

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

Tras el estancamiento que mostró la economía española en el tercer trimestre, la información coyuntural disponible, todavía incompleta, apunta a que la actividad se contrajo en los últimos meses del ejercicio, en un entorno de fuertes tensiones en los mercados financieros y de deterioro de las perspectivas de crecimiento en el área del euro y en el resto del mundo.

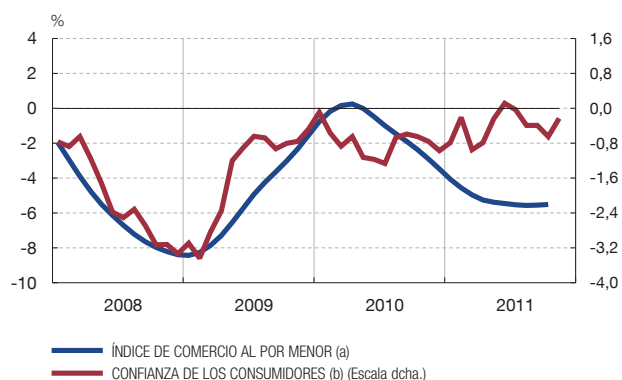
Por lo que respecta al consumo privado, los indicadores cuantitativos han mostrado una marcada debilidad en el cuarto trimestre. En concreto, las matriculaciones de vehículos particulares presentaron descensos intermensuales en octubre y noviembre en términos de la serie ajustada de estacionalidad, con caídas interanuales en torno al 7 %, después de la ligera mejora que habían registrado en el período julio-agosto. También las ventas al por menor retrocedieron en octubre en tasa intermensual, con un descenso interanual cercano al 7 %. Por su parte, los índices de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas elaborados por la Comisión Europea mejoraron en noviembre, si bien el promedio de octubre y noviembre se encuentra por debajo de los niveles observados en el tercer trimestre (véase gráfico 1).

La inversión en bienes de equipo también ha mostrado señales de atonía en los últimos meses del año. El indicador de clima industrial de las ramas productoras de estos bienes descendió en el promedio de octubre y noviembre respecto al tercer trimestre y, según la encuesta trimestral de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros, el nivel de utilización de la capacidad productiva al inicio del cuarto trimestre del año se redujo en cuatro décimas, hasta el 72,2 %. Asimismo, los indicadores cuantitativos acentuaron sus descensos, pues las matriculaciones de vehículos de carga cayeron en términos de su tasa intermensual tanto en octubre como en noviembre, y el índice de producción industrial de bienes de equipo y las importaciones de estos bienes retrocedieron en octubre.

Por su parte, la inversión en construcción ha prolongado su trayectoria contractiva. Los indicadores de consumos intermedios experimentaron intensas caídas, en términos interanuales, en octubre en el caso de la producción industrial de minerales no metálicos y también en noviembre en el del consumo aparente de cemento. La tasa de retroceso del empleo en el sector continuó acrecentándose: en noviembre, las afiliaciones a la Seguridad Social disminuyeron un 15,3 % interanual, más de 2 puntos porcentuales (pp) por encima de la tasa del tercer trimestre. Respecto a los indicadores adelantados, en el caso de la inversión en vivienda, tanto la superficie visada como el número de licencias se recuperaron ligeramente en septiembre, si bien la proyección de la carga de trabajo implícita en esas variables sigue arrojando tasas negativas para 2012. En cuanto a la obra civil y a la edificación no residencial, los indicadores periodificados a partir de la licitación oficial y de los visados de obra nueva, respectivamente, apuntan, con información hasta septiembre, a caídas cercanas al 30 % para 2011 y 2012.

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, las transacciones de bienes en términos reales con el exterior se moderaron en el mes de octubre. Las exportaciones reales de bienes aumentaron un 5,1 % interanual, tasa que es menos de la mitad de la observada el tercer trimestre. Por grupos de productos, en octubre destacaron las ventas de bienes intermedios energéticos, que más que se duplicaron en términos interanuales, y el incremento de las exportaciones de alimentos. En cambio, las ventas de bienes de equipo y de

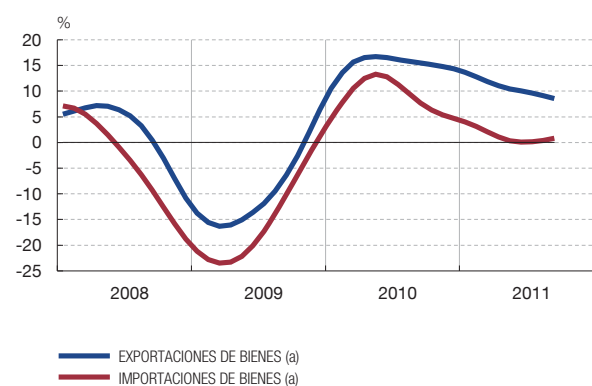
INDICADORES DE CONSUMO



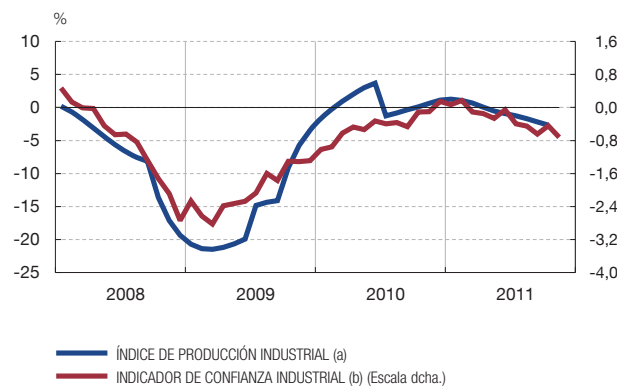
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



INDICADORES DE INDUSTRIA



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

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

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

bienes de consumo duradero retrocedieron en términos interanuales, con caídas en las exportaciones de automóviles, que contrastan con el dinamismo de este componente en los tres primeros trimestres del año. Por destino geográfico, en esta ocasión la tasa de crecimiento de las ventas extracomunitarias fue inferior a la de las destinadas a los países de la UE, lo contrario de lo que había ocurrido en el período transcurrido de 2011. Por su parte, las importaciones reales aumentaron en octubre un 0,5 % interanual, que es el resultado de una fuerte expansión de las compras de bienes de consumo duraderos y de una marcada debilidad de las importaciones de bienes de equipo y de bienes intermedios. En términos nominales, el crecimiento de las exportaciones de bienes volvió a superar al de las importaciones (11,5 % interanual, frente al 9,2 %), con lo que el déficit comercial se recortó casi un 2 % en octubre. La reducción acumulada en el déficit comercial en el período enero-octubre en comparación con el mismo período del año anterior es de un 9 %, con un descenso del 64 % del saldo no energético y un incremento del 17 % del saldo energético.

Respecto al turismo, los últimos indicadores publicados apuntan a una moderación del elevado dinamismo mostrado desde mediados del año 2010. De este modo, las entradas de turistas aumentaron en noviembre un 3,6 % interanual, frente al 8 % de octubre. En noviembre, las pernoctaciones de no residentes aumentaron un 6,2 % en tasa interanual.

Por otra parte, el gasto total realizado por los turistas no residentes, medido en términos nominales, ha aumentado un 8,4 % interanual en los diez primeros meses del año.

