

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

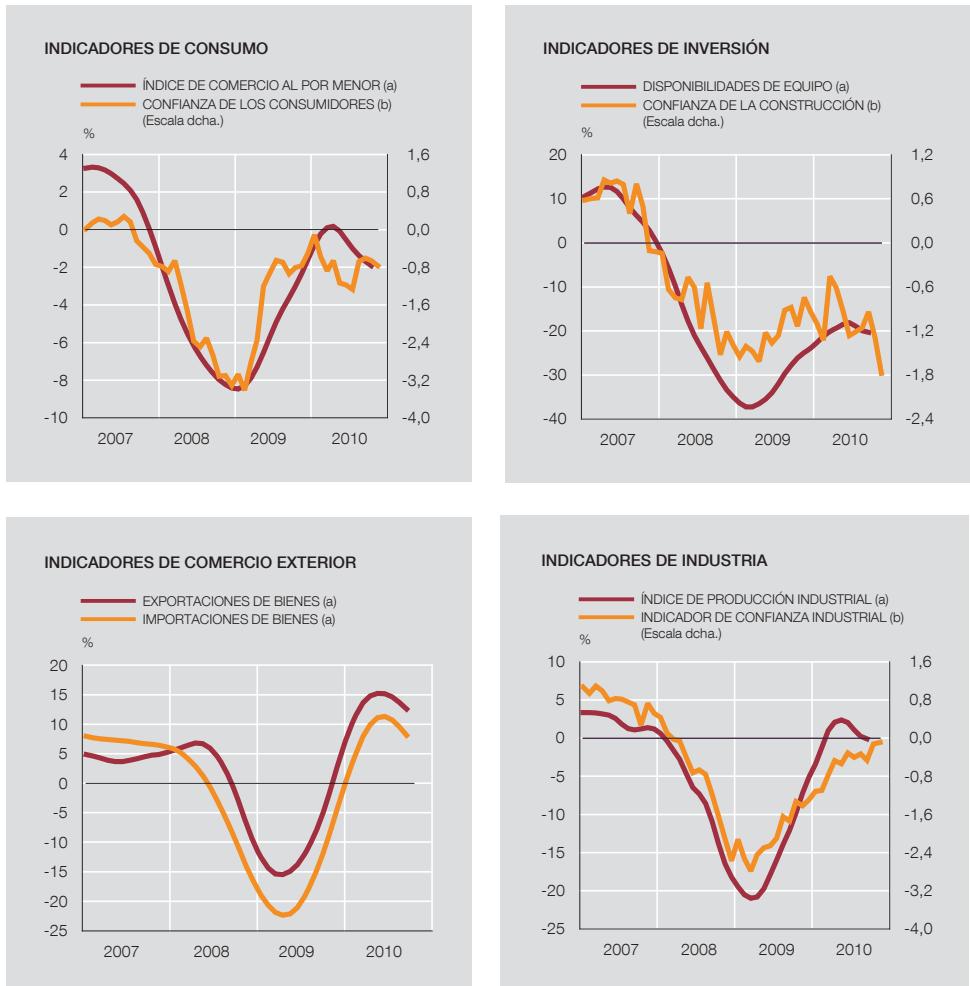
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional trimestral (CNTR) publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el nivel del PIB de la economía española no varió en el tercer trimestre del año, tras el avance del 0,3% del trimestre precedente. Esta última cifra fue revisada al alza en una décima con respecto a la ofrecida inicialmente, pues, junto con la estimación del tercer trimestre, el INE ha modificado ligeramente algunos resultados de la CNTR de la primera mitad del año.

Aunque la tasa nula de variación intertrimestral del producto en el tercer trimestre supuso una desaceleración moderada respecto a la observada en el segundo, las diferencias fueron mucho más acusadas en términos de las contribuciones de los distintos componentes. Así, la demanda nacional experimentó un retroceso del 1,4%, que contrasta con el avance del 0,9% estimado en el trimestre anterior, mientras que el saldo neto exterior aportó 1,5 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del PIB, frente a la contribución negativa del segundo trimestre. Este notable cambio en la composición del crecimiento respondió, en gran parte, a la contención del gasto doméstico en los meses del verano, después de su aceleración en el primer semestre del año, en anticipación del aumento de los tipos del IVA el 1 de julio y de la desaparición de los incentivos a la adquisición de vehículos particulares. En el tercer trimestre, todos los componentes de la demanda nacional (excepto la inversión en otros productos) registraron un comportamiento más desfavorable que en el segundo trimestre en términos de sus tasas intertrimestrales. En concreto, el gasto en consumo privado y la inversión en equipo descendieron un 1,1% y un 5,2%, respectivamente, caídas que contrastan con los avances del 1,4% y 4,2% del segundo trimestre. Por su parte, el ritmo de retroceso de la inversión en construcción se intensificó en un punto porcentual, hasta el -3,2%, a lo que contribuyeron tanto el componente residencial como el de otras construcciones, que accusó el impacto de las medidas de consolidación presupuestaria (al igual que el consumo público, que cayó un 0,4%). La notable contribución positiva de la demanda exterior al crecimiento del PIB fue el resultado del fuerte retroceso de las importaciones de bienes y servicios —del 5%—, pues las exportaciones avanzaron un modesto 0,1%. En términos de las tasas interanuales, el crecimiento del PIB se aceleró en dos décimas, hasta el 0,2%, en tanto que el ritmo de destrucción de empleo se atenuó en 0,8 pp, hasta el 1,7%. En consecuencia, aunque la tasa de crecimiento de la productividad se mantuvo elevada (un 1,9%), se ralentizó en siete décimas con respecto al segundo trimestre.

Los indicadores referidos al último trimestre del año son todavía escasos, pero algunos de ellos sugieren que el gasto retomaría una senda de suave recuperación, tras las fuertes oscilaciones que presentó en los dos últimos trimestres, ligadas al impacto de diferentes medidas de naturaleza transitoria. En este sentido, el indicador de sentimiento económico —que resume los indicadores de confianza de consumidores y empresarios— muestra en la media de octubre y noviembre un nivel ligeramente superior al del tercer trimestre. En el caso del consumo privado, el indicador de confianza de los consumidores mejoró en el conjunto de esos dos meses frente a los registros del trimestre anterior, aunque la confianza del comercio minorista siguió presentando un nivel más bajo que en los meses de verano (véase gráfico 1). En cuanto a los indicadores cuantitativos, en octubre volvió a registrarse una fuerte caída interanual de las matriculaciones de automóviles (de en torno al 38%), por el efecto de la finalización del Plan 2000E para la adquisición de vehículos particulares, si bien en términos de la tasa intermensual, calculada a partir de la serie desestacionalizada, donde este efecto deja de estar presente, el retroceso fue muy pequeño. El índice de co-

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).

mercio al por menor disminuyó un 2,4% en términos interanuales en octubre, frente a una caída del 2,9% el mes anterior, pero la tasa intermensual muestra un leve avance respecto al índice de septiembre.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, tanto el indicador de clima industrial del sector productor de estos bienes como la cartera de pedidos empeoraron ligeramente en el mes de octubre. En cambio, la cartera de pedidos exteriores mantuvo la tendencia de mejora ya observada en trimestres anteriores. Por otro lado, la utilización de la capacidad productiva descendió 3 décimas en el cuarto trimestre del año, hasta el 72,4%, después de cuatro trimestres consecutivos de aumentos. Por último, las matriculaciones de vehículos de carga, que es un indicador básico para evaluar la evolución de la inversión en medios de transporte de las empresas, cuya evolución se ha visto afectada por medidas de estímulo similares a las que incidieron sobre la adquisición de automóviles por particulares, disminuyeron un 5,5% interanual en octubre, pero su tasa intermensual, como ya ocurrió en septiembre, fue positiva.

