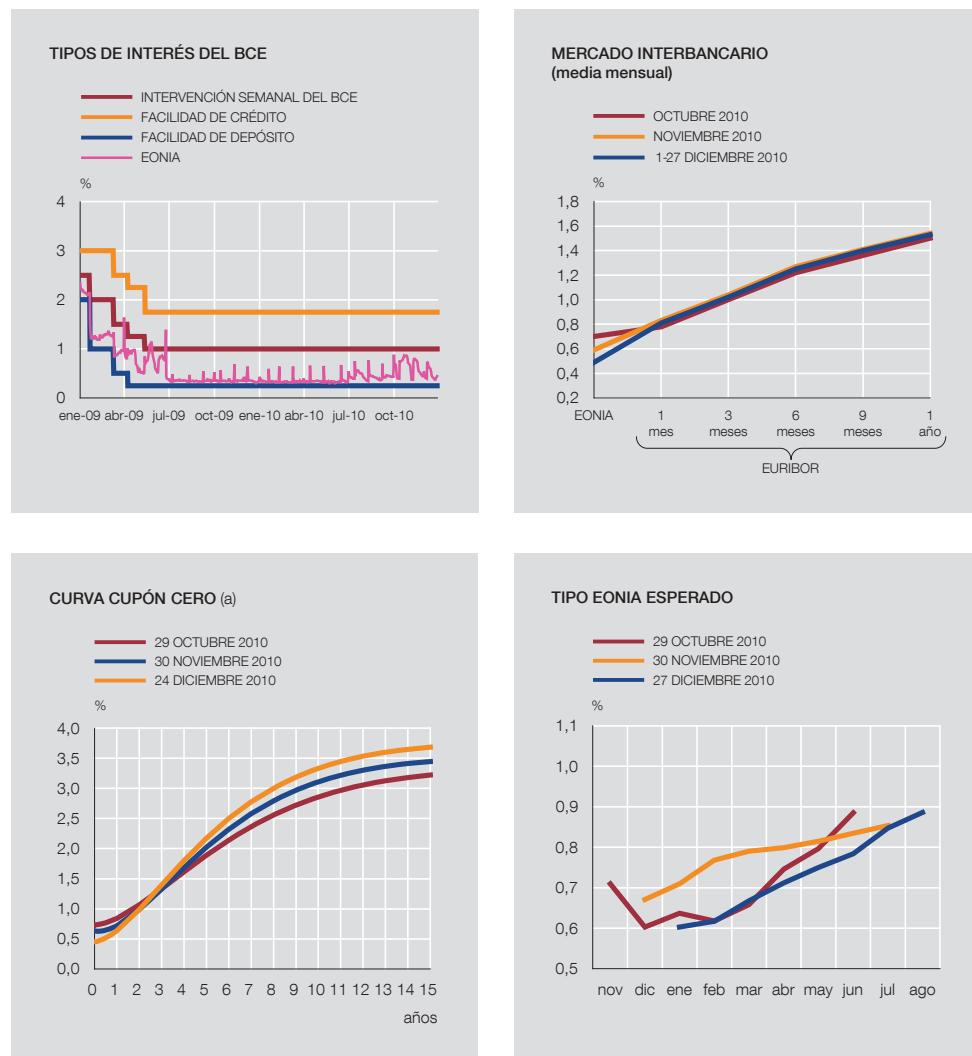
En los mercados de renta variable, las cotizaciones marcaron una senda ascendente en diciembre, hasta situar el valor del índice Dow Jones EUROSTOXX 50 a un nivel un 6,6% superior al de finales de noviembre. En los mercados de divisas, el euro se recuperó ligeramente y con cierta volatilidad, para alcanzar los 1,31 \$/€, lo que ha supuesto una ganancia de valor del 1,1% en el último mes (véase gráfico 7).

En relación con los agregados crediticios, los préstamos a sociedades no financieras interrumpieron en octubre la recuperación observada en meses anteriores, manteniendo la caída interanual del mes anterior, mientras que los préstamos a hogares intensificaron ligeramente su avance, gracias al mayor dinamismo de los préstamos para adquisición de vivienda. Por último, el agregado monetario amplio M3 registró en octubre una variación interanual del 1%, frente al avance del 1,1% en septiembre.

El Consejo Europeo del 16 y 17 de diciembre acordó una modificación limitada del Tratado de la UE, para dar cobertura a la creación de un mecanismo que, en caso de crisis, se activaría para preservar la estabilidad financiera del conjunto del área del euro (Mecanismo Europeo de Estabilidad). Este mecanismo sustituirá a partir de julio de 2013 a las actuales Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera. Respecto a sus características, el Consejo ratificó el acuerdo alcanzado por el Eurogrupo el 28 de noviembre, de modo que su diseño se basará en la actual Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, contará con la participación del FMI y, para la concesión de asistencia financiera, requerirá unanimidad por parte de los países de la zona del euro y una condicionalidad muy estricta. La

## 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.

## TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

participación del sector privado se hará de acuerdo con las prácticas habituales del FMI, de modo que se decidirá caso por caso y no será una condición necesaria para la concesión de ayuda financiera a través de este mecanismo.