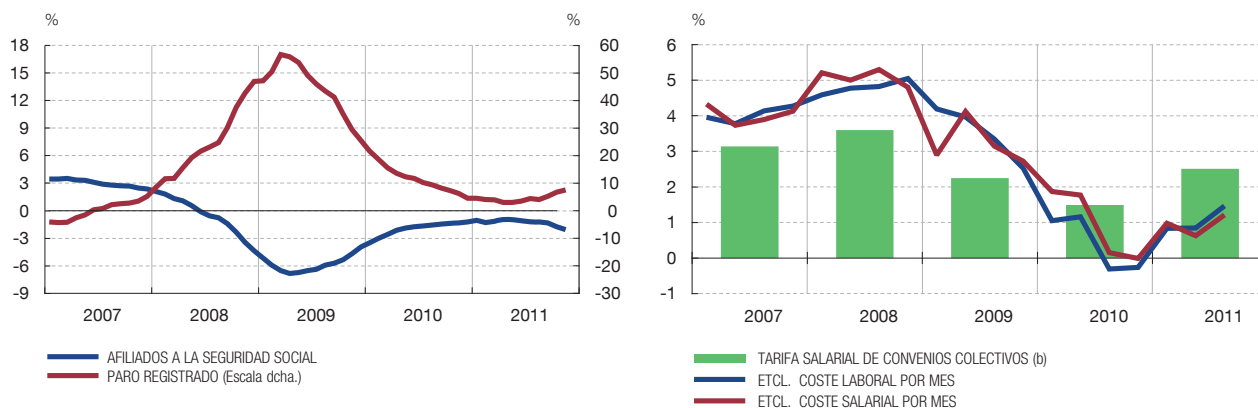
De acuerdo con los datos más recientes de Balanza de Pagos, el déficit acumulado en la balanza por cuenta corriente se situó en 34 mm de euros en los nueve primeros meses del año (38,8 mm en el mismo período de 2010). Esta disminución recoge el favorable comportamiento de los saldos comercial y de servicios, cuya evolución contrarrestó la ampliación del déficit de rentas. Por su parte, la cuenta de capital generó hasta el final del tercer trimestre de 2011 un superávit de 3,9 mm de euros (5 mm en el mismo período de 2010). De la agregación de ambas balanzas se desprende que la necesidad de financiación de la economía se situó en 30 mm de euros en el período de enero-septiembre, un 11 % inferior a la observada en los nueve primeros meses del año anterior.

La debilidad de la demanda nacional se refleja claramente en los indicadores de oferta. Así, los indicadores referidos a la actividad industrial anticipan una evolución negativa en el cuarto trimestre. El índice de producción industrial corregido de estacionalidad disminuyó intensamente en octubre, un 2,5 % intermensual y un 4,2 % interanual, con caídas generalizadas en todas las grandes rúbricas. De modo análogo, los índices de cifra de negocios y de entradas de pedidos en la industria intensificaron en octubre sus retrocesos interanuales en casi 3 pp. Estas caídas podrían haberse prolongado en noviembre, a tenor de los datos en ese mes de los indicadores cualitativos: la caída del índice de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea fue de tres puntos en dicho mes, y de una décima en el PMI de manufacturas —que, con un valor de 43,8, se mantiene por séptimo mes consecutivo en la zona de contracción—. Igualmente, el empleo en la rama industrial, medido a través del número de afiliados a la Seguridad Social, aceleró en noviembre su ritmo de caída interanual hasta el -3,4 % (-2,4 % en el tercer trimestre).

Los indicadores de opinión relativos a los servicios muestran también un deterioro en el transcurso del cuarto trimestre. Así, el indicador de confianza que elabora la Comisión Europea empeoró alrededor de siete puntos en la media de octubre y noviembre con respecto al trimestre anterior. El PMI, por su parte, perdió cinco puntos en noviembre (alcanzando un valor de 36,8 puntos) y acumula en el promedio trimestral una merma de seis puntos. Los indicadores de empleo del sector referidos a noviembre confirman esta debilidad, reflejando una caída interanual del 0,4 % en los afiliados a la Seguridad Social, que contrasta con el incremento del 0,3 % del tercer trimestre. Finalmente, el indicador de actividad del sector servicios, en términos reales y corregidos de estacionalidad, aceleró en octubre su retroceso interanual en 2 pp, hasta el -3,1 %.

En relación con el empleo en el conjunto de la economía, los datos mensuales más recientes, referidos al mes de noviembre, apuntan a un aumento del ritmo de destrucción de puestos de trabajo en el cuarto trimestre del año. En concreto, las afiliaciones a la Seguridad Social descendieron un 2,1 % interanual, intensificando en 0,4 pp el ritmo de caída registrado en octubre. Además, el número de parados repuntó de nuevo, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 7,5 %, frente al 6,7 % observado en octubre (véase gráfico 2).

En términos de Contabilidad Nacional, el Estado registró hasta noviembre un déficit de 52,4 mm de euros, lo que representa el 4,8 % del PIB previsto para el conjunto del año, frente al déficit del 5,2 % del PIB registrado en el mismo período de 2010. En términos de caja, el Estado acumuló hasta noviembre un saldo negativo no financiero de 38,5 mm de euros, lo que supone una mejora de unos 4,5 mm de euros con respecto al correspondiente



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

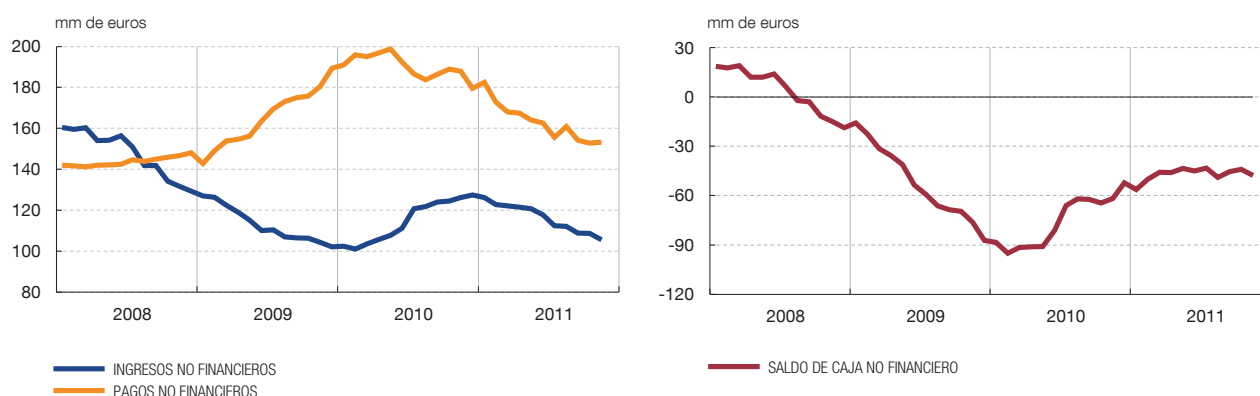
- a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta noviembre de 2011.

al mismo período del año anterior. Tanto los ingresos como los gastos no financieros registraron caídas del 18,4 % y del 16,3 %, respectivamente, tasas cercanas a los objetivos presupuestados para el conjunto del año, que reflejan la incidencia del nuevo sistema de financiación autonómica (véase gráfico 3).