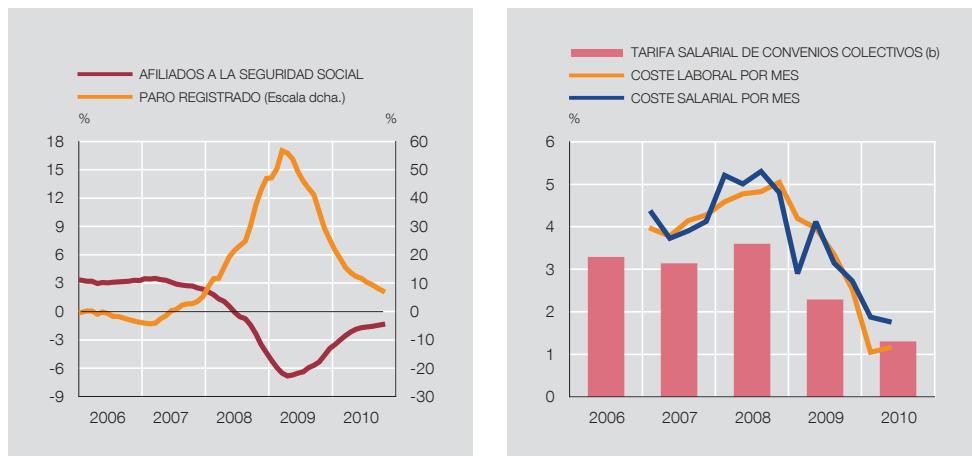
El conjunto de indicadores contemporáneos relativos al sector de la construcción ha seguido mostrando ritmos de contracción interanual elevados, como reflejo del intenso proceso de

ajuste de esta rama de actividad. De acuerdo con la última información disponible relativa a los consumos intermedios, que corresponde a septiembre, tanto el consumo aparente de cemento como el índice de producción industrial de minerales no metálicos experimentaron retrocesos en sus tasas de crecimiento interanual e intermensual. En cambio, en términos del empleo, los afiliados a la Seguridad Social moderaron en octubre su caída interanual en medio punto porcentual, hasta el 11,8%. Entre los indicadores adelantados, la superficie visada de obra nueva en viviendas ha dado señales de cierta recuperación, en términos interanuales, en agosto y septiembre, tras los fuertes descensos de los últimos años. Por su parte, con datos hasta septiembre, la licitación oficial de obra civil continuó su trayectoria descendente. Finalmente, los indicadores de confianza de la construcción presentaron un intenso retroceso en el conjunto de octubre y noviembre, que es coherente con la debilidad de la inversión residencial y los planes de austeridad que afectan a las inversiones en infraestructuras.

De acuerdo con la información procedente de Aduanas, las exportaciones reales de bienes moderaron en septiembre su ritmo de crecimiento interanual hasta el 8,6%. Con este dato, el tercer trimestre del año se cerró con un incremento interanual de las ventas al exterior del 11,7%, aumento inferior en algo más de 3 pp al del trimestre precedente. Por grupos de productos, las partidas más dinámicas en el trimestre fueron las de bienes industriales intermedios y alimentos, mientras que las ventas exteriores de bienes de equipo crecieron de forma más moderada. Por el contrario, las exportaciones de bienes de consumo no alimenticio continuaron descendiendo. Por áreas geográficas, las exportaciones extracomunitarias avanzaron en septiembre de forma sensiblemente más intensa que las dirigidas a la UE (15,3% y 5,9%, respectivamente). Por su parte, las importaciones reales registraron en septiembre un retroceso interanual del 1,6%, lo que contribuyó a la notable desaceleración experimentada por las compras exteriores en el tercer trimestre (hasta una tasa interanual del 4,8%, desde el 16,6% del segundo trimestre del año). En el conjunto del trimestre, el crecimiento de las importaciones se apoyó en los bienes intermedios y, en menor medida, en los de equipo y los alimentos, mientras que las compras de bienes de consumo duradero retrocedieron significativamente. Por áreas geográficas, el descenso de las importaciones en el mes de septiembre se concentró en las de origen comunitario (-4,8%), mientras que las procedentes del resto del mundo crecieron moderadamente (3,4%). El déficit comercial se redujo un 20% en septiembre en términos nominales, gracias al comportamiento del componente no energético, pues el aumento del precio del petróleo hizo que se ampliara el déficit energético. En el período de enero-septiembre de 2010, el déficit comercial fue un 5% superior al del mismo período de 2009, con un descenso del 23% del déficit no energético y un aumento del 29% del energético.

Como en el tercer trimestre, los principales indicadores reales de turismo mantuvieron en octubre un notable dinamismo. Así, de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera, el número de pernoctaciones de viajeros procedentes del extranjero en establecimientos hoteleros aumentó un 12,5% interanual, mientras que las llegadas de turistas internacionales, según FRONTUR, registraron, como el trimestre anterior, un incremento interanual del 4,2%. Finalmente, el gasto total realizado por los turistas no residentes aumentó un 5,3% en octubre, 1 pp por encima de la media del tercer trimestre, según la información que proporciona EGATUR.

De acuerdo con los datos más recientes de Balanza de Pagos, la necesidad de financiación de la nación se situó en el período de enero-septiembre en 33 mm de euros, un 20% menos de lo registrado en el mismo período del año anterior. Esta disminución se debió a la ampliación del superávit de servicios y de la cuenta de capital y, sobre todo, a la reducción del déficit



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 octubre de 2010.

de rentas. En cambio, se observaron repuntes en los déficits de las balanzas comercial y de transferencias corrientes.

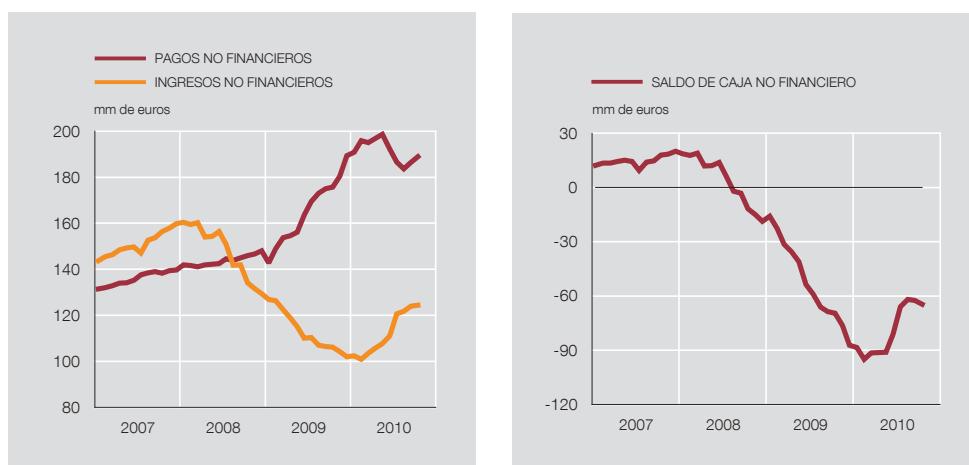
Por el lado de la oferta, la confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea mejoró en octubre y noviembre, y el índice PMI volvió a situarse en octubre por encima del nivel de 50 de referencia, tras el retroceso experimentado en septiembre. También en octubre, los afiliados de la industria a la Seguridad Social moderaron en cuatro décimas su tasa de caída interanual, hasta el -3,3%. En el caso de los servicios, los indicadores disponibles son algo más negativos, pues el indicador de confianza que elabora la Comisión Europea mostró en la media de octubre y noviembre un nivel ligeramente inferior al del tercer trimestre, y el PMI volvió a disminuir en octubre, manteniéndose por tercer mes consecutivo por debajo del nivel de 50. También los indicadores del mercado de trabajo mostraron un cierto estancamiento en su trayectoria de recuperación, con un incremento interanual de los afiliados a la Seguridad Social de esta rama del 0,4% en octubre, una décima inferior al registrado en septiembre.

