

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la actividad económica se estancó en el tercer trimestre, pues el PIB registró un crecimiento intertrimestral nulo, tras haber avanzado un 0,2 % en el período abril-junio. Junto con la estimación del tercer trimestre, el INE ha revisado los resultados de los trimestres precedentes, al incorporar los cambios metodológicos y estadísticos correspondientes a la nueva base contable 2008¹. Estos cambios no modifican apreciablemente la senda de crecimiento del PIB, pero sí revisten cierta importancia por lo que se refiere a algunos de sus componentes, como los distintos tipos de formación bruta de capital fijo, cuya dinámica reciente ha sido revisada de forma significativa, especialmente en los dos últimos años, entre otras razones al cambiar la definición de algunos de esos agregados.

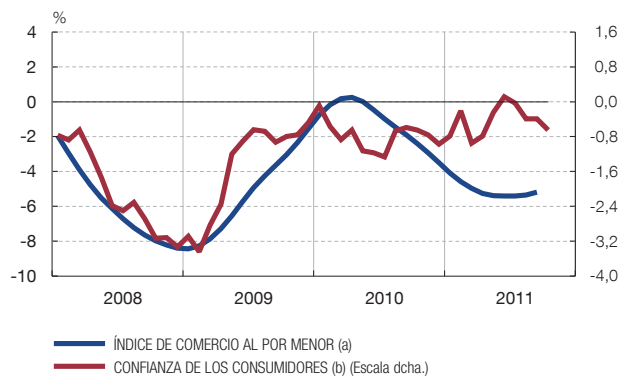
La desaceleración de la actividad en el tercer trimestre se debió a la reducción de la aportación positiva del sector exterior, pues la demanda nacional siguió disminuyendo a un ritmo similar al del trimestre anterior. En concreto, este último agregado experimentó un retroceso del 0,4 %, que reflejó la contracción de todos sus componentes, con la excepción de la inversión en bienes de equipo, que registró un avance en su tasa intertrimestral. Frente a la debilidad de la demanda interna, la demanda exterior neta se mantuvo como soporte de la actividad, a pesar de reducir en dos décimas su contribución positiva al crecimiento del PIB, hasta 0,4 pp, con un aumento apreciable tanto de las exportaciones como de las importaciones (3,1 % y 1,6 %, respectivamente). En términos de las tasas interanuales, el crecimiento del PIB se mantuvo en el 0,8 % observado en el segundo trimestre, en tanto que el ritmo interanual de destrucción de empleo se intensificó hasta el 1,9 %. En consecuencia, la tasa de crecimiento de la productividad aparente del trabajo se incrementó significativamente, hasta el 2,7 % en tasa interanual.

La información coyuntural disponible, todavía muy preliminar, apunta a que en los últimos meses del año se ha acentuado la debilidad de la demanda y de la actividad, influida por el recrudecimiento de las tensiones financieras, como consecuencia del agravamiento de la crisis de deuda soberana en la zona del euro, y por el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento a nivel mundial. Por lo que respecta al consumo privado, los índices de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas elaborados por la Comisión Europea experimentaron en octubre sendos retrocesos, que en el caso del indicador de los consumidores se explica por un fuerte deterioro de las expectativas de desempleo y de las perspectivas de ahorro (véase gráfico 1). Las matriculaciones de vehículos particulares, que en los meses de verano habían presentado una tasa intertrimestral positiva en términos de la serie desestacionalizada, volvieron a experimentar en octubre una caída intermensual, que se estima superior al 2 %.