Precios y costes

De acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 1,5 % interanual en el tercer trimestre del año, lo que supone una aceleración tras el 0,8 % de los dos primeros trimestres (véase gráfico 2). Este repunte se explica, en parte, por un efecto de comparación, pues en el tercer trimestre de 2010 tuvo lugar el recorte de las retribuciones de los empleados públicos, lo que determina que la tasa interanual del componente salarial de los costes laborales totales aumente hasta el 1,2 % en el tercer trimestre de 2011, frente al 0,6 % del segundo. En todo caso, los costes no salariales también se aceleraron (en 0,7 pp, hasta el 2,2 % interanual). La información salarial más reciente, relativa al desarrollo de la negociación colectiva hasta noviembre, muestra un incremento medio de las tarifas salariales del 2,5 %, una décima menos que el crecimiento acumulado hasta octubre. Los convenios revisados —esto es, los acuerdos plurianuales alcanzados en ejercicios anteriores, que siguen teniendo efectos económicos en 2011— mantienen un incremento salarial del 2,7 %, mientras que en los de nueva firma, menos numerosos, la subida salarial media es del 1,6 %. El grado de cobertura de la negociación colectiva, medido por la proporción de trabajadores afectados por los convenios firmados, es muy bajo.

En el penúltimo mes del año, la tasa de variación interanual del IPC disminuyó una décima, hasta el 2,9 %, gracias a la reducción del precio de los bienes, mientras que los servicios mantuvieron la tasa de meses previos del 1,6 % (véase gráfico 4). Dentro de los bienes, resalta la moderación de los precios energéticos, hasta el 13,8 %. El resto de precios de los bienes industriales moderó asimismo su crecimiento en tres décimas, hasta el 0,3 %, en parte debido al descenso de los precios de los medicamentos. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados experimentaron una desaceleración de una décima, hasta el 0,8 %, en tanto que los de los alimentos elaborados siguieron creciendo a un ritmo interanual del 4,4 %. El IPSEBENE, que excluye las rúbricas con precios más volátiles, mantuvo su avance interanual en el 1,7 %. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también redujo el crecimiento interanual hasta el 2,9 %, mientras que



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a Último dato: noviembre de 2011.

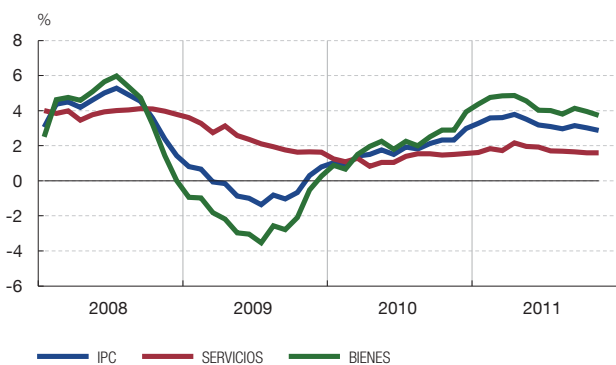
en la zona del euro los precios avanzaron en noviembre un 3 %, al igual que en el mes anterior, de forma que el diferencial de inflación pasó a ser negativo (-0,1 pp).

En noviembre, el índice general de precios industriales aumentó un 6,3 % interanual, dos décimas menos que el mes anterior. Los precios de los bienes de consumo repuntaron ligeramente, hasta el 2,6 %, mientras que el resto de componentes siguió desacelerándose. Por último, los precios de las exportaciones, aproximados a través de los IVU, se aceleraron en octubre en 2,4 pp, hasta el 6,1 %, mientras que el avance del índice de precios industriales de exportación elaborado por el INE se desaceleró en una décima en ese mes, hasta el 5,3 %. En la vertiente importadora, tanto los IVU como los precios industriales de importación repuntaron en octubre hasta tasas del 8,6 % y del 9,8 %, respectivamente.

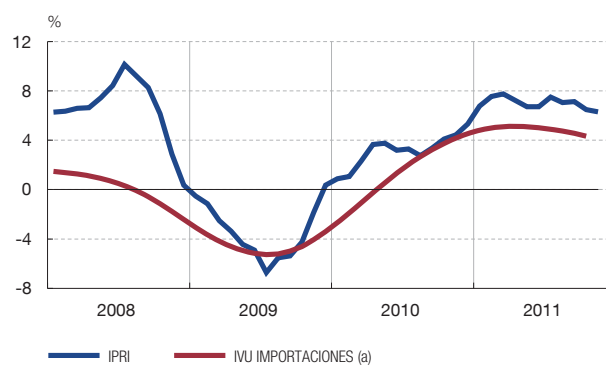
Evolución económica y financiera en la UEM

Durante el último mes, los mercados financieros internacionales se han caracterizado por una elevada volatilidad y su dinámica se sigue viendo condicionada principalmente por los acontecimientos relacionados con la crisis de deuda soberana europea. El apetito por el riesgo repuntó por la expectativa de avances en este ámbito y, también, por la acción coordinada de los bancos centrales de Canadá, Estados Unidos, Suiza, Inglaterra, Japón y la zona del euro para reducir en 50 puntos básicos (pb) el precio de los *swaps* de dólares. No obstante, los mercados volvieron a acoger con escepticismo los acuerdos de la cumbre europea del pasado 9 de diciembre. Por su parte, la publicación de indicadores macroeconómicos relativamente positivos en Estados Unidos ejerció un efecto favorable sobre los mercados. En este contexto, las principales bolsas mundiales registraron ganancias moderadas, si bien se han revertido casi por completo en las dos últimas semanas. El bono a diez años de Estados Unidos siguió actuando como refugio y su rendimiento se mantuvo en mínimos históricos, en torno al 2 %. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció frente a las principales monedas internacionales, tanto desarrolladas —un 3,5 % frente al euro— como emergentes, con la excepción del yen, lo que supone una corrección de la tendencia previa. En los mercados emergentes continuaron registrándose fuertes salidas de capitales, especialmente en bolsa y en las regiones de Asia y Europa del Este. El comportamiento relativo de América Latina fue algo menos negativo, lo que también tuvo su reflejo en un acceso fluido a las emisiones en los mercados primarios internacionales. Por su parte, los precios de las materias primas prolongaron la tendencia a la baja de los últimos meses ante las perspectivas de una menor actividad

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

económica global, con una caída ligeramente menor del petróleo por el temor de que las crecientes tensiones en Irán puedan afectar la oferta en el medio plazo. Los precios del barril de Brent permanecieron estables en una banda entre los 105-110 dólares.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,8 %, inferior a la estimación preliminar (2 %), por la menor contribución del consumo privado, parcialmente compensada por la aportación menos negativa de la variación de existencias. Los últimos indicadores apuntan hacia una recuperación moderada. Así, aunque la producción industrial y la utilización de la capacidad retrocedieron ligeramente en noviembre, la confianza empresarial mostró un tono más favorable. Las ventas al por menor aumentaron débilmente en noviembre y la confianza de los consumidores ha seguido avanzando en diciembre. Por su parte, el mercado laboral mostró en noviembre señales más positivas —con mantenimiento del ritmo de creación neta de empleo y disminución de la tasa de paro (8,6 %)—, si bien algo matizadas por la reducción de la tasa de participación y el débil crecimiento de los salarios. El mercado inmobiliario residencial sigue en niveles muy bajos, tanto por la debilidad de la demanda como por el estancamiento de la oferta, el continuado ajuste a la baja de los precios y la vigencia de unas duras condiciones crediticias. La inflación, medida por el IPC, alcanzó en noviembre un 3,4 % en tasa interanual, mientras que la tasa subyacente se situó en el 2,2 %. En este contexto de fragilidad económica y financiera, la Reserva Federal mantuvo el tono expansivo de su política monetaria sin cambios respecto a la reunión de septiembre, mientras que en el ámbito fiscal se extendieron por dos meses el recorte a las contribuciones a la seguridad social de empleados y empresarios, así como los beneficios sociales para desempleados.