Por lo que respecta al empleo en el conjunto de la economía, de acuerdo con los datos de la CNTR, en el tercer trimestre siguió moderándose el ritmo de destrucción de puestos de trabajo, hasta una tasa interanual del -1,7%, desde el -2,5% del trimestre anterior. Los datos relativos al mes de octubre apuntan a una prolongación de esta tendencia hacia un menor deterioro del mercado laboral (véase gráfico 2). Así, el ritmo de caída de los afiliados a la Seguridad Social se moderó ligeramente en octubre, hasta una tasa interanual del -1,4% (descenso que es dos décimas menos pronunciado que en la media del tercer trimestre), mientras que el número de parados registrados en las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo se desaceleró hasta una tasa interanual del 7,3% (frente a una media del 9,3% en el tercer trimestre).

En términos de Contabilidad Nacional, el Estado registró un déficit de 31 mm de euros (-2,9% del PIB) entre enero y octubre de 2010, un 47% inferior al del mismo período del año anterior, cuando se elevó a más de 59 mm de euros (-5,6% del PIB). En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta octubre de 2010 se saldó con un déficit de casi 35 mm de euros, un 40% inferior al registrado en el mismo período del año

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

GRÁFICO 3



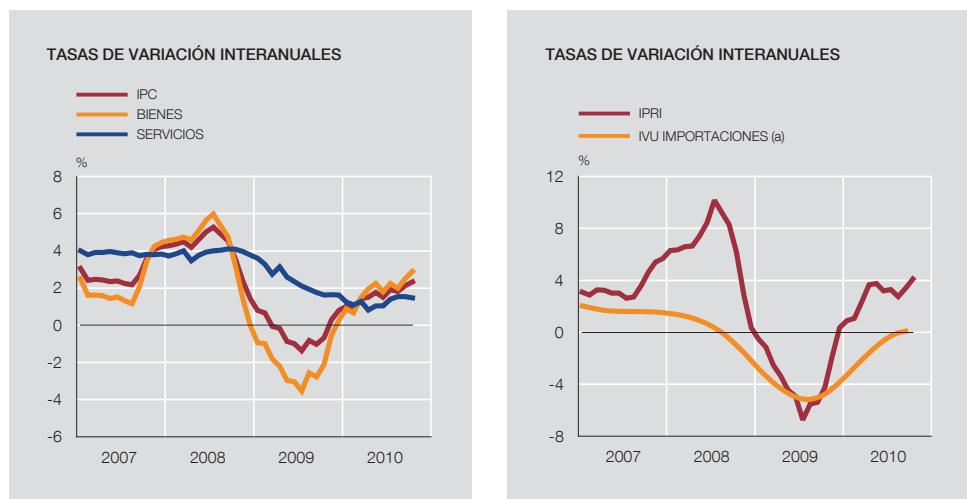
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: octubre de 2010.

anterior (véase gráfico 3). Con datos acumulados correspondientes a los diez primeros meses del ejercicio actual, el ritmo de aumento interanual de los ingresos se situó en el 25%, por encima de la previsión oficial para el conjunto del año contenida en el Avance de Liquidación, que es el 19,1%. Por su parte, los pagos acumulados disminuyeron un 0,3% hasta octubre, y es previsible que este descenso se intensifique en el tramo final del ejercicio, como consecuencia de la reducción de salarios públicos a partir del mes de junio y de la contención de las transferencias corrientes. Por otra parte, la información sobre ejecución presupuestaria remitida por las CCAA en cumplimiento del Acuerdo Marco sobre sostenibilidad de las finanzas públicas para el período 2010-2013 sitúa el déficit conjunto de las CCAA en el 1% del PIB en el primer semestre de 2010, frente a un objetivo anual del 2,4%. En paralelo, el Consejo de Política Fiscal y Financiera ha acordado que los Gobiernos autonómicos presenten trimestralmente y de forma homogénea sus datos presupuestarios.

Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado moderó notablemente su ritmo de avance en el tercer trimestre de 2010, hasta situarse en el 0,5% interanual, 1 pp por debajo del aumento registrado en el trimestre precedente, con lo que los costes laborales unitarios acentuaron su ritmo de caída, hasta el -1,4%. La desaceleración de la remuneración por asalariado del conjunto de la economía obedeció, sobre todo, a su comportamiento en los servicios no de mercado, donde la tasa interanual retrocedió en casi 3 pp, hasta el -3,4%, como consecuencia del recorte salarial en las Administraciones Públicas, en tanto que en la economía de mercado la remuneración solo se ralentizó en una décima, hasta el 1,7%. Por otra parte, de acuerdo con la última información relativa a la negociación colectiva, los convenios firmados en los diez primeros meses del año incorporaron un incremento medio de las tarifas salariales del 1,3% para 2010, un punto por debajo del aumento de 2009. Los convenios revisados (esto es, los correspondientes a acuerdos plurianuales firmados en años anteriores) incluyeron un aumento salarial del 1,3%, mientras que en los de nueva firma el crecimiento salarial acordado fue del 1,1%, por encima del límite superior establecido en el pacto alcanzado por los agentes sociales en el pasado mes de febrero. El total de convenios registrados hasta octubre afecta a algo más de 6 millones de trabajadores, frente a los más de 8 millones del mismo período del año pasado.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

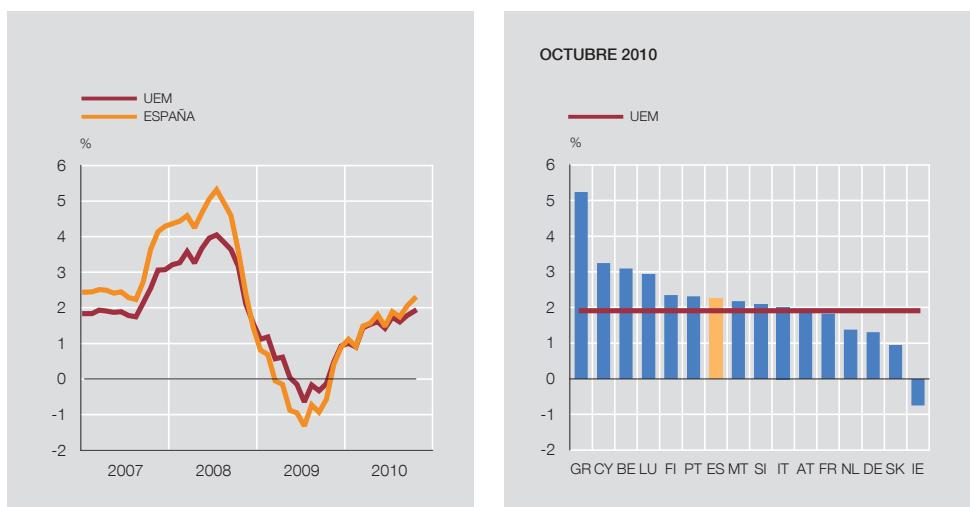
En octubre, la tasa interanual del IPC aumentó dos décimas, hasta situarse en el 2,3% (véase gráfico 4). En términos intermensuales, los precios avanzaron un 0,9%, crecimiento superior al registrado en el mismo mes de años anteriores. Este comportamiento más expansivo de la inflación fue el resultado de la aceleración registrada por los precios de la energía (en medio punto, hasta el 12,6%), de los alimentos no elaborados (de ocho décimas, hasta el 2,1%) y de los bienes industriales no energéticos (hasta el 0,6%, desde el 0,4% anterior). Por su parte, el aumento de los precios de los servicios y de los alimentos elaborados se mantuvo estable en el 1,5% y el 1,1%, respectivamente. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, la tasa interanual del IPSEBENE permaneció en el 1,1%, y la del IPC sin energía aumentó en una décima, hasta el 1,2%. El ritmo de avance del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también se incrementó en dos décimas, hasta el 2,3%, mientras que en la UEM la aceleración fue solamente de una, hasta el 1,9%, por lo que el diferencial de inflación con esa área se amplió en esa misma cuantía, hasta los 0,4 pp. De acuerdo con su indicador adelantado, la tasa interanual del IAPC en España descendería una décima en noviembre, hasta el 2,2%, y se mantendría en el 1,9% en la zona del euro, con lo que el diferencial disminuiría una décima, hasta los 0,3 pp.