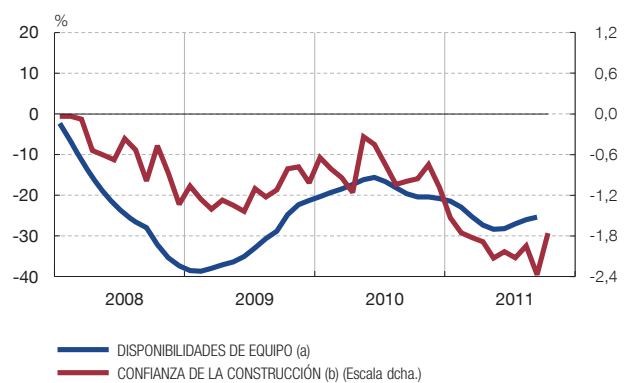
Por lo que respecta a la inversión en equipo, la encuesta trimestral de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros mostró un nuevo retroceso del nivel de utilización de la capacidad productiva al inicio del cuarto trimestre del año, hasta situarse en el 72,2 %, lo que sugiere que podría hacerse frente a un aumento de la producción sin necesidad de recurrir a la ampliación de esa capacidad mediante la inversión. En cambio, el

¹ Para una descripción de estos cambios, véase el recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española» publicado en el *Boletín Económico* de octubre de 2011.

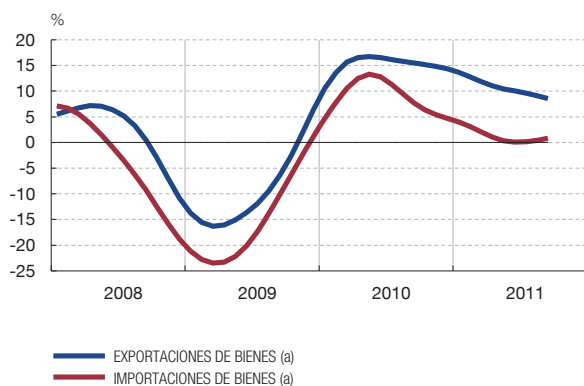
INDICADORES DE CONSUMO



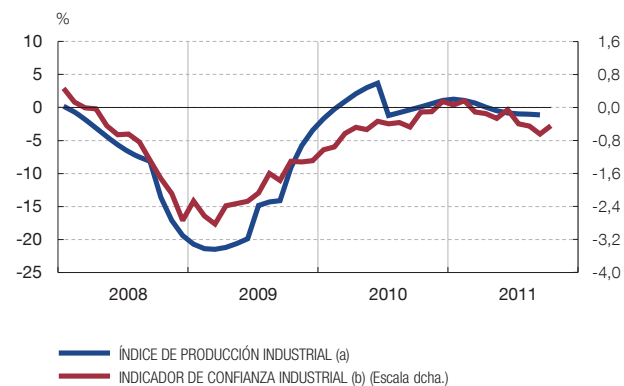
INDICADORES DE INVERSIÓN



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).

indicador de clima industrial de las ramas productoras de bienes de equipo repuntó en octubre, si bien la tendencia reciente de esta serie está siendo bastante errática. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga descendieron más de un 6 % intermensual en octubre en serie ajustada de estacionalidad, tras haber aumentado en el tercer trimestre. Los restantes indicadores cuantitativos referidos a este componente de la demanda solo ofrecen datos hasta septiembre, pero muestran una cierta debilidad, pues tanto la producción industrial como las importaciones de este tipo de productos se desaceleraron respecto a la evolución de los meses anteriores.

El conjunto de indicadores contemporáneos relativos al sector de la construcción refleja la continuación del proceso de ajuste de este componente de la demanda, a un ritmo que parece haberse acentuado con respecto a los meses centrales del año. Por lo que se refiere a los consumos intermedios, la producción industrial de minerales no metálicos y el consumo aparente de cemento siguieron mostrando fuertes caídas interanuales en septiembre (del 14 % y del 20 %, respectivamente). En cuanto al empleo, los afiliados a la Seguridad Social de esta rama intensificaron en octubre su ritmo de descenso interanual en algo más de 0,5 pp respecto a septiembre, hasta el -14 %. Entre los indicadores adelantados, los últimos datos disponibles de superficie visada de obra nueva en viviendas y de edificación no residencial correspondientes a agosto fueron algo menos