En Japón, el PIB del tercer trimestre se revisó a la baja una décima, mostrando un crecimiento del 1,4 % trimestral (-0,7 % interanual), debido a la contracción de la inversión no residencial y del consumo privado. Los indicadores de confianza apuntan hacia un notable debilitamiento de la actividad en el cuarto trimestre, tanto en manufacturas como en servicios, como consecuencia de la mayor incertidumbre en torno a la demanda exterior y de la fortaleza del yen. Sin embargo, el índice de actividad del sector terciario registró una mejora notable en octubre. En el mercado laboral, la tasa de paro se incrementó en cuatro décimas en ese mes, hasta el 4,5 %. Por otro lado, la balanza comercial registró un saldo

negativo en octubre, como resultado de la persistente fortaleza de las importaciones. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en el rango 0 %-0,1 %.

En el Reino Unido, según la estimación final del PIB del tercer trimestre, la economía creció un 0,6 % trimestral (0,5 % anual), impulsada principalmente por la variación de existencias. Los indicadores del cuarto trimestre reflejan caídas de la producción manufacturera, mientras que los servicios, de momento, proporcionan un cierto soporte a la economía y la construcción continúa estancada. Según las encuestas de ventas minoristas, el consumo sigue deprimido, afectado por el reducido nivel de confianza, el deterioro del mercado laboral —la tasa de paro se situó en el 8,3 % en octubre, cuatro décimas más que en julio— y una inflación elevada. Esta última alcanzó un 5,2 % en septiembre, y se moderó en octubre y noviembre hasta el 4,8 %, mientras que la subyacente se situó en el 3,2 %. En su reunión de diciembre, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés en el 0,5 %, así como el volumen de su programa de compra de activos en 275 mm de libras. Ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento, el Gobierno ha retrasado dos años el cumplimiento del objetivo de eliminación del déficit estructural, hasta el ejercicio fiscal 2016/2017.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB del tercer trimestre creció un 3,4 % interanual, en promedio, superior al 3,1 % del segundo trimestre, si bien en tasas intertrimestrales la desaceleración de la actividad prosiguió en la mayor parte de la región. El impulso de la actividad se apoyó en la demanda interna en los países bálticos, Polonia y Rumanía, mientras que en Hungría, la República Checa y Bulgaria continuó ligado a la expansión de las exportaciones. La tendencia a la desaceleración se ha prolongado en el cuarto trimestre. En noviembre, la tasa agregada de inflación repuntó tres décimas, hasta el 3,9 % interanual, aunque por países se observó un comportamiento heterogéneo; en Hungría y Polonia, la marcada depreciación del forint y del zloty frente al euro contribuyó a las alzas de precios. El banco central de Hungría aumentó el tipo de interés oficial un total de 100 pb en sus dos últimas reuniones, hasta situarlo en el 7 %, por las mayores presiones inflacionistas y la rebaja de la calificación de la deuda húngara por debajo de grado de inversión por parte de Moody's y Standard and Poor's. En el resto de países los tipos se mantuvieron inalterados.

En China, el ritmo de expansión de la actividad económica continuó moderándose. Tanto la producción industrial como la inversión en activos fijos se desaceleraron en noviembre y persistió el ajuste de la demanda externa, fundamentalmente por la fuerte ralentización de las exportaciones a Europa. La inflación continuó disminuyendo más rápido de lo previsto, situándose en el 4,2 % interanual en noviembre, lo que permitió al banco central disminuir en 50 pb el coeficiente de reservas bancarias, quedando en el 21 % para los grandes bancos comerciales. En el resto de Asia emergente, la producción industrial en octubre apuntó signos de desaceleración en el conjunto del área, siendo especialmente acusada en India —donde el tipo de cambio está sufriendo un fuerte ajuste— y en Tailandia, debido a los graves daños económicos producidos por las inundaciones de otoño. Por otra parte, la inflación interanual presentó una evolución heterogénea en noviembre, si bien con un cierto predominio de los descensos. En este contexto, no hubo variaciones en las políticas monetarias de los países de la región.

En América Latina, las cifras de contabilidad nacional del tercer trimestre reflejan un avance del PIB agregado del 0,8 % en tasa intertrimestral, lo que supone una desaceleración respecto al 1,1 % del segundo trimestre, propiciada por el crecimiento nulo de Brasil. La tasa interanual aumentó una décima respecto al trimestre precedente, hasta situarse en el 4,4 %, dado que la desaceleración en Brasil, Chile y Perú quedó compensada por las mayores

tasas de crecimiento en Argentina, Colombia, México y Venezuela. Los primeros indicadores referidos al cuarto trimestre apuntan a una desaceleración de la actividad. Por otro lado, la inflación se mantuvo en el 7 % en noviembre, debido a la moderación del crecimiento de los precios en Brasil, del 7 % al 6,6 %, que compensó el aumento observado en el resto de la región. En este contexto, los tipos de interés oficiales se redujeron de nuevo en Brasil, en 50 pb, y se mantuvieron en el resto de los países con objetivos de inflación. En el plano fiscal, se han introducido algunos estímulos —rebajas de algunos impuestos que afectan al consumo privado y al crédito al consumo— en Brasil, donde también se han comenzado a retirar algunos controles de capitales; en México se reintrodujeron las subastas de venta de dólares diarias para frenar la depreciación del peso.

En el área del euro, la segunda estimación de Contabilidad Nacional confirmó que el PIB aumentó un 0,2 % en términos intertrimestrales en el período de julio a septiembre, la misma cuantía que en el trimestre anterior. El crecimiento del producto respondió, principalmente, al incremento del consumo privado y en menor medida de la formación bruta de capital fijo, mientras que el consumo público permaneció estancado. La variación de existencias registró una aportación negativa de -0,2 pp a la tasa de crecimiento del PIB, mientras que el saldo neto exterior aportó dos décimas, con un aumento de las exportaciones mayor que el de las importaciones. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 1,4 %, tres décimas inferior a la observada en el trimestre precedente. El ejercicio de proyección de diciembre del Eurosistema contempla un incremento del PIB de entre el 1,5 % y el 1,7 % en 2011, y de entre el -0,4 % y el 1 % en 2012, lo que supone una revisión a la baja de las previsiones, especialmente para 2012. Estas proyecciones, por otra parte, están sujetas a riesgos a la baja significativos.

En línea con la debilidad de la actividad, el empleo empeoró en el tercer trimestre, de forma que el número de empleados disminuyó un 0,1 % en relación con el trimestre anterior, mientras que en términos interanuales solo avanzó un 0,3 %. Al mismo tiempo, la tasa de paro aumentó una décima, hasta el 10,3 %, en octubre. La productividad aparente del trabajo redujo ligeramente su ritmo de avance al 1,1 %, evolución que, junto con el aumento de la remuneración por asalariado hasta el 2,7 %, se tradujo en un nuevo aumento de los costes laborales. Por su parte, los márgenes empresariales se redujeron nuevamente en el tercer trimestre.