En octubre, la tasa de crecimiento interanual del IPRI aumentó en siete décimas, hasta el 4,1%. Por componentes, la aceleración fue bastante generalizada, con repuntes de siete décimas en los crecimientos de los precios de los bienes energéticos (hasta el 10,4%) y de cuatro en los intermedios y de consumo (hasta el 4,4% y 0,6%, respectivamente). Los precios de los bienes de equipo mantuvieron su ritmo de crecimiento interanual en el 0,5%. El índice general sin energía alcanzó una tasa interanual del 2,6%, medio punto porcentual más que en septiembre.

En septiembre, los precios de exportación, aproximados mediante los Índices de Valor Unitario (IVU), moderaron su ritmo de crecimiento interanual en más de un punto porcentual, hasta el 5,6%. Los precios industriales de exportación elaborados por el INE presentaron una tasa interanual similar, del 5,5%. En la vertiente importadora, los IVU se desaceleraron con intensidad en septiembre, hasta una tasa interanual del 6,6%, desde el 12,2% del mes anterior, mientras que los precios industriales de importación repuntaron ligeramente hasta una tasa interanual intermedia, del 9,1%.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

Evolución económica y financiera en la UEM

Entre finales de octubre y comienzos de noviembre, la evolución de los mercados financieros internacionales estuvo condicionada por la adopción de un nuevo paquete de estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (conocido como *quantitative easing 2*), decisión largamente anticipada por los mercados y que finalmente se adoptó en la reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC) del 3 de noviembre. Esta medida vino acompañada de fuertes tensiones en los mercados cambiarios, caracterizadas por una depreciación generalizada del dólar. No obstante, conforme avanzaba el mes y ante el agravamiento de la situación irlandesa, fueron resurgiendo las incertidumbres relativas a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países europeos, lo que generó un repunte de la aversión al riesgo y un efecto contagio hacia diversos mercados del área. En este contexto, se observó un incremento de la volatilidad en los mercados financieros y se revirtió la tendencia a la depreciación del dólar que se venía observando durante los últimos meses en los mercados cambiarios. Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo experimentaron un cambio de tendencia, en especial en Estados Unidos, donde, tras el impacto inicial del anuncio del nuevo estímulo monetario, se produjo un incremento en las rentabilidades del bono a diez años, que llegaron a situarse cerca del 3%, recuperando los niveles de principios de agosto. La mayoría de las bolsas registraron ligeras pérdidas en el mes, con alguna notable excepción, como la de Japón. Por su parte, los mercados emergentes mostraron una evolución similar a la de los avanzados, y, pese a la depreciación registrada por las principales monedas emergentes desde mediados de mes, las autoridades de estos países siguieron interviniendo para limitar la volatilidad cambiaria e introdujeron nuevas medidas restrictivas sobre los flujos de capitales, sobre todo en Asia. Finalmente, los precios de las materias primas, especialmente de los metales, alcanzaron máximos en la primera mitad de mes, para luego disminuir en consonancia con la apreciación del dólar y las dudas sobre la situación europea. El precio del petróleo tipo Brent, tras aproximarse a los 90 dólares por barril en la primera quincena de noviembre, cerca del máximo tras la crisis, se redujo después hasta los 83 dólares.

En Estados Unidos, la estimación del PIB del tercer trimestre apunta a un crecimiento trimestral anualizado del 2,5% (3,2% interanual), frente al 1,7% del segundo (3% interanual). Esta mejora refleja unas contribuciones más elevadas del consumo privado, la inversión en

equipo y la acumulación de existencias. Los indicadores referidos al cuarto trimestre aportan señales mixtas, que no despejan las dudas sobre el pulso de la recuperación. Por el lado de la oferta, se ha producido un repunte de los índices de gestores de compras (ISM) de manufacturas y servicios, mientras que la producción industrial está estancada; los datos del mercado laboral han sorprendido positivamente, con la creación neta de 151.000 empleos en octubre y la revisión al alza de meses previos, aunque continúan siendo débiles en relación con episodios anteriores de recuperación y la tasa de paro se mantiene elevada (9,6% de la población activa). Por el lado de la demanda, cabe apuntar un nuevo aumento de las ventas al por menor y de la confianza del consumidor, mientras que los indicadores del mercado inmobiliario residencial continuaron retrocediendo. En cuanto a los precios, la tasa de inflación aumentó una décima en octubre, hasta el 1,2%, mientras que la inflación subyacente se redujo dos décimas, hasta el 0,6%, un nuevo mínimo histórico. En este contexto de preocupación por los riesgos a la baja sobre la actividad y los precios, la Reserva Federal ha recortado sus previsiones de crecimiento del PIB y de inflación, elevando las de desempleo, ha mantenido el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,25% —reiterando que lo mantendrá en niveles reducidos por un tiempo prolongado—, y ha anunciado una nueva fase de expansión monetaria, consistente en la compra de bonos del Tesoro por una cuantía de 600.000 millones de dólares, a realizar escalonadamente hasta junio de 2011, con el objetivo de rebajar los tipos de interés de medio plazo.

En Japón, la estimación preliminar del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento del 0,9% trimestral (4,4% interanual), superior al del trimestre anterior (0,4% trimestral y 2,7% interanual). El mayor dinamismo se sustentó, principalmente, en la fortaleza del consumo privado, impulsado por la anticipación de compras de duraderos ante la expiración de las ayudas públicas a la adquisición de automóviles, y, en menor medida, en la contribución de la variación de existencias y el repunte de la inversión residencial. Sin embargo, la información más reciente, como los PMI de manufacturas y servicios o la confianza del consumidor de octubre, apuntan a un fuerte deterioro de la demanda y la actividad en el cuarto trimestre, debido tanto a la retirada de ayudas públicas al consumo como a la debilidad de las exportaciones, en un contexto de desaceleración de la demanda mundial y apreciación del yen. Por otra parte, continuó la recuperación del mercado laboral, aunque la tasa de paro se mantiene en niveles históricamente elevados (5% de la población activa). Los precios de consumo registraron en octubre el primer incremento interanual desde finales de 2008 (0,2%, frente al -0,6% de septiembre), si bien esto fue el resultado de la evolución de los precios de los alimentos, toda vez que la tasa subyacente se situó en el -0,8%. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,1% y anunció el inicio de la compra de bonos públicos, contemplada en el programa de adquisición de activos aprobado en octubre.