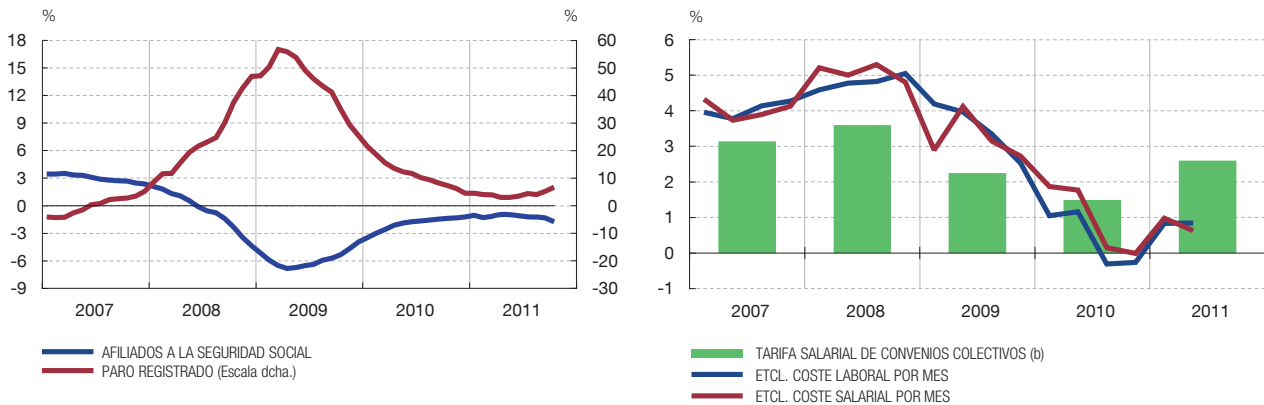
negativos que los registrados en los meses precedentes. En cambio, en agosto se intensificó la contracción de la licitación oficial de obra civil, debido al componente de AAPP, en tanto que la obra licitada por las empresas públicas del Grupo Fomento repuntó en dicho mes.

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, referidos al mes de septiembre, las exportaciones reales de bienes siguieron mostrando en ese mes un notable dinamismo. En concreto, su tasa de expansión interanual fue del 7,8 %. Con este dato, el tercer trimestre se cerró con una tasa del 10,9 %, casi 2 pp mayor que la observada en el segundo. Por grupos de productos, el tono más expansivo correspondió en septiembre a las ventas al exterior de bienes de equipo y energéticos. También las exportaciones de bienes de consumo duradero registraron un avance notable, apoyadas en el dinamismo de las ventas de automóviles. Por destino geográfico, la tasa de crecimiento de las ventas extracomunitarias fue muy superior a la de las destinadas a los países de la UE, intensificándose la tendencia observada en ese sentido durante todo el año. Por su parte, las importaciones reales aumentaron en septiembre un 4,4 % interanual. La tasa correspondiente al tercer trimestre en su conjunto fue del 1,2 %, tras el -0,7 % del segundo. Por grupos de bienes, las partidas más dinámicas en septiembre fueron las de productos intermedios energéticos y bienes de consumo duradero. A pesar de que en términos reales el crecimiento de las exportaciones de bienes superó claramente en septiembre al de las importaciones, en términos nominales ambos flujos crecieron un 11,8 %. La consecuencia fue una ampliación del déficit comercial de casi un 12 % en términos interanuales. No obstante, en el período enero-septiembre el déficit comercial se redujo aproximadamente un 10 % en comparación con el mismo período del año anterior, con un descenso del 73 % del saldo no energético y con un incremento del 22 % del saldo energético, que refleja el encarecimiento del petróleo.

Respecto al turismo, los datos de la CNTR del tercer trimestre confirmaron el mantenimiento del elevado dinamismo que el sector viene mostrando desde mediados del año 2010. La última información de los indicadores referidos al turismo receptor mantiene esta tónica positiva. Así, las entradas de turistas aumentaron un 8 % interanual en octubre, cifra similar al incremento acumulado en los tres primeros trimestres. En ese mes, las pernoctaciones de no residentes aumentaron un 11,1 % en tasa interanual. Por otra parte, el gasto total (medido en términos nominales) realizado por los turistas no residentes alcanzó un incremento del 8,2 % interanual en el período enero-septiembre.