La última información disponible apunta a una intensa ralentización en el ritmo de avance de la actividad para el cuarto trimestre. Por el lado de la oferta, los indicadores relativos a la industria presentaron en general un tono negativo: la producción industrial disminuyó un 0,1 % en octubre (después de la caída del 2 % del mes pasado) y los indicadores de opinión relativos a los últimos meses del año empeoraron respecto a los meses precedentes, si bien la estimación preliminar de las encuestas de directores de compras de manufacturas aumentó en diciembre. En el caso de los servicios, los indicadores de confianza de la Comisión Europea disminuyeron en noviembre, mientras que las encuestas a los directores de compras registraron un avance en diciembre, según la estimación preliminar. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor mostraron un tímido incremento en octubre, mientras que las matriculaciones aumentaron en noviembre, compensando la caída del mes anterior. Por otro lado, el indicador de confianza de los consumidores retrocedió en diciembre, según la estimación preliminar (véase cuadro 1). En cuanto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos retrocedió en octubre y noviembre y el grado de utilización de la capacidad productiva descendió en el cuarto trimestre. Finalmente, las ventas al exterior, según información procedente de la balanza comercial, disminuyeron en octubre, mientras que la valoración de

		2011					
		Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	4,4	6,0	2,2	1,1		
	Comercio al por menor	-0,4	-0,1	-1,2	-0,4		
	Matriculaciones de turismos nuevos	2,3	6,1	1,3	-0,6	-3,3	
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,2	-16,5	-19,1	-19,9	-20,4	-21,2
	Indicador de confianza industrial CE	0,9	-2,7	-5,9	-6,5	-7,3	
	PMI de manufacturas	50,4	49,0	48,5	47,1	46,4	46,9
	PMI de servicios	51,6	51,5	48,8	46,4	47,5	48,3
	IAPC	2,5	2,5	3,0	3,0	3,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	2,0	2,8	3,0	2,6		
	M1	1,0	1,7	2,0	1,7		
	Crédito a los sectores residentes	2,4	2,4	2,3	1,6		
	AAPP	4,9	5,4	5,6	-0,5		
	Otros sectores residentes	1,8	1,7	1,5	2,1		
	<i>De los cuales:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	3,0	2,9	2,9	2,2		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	1,5	1,5	1,6	1,9		
	Eonia	1,01	0,91	1,01	0,96	0,79	0,67
	Euríbor a tres meses	1,60	1,55	1,54	1,58	1,48	1,44
	Euríbor a un año	2,18	2,10	2,07	2,11	2,04	2,01
	Rendimiento bonos a diez años	4,59	4,21	4,04	4,09	4,41	4,12
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,57	-1,89	-2,06	-1,95	-2,37	-2,11
	Tipo de cambio dólar/euro	1,426	1,434	1,377	1,371	1,356	1,322
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-4,4	-17,6	-22,0	-14,6	-16,6	-18,0

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.

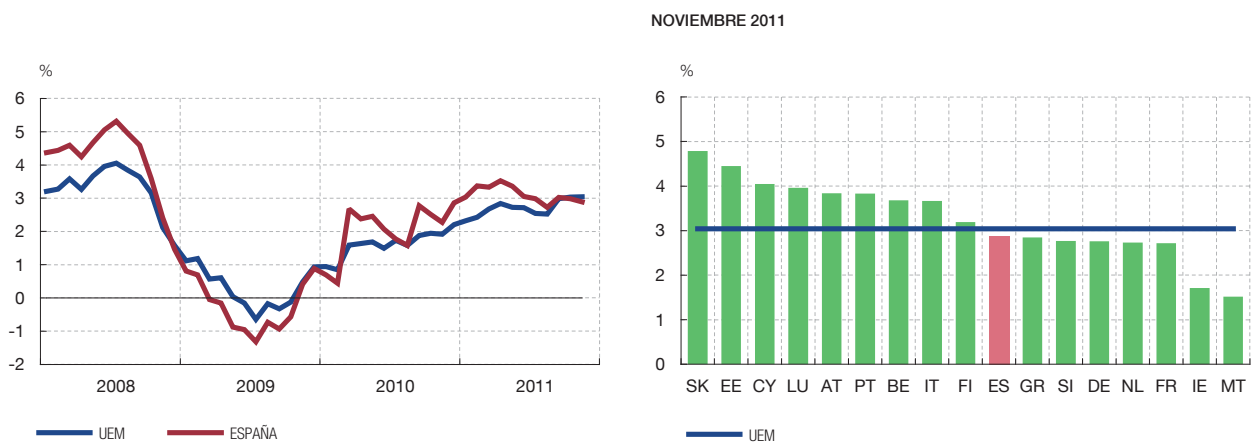
b Datos hasta el día 23 de diciembre de 2011.

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

la cartera de pedidos exteriores en noviembre y las expectativas de exportación en el cuarto trimestre de 2011 fueron más desfavorables.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se mantuvo en noviembre en el 3 % (véase gráfico 5). Por componentes, se registró una ligera aceleración de los precios de los servicios y de los alimentos no elaborados, que fue compensada por una leve desaceleración de la tasa de variación interanual del IAPC de energía. De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, permaneció en el 2 %. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se redujo tres décimas en octubre hasta el 5,5 %. El ejercicio de proyecciones de diciembre del Eurosis-tema anticipa una tasa de entre el 2,6 % y el 2,8 % para 2011, y de entre el 1,5 % y el 2,5 % para 2012, lo que supone, en comparación con el ejercicio de septiembre, una ligera revisión al alza. Los riesgos en torno a estas proyecciones están equilibrados.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, el 8 de diciembre, reducir los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 1 %, para las operaciones principales de financiación, y hasta el 0,25 % y el 1,75 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. Esta disminución se basó en las expectativas de que la inflación se situará en el medio plazo por debajo —pero próxima— del objetivo del 2 %, en un contexto en el que las tensiones

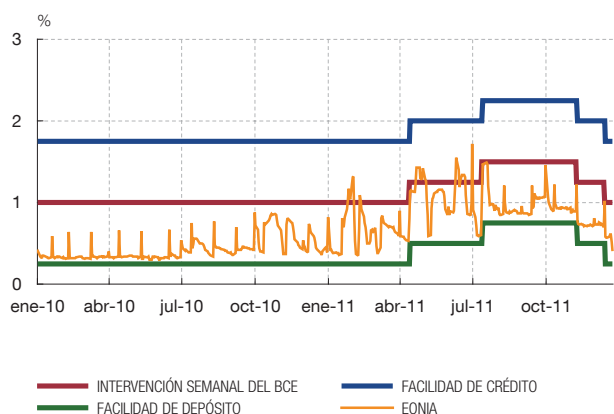


FUENTE: Eurostat.