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,8% trimestral (2,8% interanual) en el tercer trimestre, registro algo inferior al del trimestre anterior (1,2% trimestral y 1,7% interanual), pero que muestra el afianzamiento de la recuperación. No obstante, algunos indicadores más recientes parecen anticipar un crecimiento menor en la parte final del año. Las encuestas empresariales confirman el dinamismo de la actividad manufacturera, pero muestran una desaceleración en el sector servicios. Por su parte, las ventas al por menor se han ralentizado y la confianza del consumidor se mantiene en niveles reducidos. La inversión en construcción podría perder fuerza, en línea con los planes de recorte de la inversión pública y la caída de la actividad en el mercado inmobiliario, al tiempo que se ha estancado el precio de la vivienda en los últimos meses. El mercado laboral mostró un crecimiento del empleo en octubre, aunque la tasa de paro sigue estancada en el 7,7% de la población activa. La tasa de inflación aumentó una décima en octubre, hasta el 3,2%, mientras que la subyacente se man-

tuvo en el 2,7%, por encima de la banda superior del objetivo del Banco de Inglaterra, que ha mantenido inalterados tanto el tipo de interés oficial, en el 0,5%, como el volumen del programa de compra de activos; los mercados ven ahora con menor probabilidad una expansión monetaria adicional en el corto plazo, debido a la persistencia de presiones inflacionistas.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, las primeras estimaciones del PIB del tercer trimestre mostraron una mejoría generalizada, con la excepción notable de Rumanía —donde el ritmo de contracción se intensificó hasta el -2,5%, siendo el único país que registró una tasa interanual negativa—, destacando el avance de los tres países bálticos por primera vez desde 2008. La recuperación continúa impulsada por el dinamismo de las exportaciones, pero se atisban los primeros signos de repunte de la demanda interna. Finalmente, la inflación ha seguido una senda al alza, situándose en octubre en el 3,6% interanual para el conjunto de la región, debido al aumento de los precios de los alimentos. En este contexto, los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados en todos los países.

En China, los indicadores más recientes sugieren que la actividad económica ha repuntado desde el inicio del tercer trimestre, sustentada cada vez más en la solidez de la inversión y el consumo privados. Además, la desaceleración de las exportaciones parece haberse moderado, de forma que el superávit comercial se amplió nuevamente en octubre. Cabe destacar que las presiones inflacionistas han repuntado con fuerza, y el IPC pasó en octubre del 3,6% al 4,4%, lo que ha llevado a las autoridades a adoptar medidas de control de la inflación: el banco central aumentó en dos ocasiones el coeficiente de reservas bancarias, en un total de 100 puntos básicos (pb), y el Gobierno anunció controles temporales sobre los precios de algunos alimentos. En el resto de Asia, el crecimiento de la actividad económica mostró una clara desaceleración respecto al de la primera mitad del año, si bien se mantienen aún tasas elevadas. Por su parte, la tasa de inflación ha permanecido estable, en promedio, en el entorno del 6%. En India y Corea se incrementó el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 6,25% y 2,5%, respectivamente, mientras que en el resto de países no se produjeron variaciones, ante los temores a unas mayores entradas de capitales.

En América Latina, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue mayor que en el segundo en Chile (7,1% interanual) y Venezuela (-0,4%), y algo menor en México (5,3%) y Perú, donde todavía se mantuvo muy elevado (9,5%). Los indicadores más recientes auguran una cierta desaceleración en Brasil y Argentina, aunque aún con un elevado dinamismo. La inflación aumentó dos décimas en octubre, hasta el 6,5% en promedio, debido al ascenso registrado en México y, especialmente, en Brasil, como resultado del alza del precio de los alimentos. A pesar de ello, los tipos de interés oficiales se han mantenido inalterados, con la excepción de Chile, donde se elevó en 25 pb, hasta el 3%. Las presiones apreciadoras sobre las divisas regionales disminuyeron, aunque algunos países adoptaron diversas medidas para moderar la apreciación. Así, en Colombia, se anunciaron varias medidas para reducir la entrada de dólares y aumentar la demanda de divisas por parte del sector privado, y se anunció la prolongación del programa diario de compra de reservas hasta mediados de marzo, mientras que en Chile se elevaron los límites máximos de inversión en el exterior de los fondos de pensiones y de inversión. Argentina anunció su intención de avanzar en las negociaciones para pagar la deuda en cesación de pagos con el Club de París, sin la intervención del FMI. Perú ha emitido bonos globales soberanos en dólares y en nuevos soles, aprovechando las ventajosas condiciones de financiación. Finalmente, en Brasil, se espera que la nueva Administración mantenga la política económica anterior.

De acuerdo con la estimación *flash* de la contabilidad nacional de la UEM publicada por Eurostat, el PIB del área del euro aumentó un 0,4% en el tercer trimestre, tras el 1% registrado en el período de abril-junio de 2010. La pérdida de vigor obedeció a la desaceleración de la mayor parte de las economías de la zona del euro. Así, en Alemania el PIB creció un 0,7%, tras el 2,3% del segundo trimestre, mientras que en Francia e Italia la variación intertrimestral del producto fue del 0,4% y del 0,2%, respectivamente, en torno a la mitad de la registrada en el período de abril-junio. En términos interanuales, el PIB de la zona del euro experimentó un incremento del 1,9%, igual que en el trimestre precedente. En su último ejercicio de previsión, correspondiente a otoño, la Comisión Europea prevé un escenario de lenta recuperación y estima un crecimiento del PIB del 1,7% en 2010, y del 1,5% y 1,8% en 2011 y 2012, respectivamente.

La información disponible reciente apunta al mantenimiento de un ritmo de avance de la actividad moderado. Por el lado de la oferta, aunque la producción industrial y los pedidos industriales disminuyeron en septiembre, la información procedente de los indicadores de opinión, relativa al cuarto trimestre, muestra una evolución más favorable. Así, los indicadores de confianza de la industria y del sector servicios de la Comisión Europea y de las encuestas a los directores de compras aumentaron en noviembre. Por su parte, el IFO relativo a la zona del euro del cuarto trimestre prolongó la tendencia creciente, aunque de forma más moderada que en el trimestre anterior. En la vertiente de la demanda, las ventas al por menor disminuyeron en septiembre y las matriculaciones volvieron a descender en octubre, mientras que el indicador de confianza de los consumidores registró un ligero aumento en noviembre, por primera vez desde hace tres meses (véase cuadro 1). Finalmente, las ventas al exterior procedentes de la balanza comercial mejoraron en septiembre, así como la valoración de la cartera de pedidos exteriores, en noviembre, y las expectativas de exportación, en el cuarto trimestre de 2010.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, sigue en gran parte condicionada por la evolución del componente energético. Así, en octubre aumentó una décima, hasta situarse en el 1,9%, debido al mayor crecimiento de los precios de la energía y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos elaborados. Los precios de los servicios y de los alimentos no elaborados redujeron ligeramente sus ritmos de avance. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, también creció una décima, hasta el 1,1%. Según la estimación preliminar, en noviembre el crecimiento interanual del IAPC se ha mantenido en el 1,9%. Los precios industriales se incrementaron hasta el 4,2% en septiembre, debido a las subidas de precios registradas en los componentes energético y de bienes intermedios.