De acuerdo con los datos más recientes de Balanza de Pagos, en los ocho primeros meses de 2011 el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente se situó en 30,4 mm de euros, cifra que es un 13 % inferior a la registrada en el mismo período de 2010. Esta disminución recoge el favorable comportamiento de los saldos comercial y de servicios, y, en menor medida, de las transferencias corrientes, que permitieron compensar la ampliación del déficit de rentas. Por su parte, la cuenta de capital generó en el período enero-agosto de 2011 un superávit cercano a los 4 mm de euros (4,4 mm en el mismo período de 2010). Como resultado de la evolución descrita, la necesidad de financiación de la economía se situó en 26,4 mm de euros, frente a los 30,3 mm de euros del mismo período del año anterior.

Los indicadores disponibles referidos a la actividad industrial apuntan que continúa la debilidad de la evolución del valor añadido de esta rama. En este sentido, aunque los indicadores cualitativos mostraron una leve mejora en octubre, sus niveles son muy reducidos. En concreto, el índice de confianza de la industria manufacturera de la Comisión



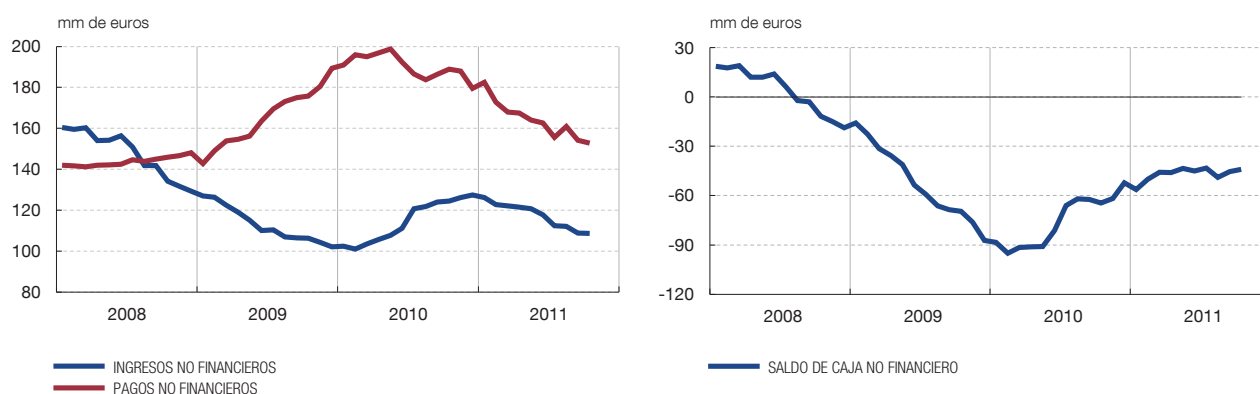
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

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

Europea se situó en octubre en el valor medio alcanzado en el tercer trimestre, en tanto que el PMI de manufacturas, aunque repuntó muy ligeramente en octubre, sigue estando en un nivel (43,9 puntos) que apunta a un descenso de la actividad del sector. Por lo que se refiere a los indicadores cuantitativos, el número de afiliados a la Seguridad Social aceleró en octubre su disminución hasta el 3 % interanual (-2,4 % en el tercer trimestre). Asimismo, el índice de producción industrial corregido de estacionalidad volvió a registrar en septiembre una notable caída interanual, superior al 2 %, que en términos intermensuales fue mucho más elevada (cercana al 5 %).

Los indicadores de opinión relativos a los servicios mostraron un fuerte deterioro al principio del cuarto trimestre. En particular, en octubre el indicador de confianza que elabora la Comisión Europea retrocedió seis puntos, como resultado del empeoramiento de la valoración acerca de la demanda en los meses recientes y de la situación actual del negocio, mientras que el PMI perdió tres puntos, hasta situarse en su nivel más bajo desde julio de 2009. Esta evolución también la reflejaron los indicadores que describen la evolución laboral del sector correspondientes a octubre, pues el ritmo de avance interanual de los afiliados a la Seguridad Social se recortó en dos décimas, hasta registrar una tasa nula. Finalmente, el indicador de actividad del sector servicios presentó un retroceso intermensual en septiembre —superior al 2 % en términos reales y corregidos de estacionalidad—, tras tres meses de avances.