#### ***Evolución financiera en España***

En la parte transcurrida de diciembre se ha observado un cierto alivio de las tensiones que afectaron a los mercados financieros españoles durante noviembre. Esto ha permitido una recuperación de los índices bursátiles y un ligero descenso de las primas de riesgo de los valores emitidos tanto por el sector público como por el privado, que, no obstante, continúan en niveles altos. La información más reciente sobre los pasivos de los agentes no financieros, que corresponde a octubre, no muestra cambios relevantes en relación con las pautas del mes precedente. Así, la financiación obtenida tanto por los hogares como por las sociedades ha seguido avanzando a una tasa interanual prácticamente nula, al tiempo que la deuda de las AAPP ha continuado creciendo a un ritmo elevado. Por su parte, durante el mismo período, los activos líquidos mantenidos por el sector privado registraron una expansión algo superior a la de septiembre. Los datos provisionales referidos a noviembre apuntan a una cierta desaceleración del crédito de las familias, a una menor contracción de los préstamos concedidos a las empresas y a un mantenimiento del dinamismo de los activos líquidos de estos agentes.

En la fecha de cierre de este artículo, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años se situaba en torno al valor de finales de noviembre (5,5%), aunque en términos de media mensual en la parte transcurrida de diciembre se ha incrementado en comparación con el promedio del mes precedente (5,36%, frente al 4,69%) (véase cuadro 2). El diferencial frente a la referencia alemana al mismo plazo se ha reducido hasta situarse ligeramente por encima de 240 pb, desde los niveles próximos a los 300 pb de finales de noviembre, ya que esta evolución ha venido acompañada de un repunte de los tipos de interés de los títulos alemanes. Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas también han descendido durante este período.

En el mercado bursátil español, las cotizaciones han tendido a recuperarse de las caídas del mes precedente, al tiempo que se ha reducido ligeramente la volatilidad. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 6,8% por encima del nivel alcanzado a finales de noviembre, una ganancia similar a la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (6,6%) y a la del S&P 500 de los de Estados Unidos (6,5%). En la parte transcurrida de 2010, el índice español acumulaba una pérdida del 17,1%, frente a un descenso del 4,7% de la referencia europea y a una revalorización del 12,8% de la estadounidense.

Los datos más recientes disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, correspondientes a octubre, evidencian un incremento durante dicho mes tanto en el caso de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda como en el de la financiación otorgada a sociedades (en 5 pb y 34 pb, respectivamente), situándose en el 2,71% y el 3,46%. Por su parte, el coste de los fondos concedidos a las familias para el consumo y otros fines y la remuneración de sus depósitos se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles de septiembre (6,68% y 1,71%, respectivamente).

La financiación recibida por el conjunto de los agentes residentes no financieros creció en octubre a un ritmo interanual similar al del mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 8). A nivel sectorial, tampoco se observaron variaciones significativas, de modo que la deuda de las AAPP siguió avanzando a una tasa elevada, mientras que la de los hogares y la de las empresas presentaron un aumento prácticamente nulo en relación con el mismo período de 2009.

		2007	2008	2009	2010				
		DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH:								
	Crédito para vivienda	5,53	5,83	2,62	2,60	2,66	2,71	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	8,38	8,83	6,96	6,73	6,68	6,68	...	...
	Depósitos	2,72	2,79	1,39	1,55	1,70	1,71	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
	Crédito (c)	5,80	4,87	2,95	3,13	3,12	3,46	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,01	2,18	0,80	1,57	1,54	1,65	2,01	3,04
	Deuda pública a cinco años	4,12	3,46	2,73	2,97	3,12	3,04	3,95	4,63
	Deuda pública a diez años	4,35	3,86	3,80	4,04	4,09	4,04	4,69	5,36
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,09	0,80	0,58	1,66	1,76	1,66	2,14	2,42
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,64	2,92	0,72	1,65	1,57	1,40	1,54	1,70
	IBEX 35 (f)	7,32	-39,43	29,84	-14,68	-11,94	-9,44	-22,39	-17,09

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 27 de diciembre de 2010.

b. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines, como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

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

d. Medias mensuales.