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 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 proseguirá 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 seguirá ajustándose en función del tipo de las operaciones principales vigente a lo largo del período. Por otra parte, el presidente anunció la continuidad de las adquisiciones de valores en el marco del Programa para el Mercado de Valores. Adicionalmente, también se presentó el ejercicio de previsión del Eurosistema. Este contempla una inflación de entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, de entre el 1,3% y el 2,3% en 2011 y de entre el 0,7% y el 2,3% en 2012, lo que ha supuesto una ligera revisión al alza en 2011 respecto al ejercicio de septiembre. En relación con la actividad económica, las nuevas previsiones son muy similares a

		2010					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	8,3	7,2	8,4	5,5		
	Comercio al por menor	1,4	1,4	1,5	1,3		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-8,8	-24,2	-10,6	-12,0	-22,2	
	Indicador de confianza de los consumidores	-17,0	-14,0	-11,0	-11,0	-11,0	-9,0
	Indicador de confianza industrial CE	-6,0	-4,0	-3,0	-2,0	0,0	1,0
	PMI de manufacturas	55,6	56,7	55,1	53,7	54,6	55,5
	PMI de servicios	55,5	55,8	55,9	54,1	53,3	55,2
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	IAPC	1,4	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9
	M3	0,2	0,2	1,2	1,1	1,0	
	M1	9,2	8,2	7,8	6,2	4,9	
	Crédito a los sectores residentes	1,5	1,8	2,2	2,1	3,0	
	AAPP	8,6	8,0	7,6	7,3	12,0	
	Otros sectores residentes	0,0	0,5	1,0	0,9	1,0	
	<i>De los cuales:</i>						
	— Préstamos a hogares	2,8	2,8	2,9	2,8	2,9	
	— Préstamos a sociedades no financieras	-1,7	-1,5	-1,2	-0,6	-0,6	
	EONIA	0,35	0,48	0,43	0,45	0,70	0,59
	EURIBOR a tres meses	0,73	0,85	0,90	0,88	1,00	1,04
	EURIBOR a un año	1,28	1,37	1,42	1,42	1,50	1,54
	Rendimiento bonos a diez años	3,70	3,62	3,44	3,50	3,34	3,70
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,46	-0,61	-0,73	-0,84	-0,81	-0,94
	Tipo de cambio dólar/euro	1,221	1,277	1,289	1,307	1,390	1,366
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-13,2	-7,6	-11,6	-7,4	-4,1	-10,6

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 30 de noviembre de 2010.

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

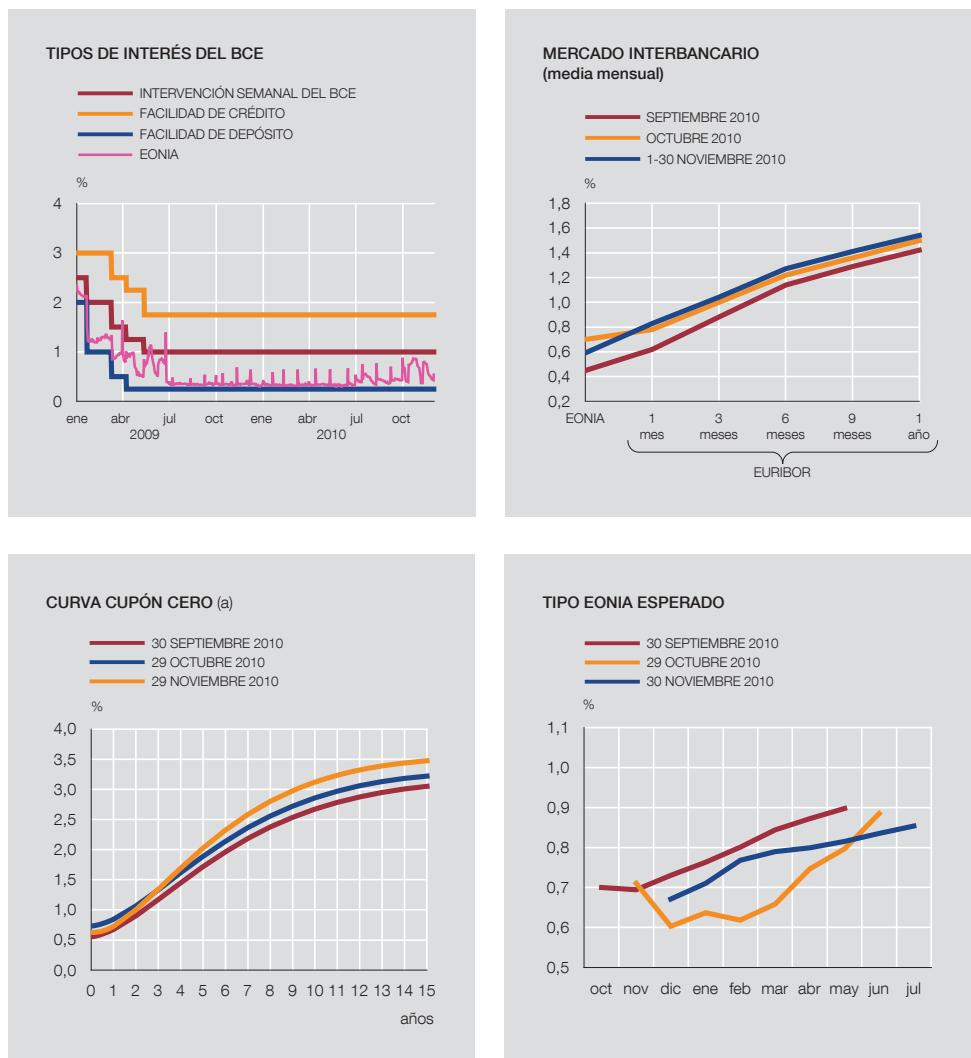
las publicadas en septiembre. Anticipan que la tasa de avance del PIB se sitúe entre el 1,6% y el 1,8% en 2010, entre el 0,7% y el 2,1% en el 2011 y entre el 0,6% y el 2,8% en el 2012.

Por otra parte, respecto a los avances en la reforma de la gobernanza europea, el Consejo de Gobierno del BCE señaló, en su reunión anterior, del 4 de noviembre, que las propuestas del grupo de trabajo presidido por Van Rompuy representan un fortalecimiento del marco de vigilancia y supervisión de las políticas macroeconómicas existente en la Unión Europea. Sin embargo, el Consejo considera que las iniciativas carecen de la ambición necesaria para hacer frente a los retos que pueden plantearse en un futuro. En concreto, el Consejo echa en falta un mayor automatismo en los procesos de supervisión fiscal y una mayor concreción de la regla para reducir la ratio de deuda pública y de las sanciones financieras derivadas del procedimiento de supervisión macroeconómica. También considera que el proceso de vigilancia macroeconómica debería concentrarse en los países del área del euro con prolongadas pérdidas de competitividad y grandes déficits de cuenta corriente, y enfatiza la necesidad de que las valoraciones de los desequilibrios macroeconómicos y las recomendaciones para corregirlos tengan la mayor publicidad en todas las etapas del proceso.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron estables en noviembre, en niveles en torno al 1,03% 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 15 pb en todos los plazos, por lo que el diferencial positivo entre las

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.

rentabilidades de los depósitos y los eurepos equivalentes aumentó en la misma cuantía. La tensión de los mercados de deuda pública se agudizó, alentada por la complicada situación económica, financiera y presupuestaria de Irlanda, que desembocó a finales de noviembre en la solicitud de asistencia financiera a las instituciones europeas y al FMI. El 28 de noviembre se acordaron los términos del programa de asistencia financiera a este país, cuya cuantía asciende a 85 mm de euros, que se instrumentarán mediante la activación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, junto con préstamos bilaterales del FMI, el Reino Unido, Dinamarca y Suecia. Irlanda también aportará las reservas de caja del Tesoro y el dinero procedente de su Fondo de Reserva de Pensiones. El programa está sujeto a una estricta condicionalidad que exige un saneamiento del sistema bancario, un ambicioso programa de ajuste fiscal que permita corregir la situación de déficit excesivo en 2015 y un conjunto de medidas estructurales orientadas en particular hacia la reforma del mercado de trabajo.

El 28 de noviembre, los miembros del Eurogrupo concretaron también algunos aspectos del mecanismo permanente para salvaguardar la estabilidad financiera del área, cuya creación había sido aprobada en el Consejo Europeo de finales de octubre. En concre-

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

to, se acordó que este mecanismo de estabilidad europea se estructurará en torno a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, que tiene la facultad de proporcionar asistencia financiera a los Estados miembros de la zona del euro bajo una estricta condicionalidad. Este mecanismo contemplará la posibilidad de que, solo a partir de junio de 2013 y en los casos extremos e improbables de insolvencia, el Estado miembro negocie un plan de reestructuración de su deuda con los prestamistas privados, en línea con la práctica del FMI. Para facilitar este proceso, se incorporarán cláusulas de acción colectiva en las nuevas emisiones de bonos soberanos realizadas a partir de esa fecha. El presidente del Consejo Europeo manifestó que la propuesta de reforma limitada del Tratado que deberá remitir al Consejo Europeo de diciembre reflejará la decisión adoptada por el Eurogrupo.