Según los datos de la CNTR, se estima que el descenso del empleo se intensificó en el tercer trimestre hasta el 1,9 % interanual, caída que superó en ocho décimas a la del segundo. Este deterioro es algo menor que el reflejado por la EPA, que arrojó una aceleración de 1,2 pp del ritmo interanual de destrucción de puestos de trabajo en el tercer trimestre, pero más intenso que el que habían mostrado las afiliaciones a la Seguridad Social. Los datos más recientes de afiliados señalan que ha continuado la destrucción de empleo al comienzo del cuarto trimestre. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social descendió en octubre a un ritmo interanual del 1,7 %, retroceso que es 0,5 pp superior al correspondiente al conjunto del tercer trimestre. Respecto al desempleo, el número de parados repuntó de nuevo en octubre, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 6,7 %, frente al 4,6 % del tercer trimestre (véase gráfico 2).



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a Último dato: octubre de 2011

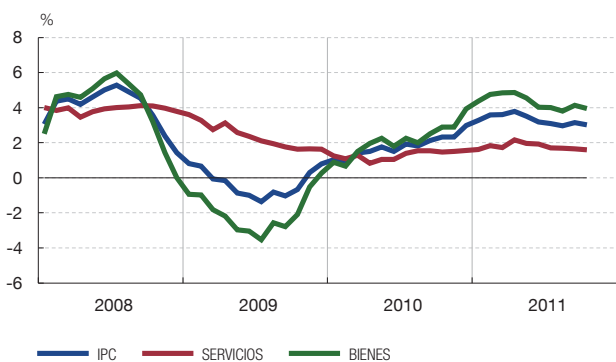
En términos de Contabilidad Nacional, el Estado registró, entre enero y octubre de 2011, un déficit de 40 mm de euros, lo que representa el 3,7 % del PIB previsto para el conjunto del año, frente al déficit del 4,6 % del PIB registrado en el mismo período de 2010. En términos de caja, el Estado acumuló hasta octubre un saldo negativo no financiero de 26,7 mm de euros, lo que supone una mejora de unos 8 mm de euros con respecto al correspondiente al mismo período del año anterior. Los ingresos no financieros moderaron su ritmo de caída hasta el -16,7 % (-20,1 % hasta septiembre). Por su parte, los pagos no financieros también atenuaron su tasa de descenso desde el -19,5 % en los nueve primeros meses del año hasta el -18,2 % con datos hasta octubre (véase gráfico 3).

Precios y costes

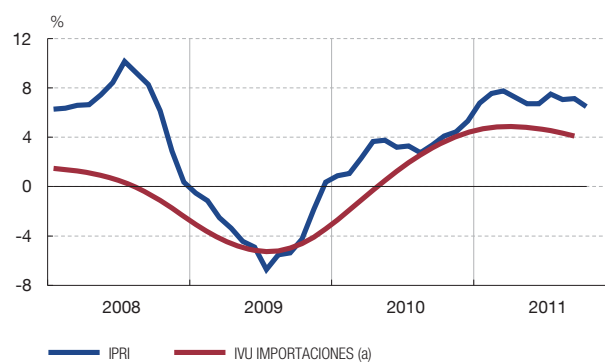
De acuerdo con la CNTR, el crecimiento de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía repuntó en el tercer trimestre en 0,3 pp, hasta el 0,6 % interanual. Dado que la aceleración de la productividad fue de casi 1 pp, la caída de los costes laborales unitarios se acentuó en seis décimas, hasta el -2,1 %. En las ramas de la economía de mercado, la tasa de variación de la remuneración por asalariado se mantuvo estable en el 1,4 %. La información salarial más reciente, relativa al desarrollo de la negociación colectiva hasta el 31 de octubre, muestra un incremento de las tarifas salariales del 2,6 %, casi idéntico al acumulado hasta septiembre. Los convenios revisados, esto es, los acuerdos plurianuales alcanzados en ejercicios anteriores que siguen teniendo efectos económicos en 2011, incorporan un incremento salarial del 2,7 %, mientras que los convenios de nueva firma, menos numerosos, presentan una subida salarial del 1,7 %. Hay que tener en cuenta, no obstante, que, de acuerdo con los datos acumulados en los diez primeros meses del año, el grado de cobertura (o proporción de trabajadores afectados por los convenios firmados) es el más bajo desde 1996.