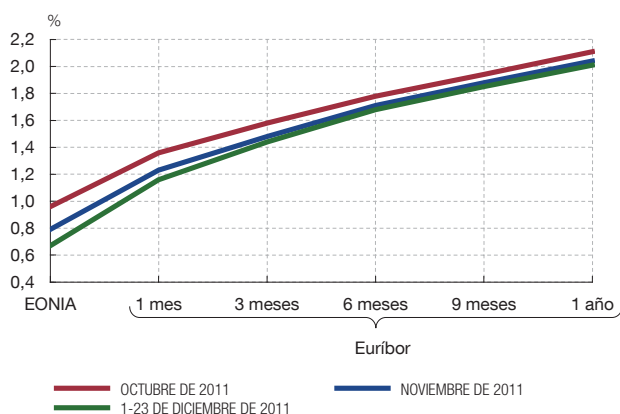
financieras continúan frenando la actividad económica y las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y considerables riesgos a la baja. Además, el BCE adoptó una serie de medidas no convencionales, con el objetivo de mejorar el acceso del sector bancario a la liquidez y asegurar el correcto funcionamiento del mercado monetario en la zona del euro. En primer lugar, se efectuarán dos operaciones de financiación a tipo de interés fijo con adjudicación plena con vencimiento a 36 meses y con la opción de reembolso anticipado después de un año. Además, aumentó el abanico de los activos que son admitidos como garantía para prestar liquidez, incluyendo las titulaciones cuya segunda mejor calificación crediticia en la escala armonizada del Eurosistema sea como mínimo «A», los créditos hipotecarios y los préstamos a pequeñas y medianas empresas y, de forma temporal, los préstamos bancarios siempre que hayan recibido el visto bueno del banco central nacional correspondiente. Por último, se redujo el coeficiente de caja hasta el 1 % (actualmente, en el 2 %), lo que liberará activos de garantía y respaldará la actividad del mercado monetario.

Con la finalidad de dar respuesta al aumento de las tensiones en el área del euro, los jefes de Estado o de Gobierno de la UEM, por un lado, adoptaron el 9 de diciembre nuevas medidas tendentes a reforzar los instrumentos de estabilización disponibles para hacer frente a los desafíos de corto plazo y, por otro, sentaron las bases de un nuevo pacto presupuestario en forma de acuerdo intergubernamental que tiene por objetivo dotar a la Unión Económica y Monetaria y a la Unión Europea de un marco más sólido de disciplina y estabilidad presupuestaria. En relación con las medidas de refuerzo de las herramientas de gestión de la crisis disponibles, destacan la aportación adicional al FMI de 200 mm de euros en forma de préstamos bilaterales y el adelanto de la puesta en funcionamiento del Mecanismo de Estabilidad Europea a julio de 2012, cuya dotación (500 mm de euros en conjunción con la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera) será revisada en marzo del mismo año. En lo que respecta al pacto fiscal, se acordó establecer una norma presupuestaria que sitúe como límite para el déficit estructural anual el 0,5 % del PIB nominal. Esta regla contendrá un mecanismo corrector que se activará en caso de desviación y tendrá que ser introducida en las constituciones de cada país, siendo su transposición verificada por el Tribunal de Justicia Europeo. Por su parte, los países con procedimiento de déficit excesivo tendrán sanciones automáticas, salvo que se oponga a ello una mayoría cualificada de países, y se refuerza la vigilancia económica y presupuestaria. Dada la falta de

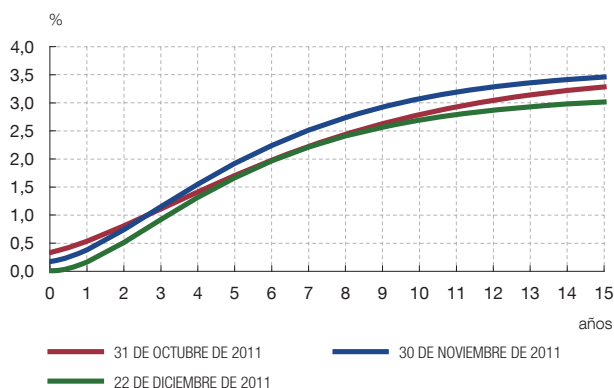
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



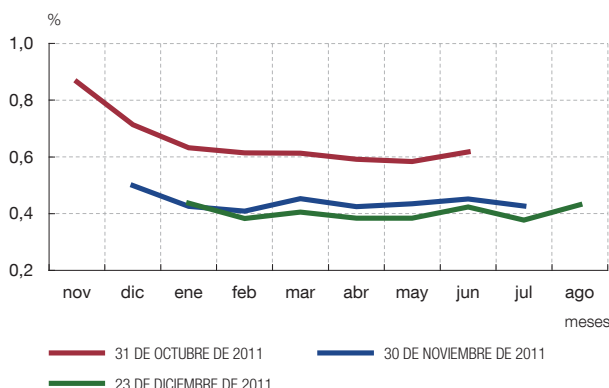
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

unanimidad entre los Estados miembros, estas medidas serán adoptadas bajo un acuerdo internacional que será firmado, como muy tarde, en marzo y que se trasladará a los Tratados de la Unión tan pronto como sea posible. Algunos países no pertenecientes al euro (con la excepción del Reino Unido, que no firmará el acuerdo) indicaron la posibilidad de adherirse tras consultar a sus respectivos parlamentos. Por otra parte, a lo largo del mes de diciembre, Italia presentó medidas complementarias de ajuste fiscal, una aceleración de la reforma del sistema de pensiones y el anuncio de nuevas políticas estructurales. La Troika valoró positivamente los avances en la consolidación fiscal y proceso de reforma de Irlanda y de Portugal, que recibirán su próximo tramo de ayuda a principios de 2012.

A pesar de los acuerdos alcanzados por los jefes de Estado o de Gobierno y por el Consejo de Gobierno del BCE, continuó registrándose una fuerte volatilidad de los indicadores financieros, aunque se ha observado una ligera mejoría de los diferenciales de deuda en los últimos días. Por su parte, el EUROSTOXX retrocedió un 2% y el tipo de cambio del euro frente al dólar se depreció alrededor del 2,5%, hasta situarse en torno a los 1,3 dólares/euro a la fecha de cierre de este Boletín (véase gráfico 7). Durante ese mismo período, el euro se depreció en términos efectivos nominales un 2%.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

En porcentaje

	2008	2009	2010	2011				
	Dic	Dic	Dic	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic (a)
TIPOS BANCARIOS (b)								
HOGARES E ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	5,83	2,62	2,66	3,68	3,67	3,75
Crédito para consumo y otros fines	8,83	6,96	6,35	7,38	7,34	7,46
Depósitos	2,79	1,39	1,70	1,64	1,73	1,72
SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
Crédito (c)	4,87	2,95	3,24	3,96	3,93	4,05
MERCADOS FINANCIEROS (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,18	0,80	3,05	2,94	2,88	3,27	4,58	3,46
Deuda pública a cinco años	3,46	2,73	4,64	4,52	4,40	4,46	5,49	4,72
Deuda pública a diez años	3,86	3,80	5,37	5,25	5,20	5,25	6,19	5,52
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,81	0,62	2,47	3,02	3,35	3,24	4,22	3,46
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	2,87	0,72	1,70	2,18	2,76	2,41	2,69	2,69
IBEX 35 (f)	-39,43	29,84	-17,43	-11,57	-13,31	-9,17	-14,30	-13,35

FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Media de datos diarios hasta el 23 de diciembre de 2011.
- 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 para 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 2010.
- 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**
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2011	2009	2010	2011		
	Oct (b)	Dic	Dic	Ago	Sep	Oct
FINANCIACIÓN TOTAL	2.849,8	4,1	3,3	2,2	1,9	1,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.145,5	-0,8	0,5	-1,5	-1,7	-2,0
Hogares e ISFLSH	874,6	-0,3	0,2	-1,9	-1,5	-2,0
<i>De la cual:</i>						
<i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>	668,8	0,2	0,7	-0,8	-0,8	-1,1
<i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>	202,3	-1,9	-1,3	-5,3	-4,0	-4,9
Sociedades no financieras	1.270,9	-1,2	0,8	-1,2	-1,8	-2,0
<i>De la cual:</i>						
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i>	851,8	-3,5	-1,0	-3,7	-4,3	-4,4
<i>Valores de renta fija (d)</i>	65,1	36,3	11,6	7,5	7,9	6,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	704,3	29,4	13,8	15,6	14,9	11,8
Valores a corto plazo	90,4	62,7	2,5	6,8	6,5	-0,6
Valores a largo plazo	494,6	27,5	15,4	17,2	16,8	14,6
Créditos y resto	119,3	14,6	17,9	16,1	14,1	11,3

FUENTE: Banco de España.

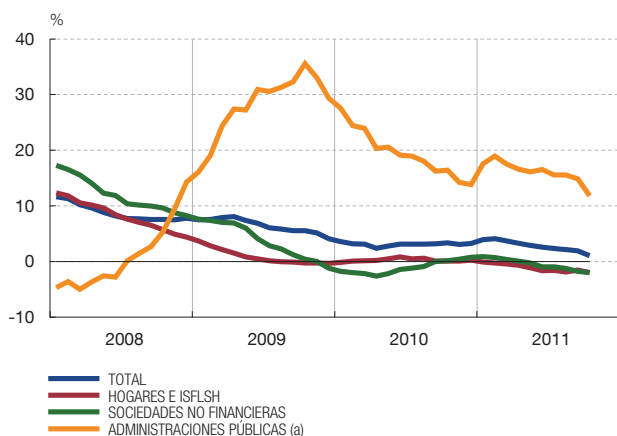
- a La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.
b Saldo en miles de millones de euros.
c Incluye los créditos titulizados.
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

En este contexto, el BCE continuó realizando compras de deuda en los mercados secundarios con el Programa de Mercado de Valores, que ya han superado los 210 mm de euros. En el mercado interbancario se acrecentaron los problemas de liquidez, reflejados en el mayor uso del recurso de financiación al Eurosistema por parte de los bancos, al tiempo que se amplió la utilización de la facilidad de depósito. También prosiguió el aumento del diferencial entre la rentabilidad de los depósitos y los *eurepos*, al disminuir los tipos de interés de las operaciones con garantía en mayor proporción de lo que lo hizo el euríbor. Así, el euríbor a un mes se situó en el 1,11 %, mientras que alcanzó el 2 % para las operaciones con plazo de vencimiento a un año (véase gráfico 6). Por otra parte, los préstamos al sector privado aumentaron su crecimiento interanual en octubre dos décimas, hasta el 2,7 %, por el mayor avance de los concedidos a empresas no financieras, mientras que los otorgados a familias se ralentizaron. Por último, en octubre el agregado monetario amplio M3 registró una tasa de crecimiento interanual del 2,6 %, lo que supone una reducción de cuatro décimas respecto al mes anterior.

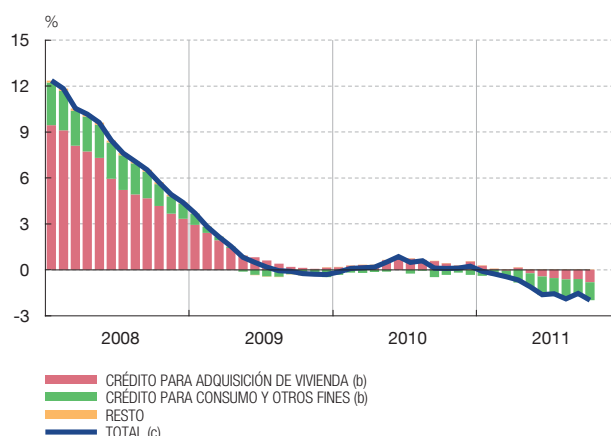
**Evolución financiera
en España**

En la parte transcurrida de diciembre se ha producido una cierta mejoría en las condiciones de los mercados financieros españoles, que se ha reflejado en descensos en las rentabilidades de la deuda pública y en los diferenciales frente a las referencias alemanas a los mismos plazos y en una recuperación de las cotizaciones bursátiles. No obstante, las primas de riesgo se mantienen en niveles elevados. Por su parte, la información más reciente de los balances de los distintos agentes, correspondiente a octubre, muestra una contracción interanual ligeramente más acusada a la del mes previo, tanto de la financiación captada por las empresas y las familias, como de los activos más líquidos de sus carteras, y un mantenimiento de la tendencia de desaceleración de la deuda de las AAPP. Los datos provisionales de noviembre apuntan a una prolongación

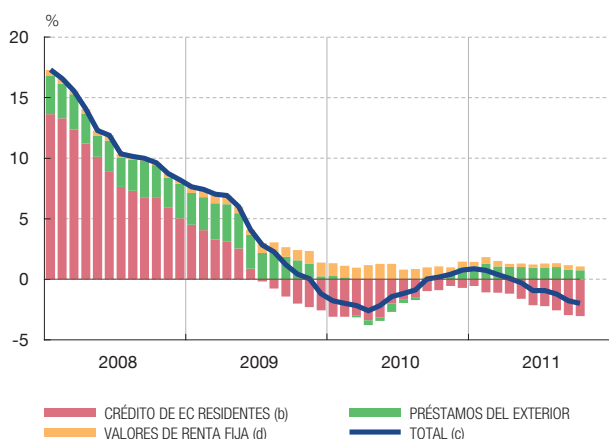
CRECIMIENTO INTERANUAL



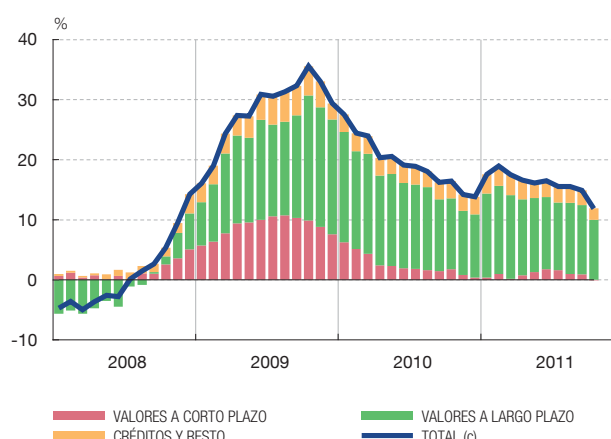
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES



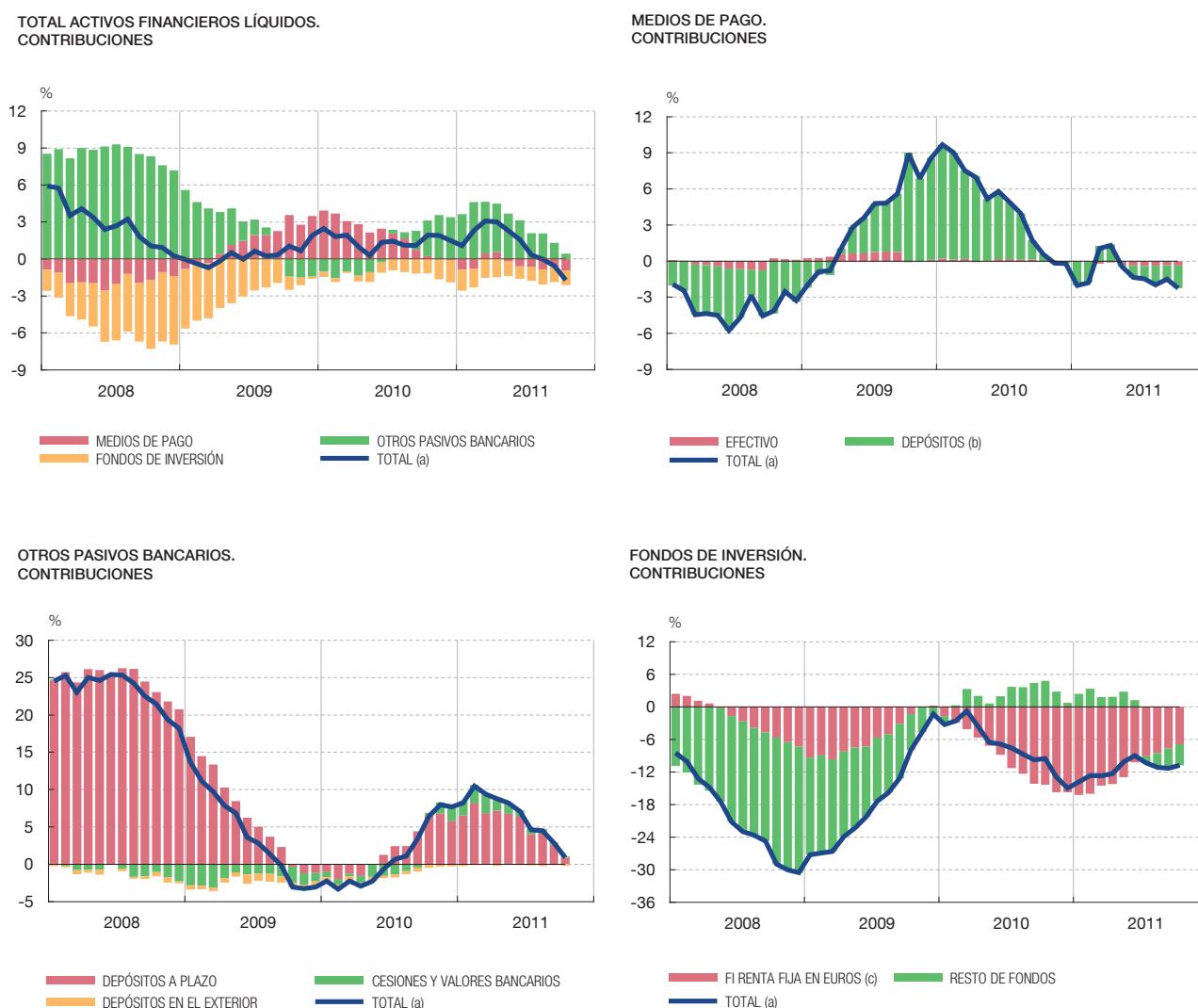
FUENTE: Banco de España.

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

de la pauta de descenso de los pasivos ajenos del sector privado no financiero y de sus activos más líquidos.

En los días transcurridos de diciembre, 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 3,46 % y el 5,52 %, respectivamente, lo que supone reducciones, en relación con las correspondientes cifras de noviembre, de 112 pb y 67 pb (véase cuadro 2). El diferencial medio entre la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y la de la referencia alemana al mismo plazo descendió en mayor medida (77 pb), aunque presentó una elevada volatilidad. En cambio, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas apenas variaron durante el mismo período.

En el mercado bursátil español, el IBEX 35 se situaba, en la fecha de cierre de este artículo, un 1,1 % por encima del nivel alcanzado a finales de noviembre, evolución más favorable



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.

que la que presentó el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM, que descendió un 1,7 %, y similar a la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que aumentó un 1,5 %. Tras estos movimientos, el índice español acumulaba una pérdida en la parte transcurrida del año del 13,4 %, algo inferior a la minusvalía de la referencia europea (18 %), mientras que el estadounidense presentaba una revalorización del 0,6 %.

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 incremento generalizado, aunque moderado, en el caso de los préstamos otorgados al sector privado. Así, el coste de los fondos concedidos a los hogares para consumo y otros fines y el de la financiación destinada a sociedades aumentó, respecto al mes anterior, 12 pb, hasta situarse en el 7,46 % y el 4,05 %, respectivamente, al tiempo que el asociado a los créditos a las familias para adquisición de vivienda subió 8 pb, hasta el 3,75 %. Por

su parte, la remuneración de los depósitos de este último sector apenas varió en relación con la cifra de septiembre.

En octubre, el crecimiento interanual de la financiación recibida por el conjunto de los agentes residentes no financieros se redujo 0,8 pp, hasta situarse en el 1,1 % (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue consecuencia de la mayor contracción interanual de la deuda de los hogares y de las empresas (que se situó en ambos casos en el 2 %, cinco y dos décimas, respectivamente, más que el mes anterior), y de la intensificación en la pauta de desaceleración de los fondos captados por las Administraciones Públicas.

La desagregación por finalidades de la financiación de las familias muestra que las tasas de contracción interanual de los créditos para adquisición de vivienda y de los destinados al consumo y otros fines aumentaron, en relación con septiembre, 0,3 pp y 0,9 pp, respectivamente, situándose en el 1,1 % y el 4,9 %. En el caso de las sociedades, el desglose por instrumentos evidencia que el ritmo de caída interanual de los fondos prestados por las entidades residentes apenas varió en septiembre, situándose en el 4,4 %, mientras que para el resto de modalidades continuaron observándose aumentos de los saldos, en comparación con los niveles del mismo período del año anterior, aunque por importes inferiores a los del mes precedente. La información provisional correspondiente a noviembre no muestra cambios sustanciales en las tasas de variación de los préstamos bancarios de los hogares y las empresas en comparación con las cifras de octubre.

En octubre, la tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas volvió a reducirse, hasta situarse en el 11,8 %, casi 3 pp menos que en septiembre. La desaceleración fue generalizada por instrumentos, siendo especialmente acusada en el caso de los valores de corto plazo, cuyo saldo apenas varió con respecto a la cifra del año precedente.

Durante octubre, los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares siguieron desacelerándose, llegando a presentar una contracción interanual cercana al 1,5 % (véase gráfico 9). Por instrumentos, continuó la tendencia descendente de la tasa de expansión de los depósitos a plazo, hasta situarse próxima a cero, al tiempo que se mantuvo la pauta de caídas, en términos interanuales, del saldo de las participaciones en fondos de inversión y de los medios de pago. Los datos provisionales correspondientes a noviembre evidencian un cierto aumento de los ritmos de descenso de los activos más líquidos de las familias y empresas.

23.12.2011.