Por otra parte, las nuevas revisiones de las cuentas públicas griegas y la incertidumbre sobre la capacidad de este país para completar una drástica consolidación fiscal contribuyeron también a incrementar la inestabilidad, si bien la misión conjunta del FMI, de la CE y del BCE, encargada de supervisar la buena marcha del plan de ajuste, concluyó de manera satisfactoria el 23 de noviembre, lo que permitirá el desembolso del tercer tramo del programa de asistencia financiera (9 mm de euros). Los diferenciales de la deuda portuguesa también registraron una ampliación notable frente al bono alemán a lo largo de noviembre. Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública a diez años del Bund alemán y la de Estados Unidos aumentaron alrededor de 10 pb en noviembre, situándose en el 2,7% y el 2,8%, respectivamente, en la fecha de cierre de este Boletín.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones marcaron una senda muy volátil en noviembre, hasta situar el valor del índice Dow Jones EUROSTOXX 50 a un nivel un 6,8% inferior al de finales de octubre. En los mercados de divisas, el euro se recuperó en la primera parte del mes, para luego retroceder hasta los 1,30 \$/€, lo que ha supuesto una pérdida de valor del 6,2% 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, y los préstamos a hogares aumentaron ligeramente su crecimiento, gracias al mayor dinamismo de los préstamos para adquisición de vivienda. Por

		2007	2008	2009	2010			
					DIC	DIC	JUL	AGO
TIPOS BANCARIOS (a)								
	HOGARES E ISFLSH:							
	Crédito para vivienda	5,53	5,83	2,62	2,53	2,60	2,66	2,71
	Crédito para consumo y otros fines	8,38	8,83	6,96	6,25	6,73	6,68	6,68
	Depósitos	2,72	2,79	1,39	1,58	1,55	1,70	1,71
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
	Crédito (b)	5,80	4,87	2,95	3,06	3,13	3,12	3,46
MERCADOS FINANCIEROS (c)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,01	2,18	0,80	1,92	1,57	1,54	1,65
	Deuda pública a cinco años	4,12	3,46	2,73	3,37	2,97	3,12	3,04
	Deuda pública a diez años	4,35	3,86	3,80	4,43	4,04	4,09	4,04
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,09	0,80	0,58	1,78	1,66	1,76	1,66
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,64	2,92	0,72	1,84	1,65	1,57	1,40
	IBEX 35 (e)	7,32	-39,43	29,84	-12,06	-14,68	-11,94	-9,44
								-22,39

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. 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.

b. 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.

c. Medias mensuales.

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

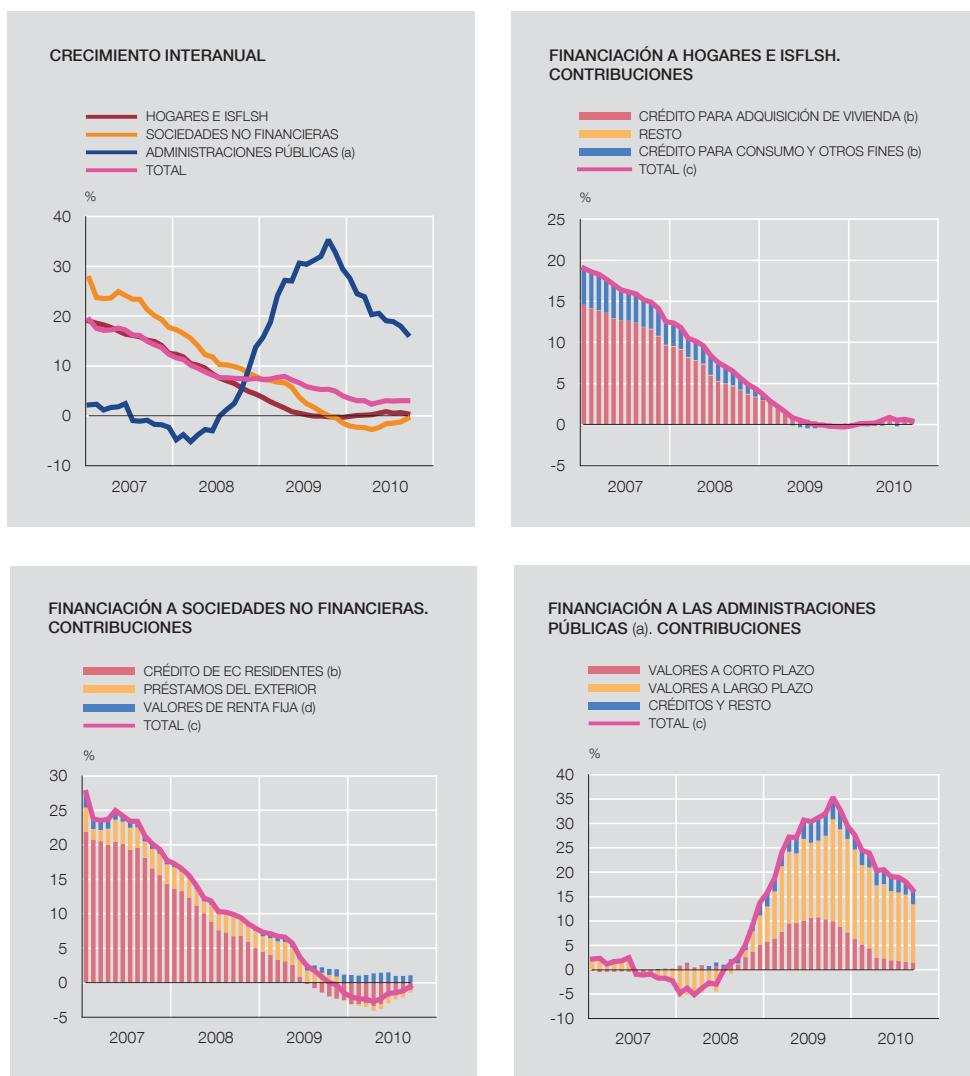
e. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

último, el agregado monetario amplio M3 registró en septiembre una variación interanual del 1%, frente al avance del 1,1% en septiembre.

Evolución financiera en España

En noviembre, los mercados financieros españoles se han visto afectados por el rebrote de las tensiones financieras ligadas a los problemas relacionados con la situación de las finanzas públicas irlandesas y su sistema financiero. Ello se ha reflejado en aumentos de las primas de riesgo de los valores emitidos tanto por el sector público como por el privado (especialmente, las entidades de crédito) y en descensos de los índices bursátiles. Por su parte, los últimos datos sobre los balances de los agentes no financieros, correspondientes a septiembre, muestran una prolongación de las tendencias observadas durante los meses precedentes. Así, el ritmo de contracción de la deuda de las sociedades no financieras ha vuelto a moderarse, el saldo de préstamos de los hogares sigue estabilizado, y la financiación de las AAPP se ha desacelerado nuevamente, aunque la tasa de expansión se sitúa todavía en niveles elevados. Los activos más líquidos de las empresas y las familias han continuado presentando un avance positivo, aunque moderado. La información provisional correspondiente a octubre no evidencia cambios importantes en el crecimiento de los pasivos del sector privado, al tiempo que apunta a un cierto incremento en el dinamismo de los activos líquidos de estos agentes.