En octubre se reanudó la senda de desaceleración del IPC, que se había interrumpido transitoriamente el mes anterior. En concreto, la tasa de variación interanual de este índice disminuyó una décima, hasta el 3 % (véase gráfico 4). Esta evolución reflejó la reducción del ritmo de crecimiento de los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados, hasta el 14,5 % y el 0,9 %, respectivamente, que se vio compensada parcialmente por una aceleración del aumento de los precios de los alimentos elaborados (hasta el 4,4 %) y de los bienes industriales no energéticos (hasta el 0,6 %). Por su parte, el aumento de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 1,6 %. Como

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.

consecuencia de la evolución de los distintos componentes, las tasas interanuales del IPSEBENE y del IPC sin energía permanecieron en octubre en el nivel del 1,7 % alcanzado en el mes anterior. Por su parte, los índices armonizados de precios de consumo (IAPC) de España y de la zona del euro avanzaron en octubre a un ritmo interanual del 3 %, al igual que en el mes anterior, de forma que el diferencial de inflación entre ambas áreas siguió siendo nulo.

En octubre, el índice general de precios industriales aumentó un 6,5 % interanual, seis décimas menos que el mes anterior. La desaceleración de los precios fue generalizada por componentes, excepto en el caso de los bienes de equipo, que es el componente con las tasas interanuales de variación más reducidas y que se mantuvieron en el 1,2 %. La tasa interanual del índice general sin energía disminuyó cuatro décimas, hasta el 3,2 %.

Por último, los precios de las exportaciones, aproximados a través de los IVU, se aceleraron en septiembre en 1,6 pp, hasta el 3,7 %, mientras que el avance del índice de precios industriales de exportación elaborado por el INE se desaceleró en dos décimas en el mismo mes, hasta el 5,1 %. En la vertiente importadora, tanto los IVU como los precios industriales de importación repuntaron en septiembre hasta tasas del 7,1 % y el 9,6 %, respectivamente.

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante el último mes, la aversión al riesgo se siguió acentuando en los mercados financieros internacionales ante la agudización de la crisis de deuda soberana en Europa, a lo que se ha añadido, más recientemente, el nuevo bloqueo fiscal en Estados Unidos. En este entorno de menor apetito por el riesgo se han producido caídas en las principales bolsas, una elevada volatilidad y la entrada de fondos en activos refugio, mientras que la rentabilidad de la deuda a diez años en Estados Unidos volvía a descender hasta el entorno del 2 %. El dólar se apreció frente a las principales divisas, tanto desarrolladas como emergentes. Además, tras la intervención de las autoridades japonesas para frenar la apreciación del yen, por tercera vez en 2011, este se depreció ligeramente frente al dólar, aunque el alivio fue transitorio. Los mercados emergentes también registraron un deterioro generalizado, especialmente a partir de mediados del mes. Las entradas de capitales en las bolsas y en los mercados de deuda emergentes se reanudaron a comienzos de noviembre, aunque volvieron a producirse salidas netas posteriormente. Por su parte, las emisiones de renta fija registraron un nuevo ascenso, aunque sin alcanzar los volúmenes

de los meses previos al verano. Los precios de las materias primas se mantuvieron estables, pese a las tensiones en los mercados financieros, y el precio del petróleo tipo Brent cotizó entre los 105 y los 115 dólares por barril.