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

		2010	2008	2009	2010		
		OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
FINANCIACIÓN TOTAL		2.844,9	7,6	4,0	3,0	3,1	3,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH		2.218,8	6,4	-1,0	-0,4	0,0	0,1
Hogares e ISFLSH		900,6	4,4	-0,3	0,6	0,3	0,3
<i>De la cual:</i>							
– Crédito para adquisición de vivienda (c)		678,1	4,5	0,2	0,8	0,6	0,6
– Crédito para consumo y otros fines (c)		219,0	3,9	-1,9	-0,2	-0,8	-0,6
Sociedades no financieras		1.318,2	7,9	-1,5	-1,1	-0,3	-0,1
<i>De la cual:</i>							
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)		904,0	6,8	-3,5	-2,1	-1,4	-1,3
– Valores de renta fija (d)		64,1	12,1	36,9	26,6	28,1	26,4
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)		626,2	13,7	29,5	18,0	16,3	16,4
Valores a corto plazo		91,0	58,3	62,7	10,8	9,7	11,8
Valores a largo plazo		431,2	8,1	27,4	20,3	17,5	17,2
Créditos y resto		104,0	14,9	15,0	15,2	16,8	17,3

FUENTE: Banco de España.

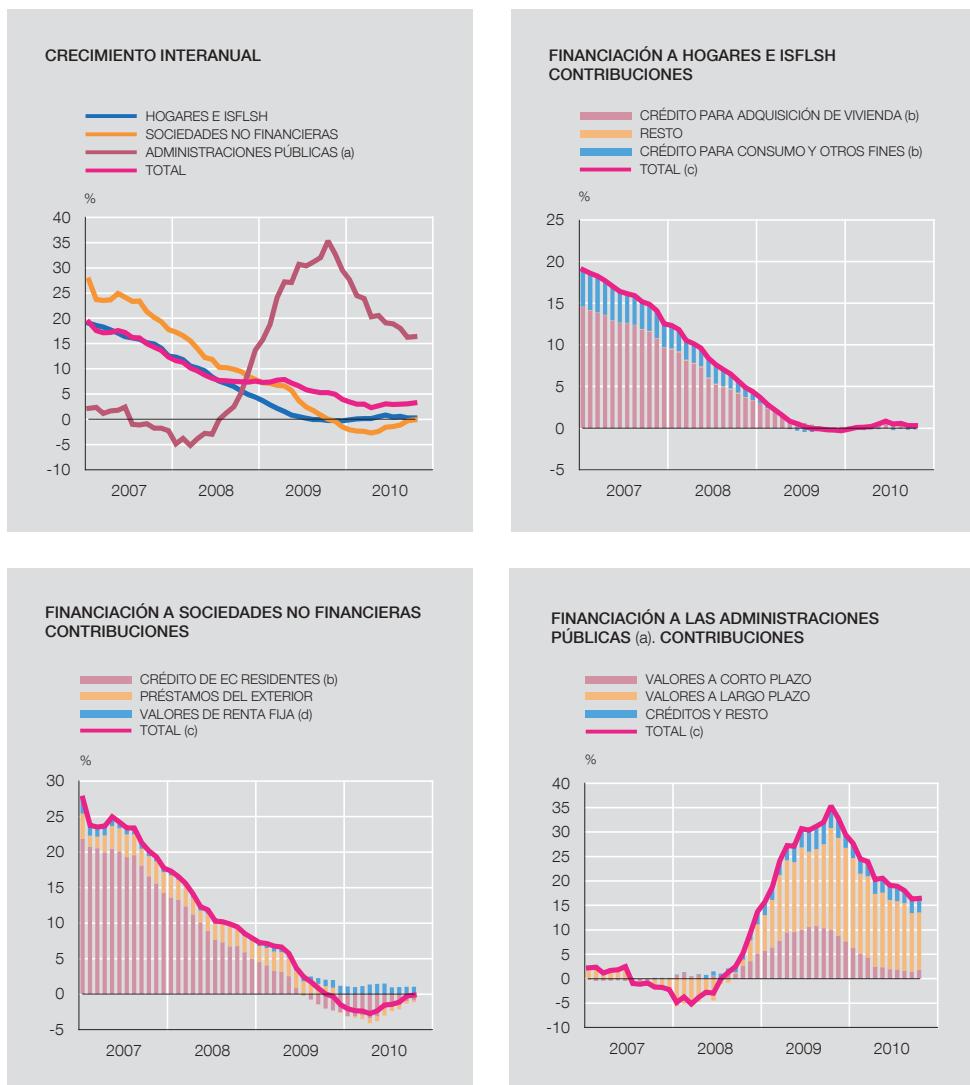
a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