En noviembre, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 2,01% y el 4,69%, respectivamente, lo que supuso aumentos de 36 pb y 65 pb en comparación con los correspondientes niveles de octubre (véase cuadro 2). El importante incremento de la rentabilidad de la deuda española a diez años ha llevado a que el diferencial con la referencia alemana al mismo plazo se sitúe en los últimos días cerca de los 300 pb, superando los niveles alcanzados en junio en plena crisis de la deuda griega. Por su parte, las primas de los seguros de riesgo credi-



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.

ticio a cinco años de las empresas no financieras españolas también aumentaron, pero por una cuantía inferior a la que se observó con los títulos públicos.

El mercado bursátil español también se ha visto muy afectado por este rebrote de las tensiones, lo que se ha reflejado en una caída de las cotizaciones y en un repunte de la volatilidad. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 14,3% por debajo del nivel alcanzado a finales de octubre, un descenso más acusado que el experimentado por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (6,8%) y por el S&P 500 de las de Estados Unidos (0,2%). De este modo, en la parte transcurrida de 2010, el índice español acumulaba una pérdida del 22,4%, frente al retroceso del 10,6% de la referencia europea y la ganancia de un 5,9% de la estadounidense.

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, correspondientes a octubre, muestran un aumento,

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

CUADRO 3

	2010	2008	2009	2010		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
FINANCIACIÓN TOTAL	2.827,2	7,6	4,0	3,0	3,0	3,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.215,7	6,4	-1,0	-0,7	-0,4	-0,1
Hogares e ISFLSH	901,5	4,4	-0,3	0,5	0,6	0,4
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	676,4	4,5	0,2	1,0	0,9	0,4
– Crédito para consumo y otros fines (c)	221,6	3,9	-1,9	-0,9	-0,1	0,3
Sociedades no financieras	1.314,2	7,9	-1,5	-1,5	-1,2	-0,5
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	903,9	6,8	-3,5	-2,4	-2,2	-1,5
– Valores de renta fija (d)	63,1	12,1	36,9	25,8	26,6	28,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	611,4	13,7	29,5	18,9	18,0	16,3
Valores a corto plazo	86,1	58,3	62,6	12,7	10,8	9,7
Valores a largo plazo	422,2	8,1	27,4	20,5	20,3	17,6
Créditos y resto	103,2	14,9	15,0	18,0	15,2	17,1

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.

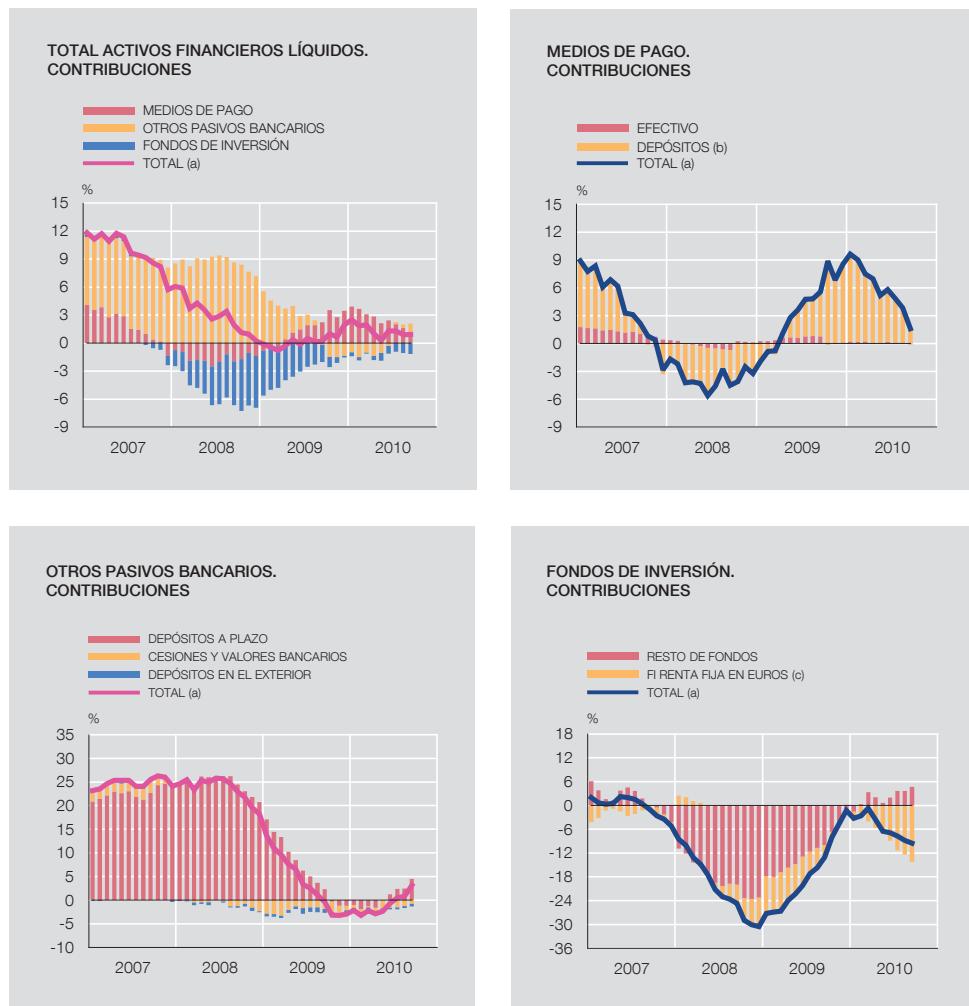
con respecto al mes anterior, en el caso de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y en el de la financiación otorgada a sociedades en 5 pb y 34 pb, respectivamente, quedando situados en el 2,71% y el 3,46%. Por su parte, el coste de los fondos concedidos a las familias para el consumo y otros fines y la remuneración de sus depósitos se mantuvieron prácticamente en las mismas cifras observadas en septiembre, 6,68% y 1,71%, respectivamente.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros creció en septiembre al mismo ritmo interanual del mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue el resultado de una nueva reducción de la tasa de crecimiento de los recursos captados por las Administraciones Públicas (que, no obstante, continúa siendo elevada), la cual fue prácticamente compensada por la moderación en el ritmo de contracción de los fondos obtenidos por las empresas (que mostraron un avance interanual cercano a cero), ya que el dinamismo de la financiación recibida por los hogares apenas registró cambios en relación con los meses anteriores.

La desagregación por finalidades de los préstamos a las familias muestra que, en septiembre, se mantuvo la atonía tanto en los créditos para la adquisición de vivienda como en aquellos destinados al consumo y otros fines, situándose, en ambos segmentos, las tasas de variación interanuales próximas a cero. En el caso de las sociedades no financieras, el descenso en el ritmo de caída de la deuda resultó tanto de la moderación en la contracción de la financiación procedente de las entidades de crédito residentes (cuyo saldo se redujo en un 1,5% frente al nivel de un año antes, siete décimas menos que el mes precedente), como del mayor dinamismo en la captación de fondos a través de emisiones de renta fija.

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,
HOGARES E ISFLSH

GRÁFICO 9



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

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

En septiembre, la tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas disminuyó hasta cerca del 16%, casi 2 pp menos que la del mes precedente. Por instrumentos, los fondos captados a través de emisiones de valores a corto y largo plazo se desaceleraron, mientras que los recursos obtenidos vía crédito aumentaron a un ritmo ligeramente superior al observado en agosto.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares crecieron, en septiembre, a una tasa interanual similar a la del mes anterior (véase gráfico 9). El desglose por instrumentos muestra que durante dicho período continuó la recuperación de los ritmos de expansión del ahorro materializado en depósitos a plazo, que compensó la desaceleración de los medios de pago y la acentuación de la contracción de los fondos invertidos en las instituciones de inversión colectiva.

30.11.2010.