En Estados Unidos, la estimación preliminar del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 2 %, cinco décimas por debajo del dato de avance. La revisión se debió fundamentalmente a la mayor contribución negativa de las existencias, mientras que el consumo privado y la inversión no residencial continuaron teniendo una aportación moderada (de 1,6 pp y 1,4 pp, respectivamente). Los últimos indicadores ofrecen signos más favorables. La producción industrial y la utilización de la capacidad productiva avanzaron nuevamente en octubre y la confianza empresarial sigue apuntando a un crecimiento modesto. En paralelo, las ventas al por menor y la confianza de los consumidores aumentaron, aunque ambas variables permanecen en niveles históricamente reducidos. Por su parte, el mercado laboral mostró señales relativamente positivas en octubre, aunque el ritmo de creación neta de empleo aún es lento, la tasa de paro permanece en niveles elevados (9 %) y los salarios siguen desacelerándose. El mercado inmobiliario residencial continúa deprimido, tanto por la debilidad de la demanda como por el estancamiento de la oferta, el ajuste a la baja de los precios y las estrictas condiciones crediticias. Por su parte, la inflación, medida por el IPC, alcanzó el 3,5 %, en tasa interanual, en octubre, cuatro décimas menos que el mes anterior, mientras que la tasa subyacente se situó en el 2,1 %. 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. Finalmente, el Comité conjunto del Senado y de la Cámara de Representantes para la reducción del déficit fue incapaz de llegar a un acuerdo, por lo que se han activado las medidas automáticas acordadas en julio, en el marco de la ampliación del techo de endeudamiento, y que contemplan una disminución del gasto en 1,2 billones de dólares en diez años, a partir de enero de 2013.

En Japón, la primera estimación del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento del 1,5 % trimestral (0 % interanual). El repunte, tras tres trimestres de contracción, se fundamentó en la recuperación de las exportaciones —a raíz de la normalización de los problemas de oferta— y en el empuje de la demanda interna privada, principalmente el consumo, favorecido por ciertos efectos temporales. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia muestran un notable debilitamiento de la actividad en el cuarto trimestre, más acusado en el sector manufacturero, como consecuencia del deterioro de la demanda exterior y la fortaleza del yen. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo dos décimas en septiembre, hasta el 4,1 %, si bien la tendencia a la baja observada desde el terremoto de marzo responde a la reducción de la población activa. Por su parte, el IPC general en octubre retornó a terreno deflacionario (-0,1 % interanual) y la tasa subyacente acentuó su ritmo de caída, si bien esta evolución se vio afectada por un efecto base. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en el rango del 0 %-0,1 % y amplió el programa de compra de activos de 15 a 20 billones de yenes (un 4,2 % del PIB). Además, las autoridades japonesas intervinieron en los mercados cambiarios para evitar la apreciación del yen, por un monto estimado de 7,7 billones de yenes (1,6 % del PIB).

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,5 % trimestral (0,5 % anual) en el tercer trimestre. No obstante, este dato está afectado por la reversión de ciertos impactos temporales que llevaron a un estancamiento de la producción en el segundo trimestre y, además, se explica fundamentalmente por la aportación de la variación de existencias. Dentro de un marco general de debilidad, la producción industrial creció tímidamente en el tercer trimestre, sin

que las encuestas del sector manufacturero apunten signos de recuperación en el corto plazo, mientras que el sector servicios ha tenido un comportamiento relativo algo mejor. El mercado laboral ha intensificado su deterioro —y la tasa de paro aumentó hasta el 8,3 % en julio-septiembre—, debido a que el empleo privado no llega a compensar el recorte del público. Las ventas minoristas mostraron una ligera caída en el tercer trimestre, seguida de un tímido repunte en octubre. Por su parte, la inflación se situó en el 5 % en octubre, dos décimas menos que en septiembre, si bien la tasa subyacente se elevó hasta el 3,4 %. En su reunión de noviembre, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés en el 0,5 % y su programa de compras de títulos de deuda pública en 275 mm de libras, tras el incremento aprobado en octubre.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, los datos preliminares del PIB del tercer trimestre muestran un comportamiento desigual por países: con un avance robusto en Lituania, Letonia y Rumanía, más moderado en Hungría y un estancamiento de la actividad en Bulgaria y en la República Checa. La recuperación continúa impulsada por la demanda externa y la producción industrial, gracias a la evolución relativamente favorable de la economía alemana. En octubre, la inflación repuntó moderadamente en la mayoría de países, situándose en el 3,5 % interanual en el agregado. Las autoridades mantuvieron inalterados los tipos de interés, salvo en Rumanía, donde se redujeron 25 pb. Cabe destacar el deterioro de la situación financiera en Hungría, afectada por la agudización de la crisis soberana en el área del euro y por la repercusión sobre la estabilidad del sector bancario de ciertas medidas adoptadas por el Gobierno, que han llevado a las autoridades húngaras a solicitar formalmente ayuda financiera de carácter preventivo al FMI y a la Comisión Europea.