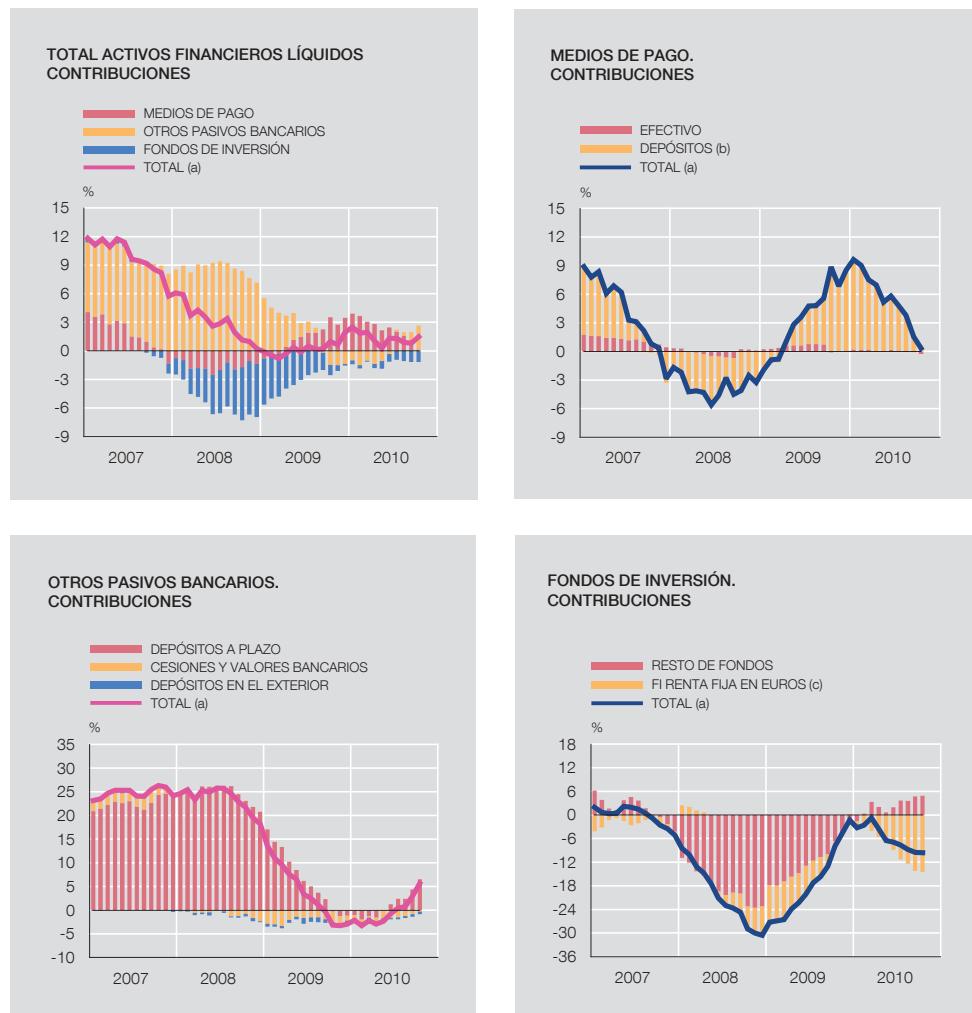


FUENTE: Banco de España.

- 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.

La desagregación por finalidades de los pasivos de las familias muestra un avance débil del crédito para la adquisición de vivienda, junto con una ligera caída, en relación con el mismo período de 2009, de los préstamos destinados al consumo y otros fines. En el caso de las empresas, los fondos procedentes de las entidades de crédito residentes han seguido contagiándose a un ritmo interanual próximo al 1,5%, mientras que la tasa de crecimiento del resto de la financiación se ha situado en registros positivos, destacando nuevamente el dinamismo de los recursos captados a través de emisiones de renta fija. Los datos provisionales correspondientes a noviembre evidencian una ligera desaceleración de la deuda de los hogares (que habría resultado fundamentalmente del componente ligado a la compra de inmuebles) y una menor tasa de caída del crédito a las sociedades.

En octubre, la financiación recibida por las AAPP creció a un ritmo similar al del mes anterior (16%). Por instrumentos, los fondos captados a través de la emisión de valores a largo plazo se desaceleraron ligeramente, mientras que los recursos obtenidos mediante



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.

títulos a corto plazo y vía crédito aumentaron a tasas superiores a las observadas en septiembre.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares crecieron, en octubre, a una tasa interanual ligeramente superior a la del mes anterior (véase gráfico 9). El desglose por instrumentos muestra que durante dicho período el ahorro materializado en depósitos a plazo volvió a acelerarse, mientras que se redujo el crecimiento de los medios de pago y se mantuvo el ritmo de contracción de las participaciones en fondos de inversión. Los datos provisionales correspondientes a noviembre apuntan a una prolongación de estas mismas tendencias.

27.12.2010.