En China, el ritmo de expansión de la actividad ha seguido moderándose de forma gradual. Tanto la producción industrial como las ventas minoristas se desaceleraron ligeramente en octubre, manteniendo tasas aún elevadas, mientras que la inversión en activos fijos aumentó con fuerza. La debilidad de la demanda externa ha propiciado un cierto ajuste en las exportaciones, que en octubre crecieron un 15,9 % interanual (frente a un promedio del 20,6 % en el tercer trimestre). Por otra parte, las presiones inflacionistas siguieron disminuyendo, de forma que la tasa interanual del IPC bajó al 5,5 % en octubre. En el resto de Asia emergente, el crecimiento interanual del PIB aumentó en Singapur en el tercer trimestre del año, se mantuvo estable en Corea e Indonesia, y se redujo en Hong Kong y Tailandia. En cuanto a la inflación, se apreció una cierta moderación de las presiones inflacionistas en Corea e Indonesia, al tiempo que se estabilizaron en India y aumentaron ligeramente en Tailandia y Filipinas. Los bancos centrales de la región mantuvieron sin cambios sus tipos de interés oficiales, con la excepción del de Indonesia, que lo redujo en 25 pb.

En América Latina, las primeras cifras del PIB correspondientes al tercer trimestre de 2011 muestran cierta ralentización en Chile (4,8 % interanual) y una aceleración en México y Venezuela (4,5 % y 4,2 % interanual, respectivamente), mientras que se anticipa un crecimiento débil en Argentina y Brasil. La inflación se mantuvo en octubre en el 7 %, gracias a la moderación del crecimiento de los precios en Brasil, que compensó el incremento observado en los países andinos. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios, salvo en Colombia, donde se elevaron 25 pb, cuatro meses después de la anterior subida. Por otro lado, el banco central de Brasil aprobó una serie de medidas que supondrán previsiblemente un mayor dinamismo de algunos segmentos del crédito al consumo. En los mercados cambiarios, destaca la adopción de una serie de medidas restrictivas sobre el uso del dólar en Argentina, como respuesta a las fuertes ventas de esta divisa que tuvo que realizar el banco

central tras las elecciones. Asimismo, el Gobierno argentino anunció la revisión y la supresión de una serie de subsidios en las tarifas de servicios públicos para grandes empresas y usuarios particulares de alto poder adquisitivo. Finalmente, cabe señalar que Standard and Poor's elevó la calificación crediticia soberana de Brasil, y Fitch hizo lo propio con Perú.

En el área del euro las tensiones financieras se agudizaron y se extendieron a países como Francia y Austria, hasta ahora relativamente poco afectados por las turbulencias. La incertidumbre en torno al proceso de reforma y ampliación de la capacidad de financiación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y la percepción por parte de los inversores de la existencia de divergencias en los Gobiernos de la zona del euro sobre cómo atajar la crisis de la deuda soberana contribuyeron a propagar las tensiones.

En este contexto, el PIB experimentó un débil crecimiento entre julio y septiembre de este año y las previsiones para los inmediatamente siguientes se han revisado a la baja. Así, la estimación *flash* de la contabilidad nacional de la UEM publicada por Eurostat anticipó un avance del PIB del 0,2 % en el tercer trimestre, el mismo que en el período abril-junio de 2011. Mientras que en las economías mayores —Alemania y Francia— el PIB alcanzó tasas de variación superiores a las del trimestre anterior (del 0,5 % y el 0,4 %, respectivamente) en España, Bélgica y Holanda ocurrió lo contrario, y el producto mostró un estancamiento en los dos primeros casos y una caída del 0,3 % en el tercero. En términos interanuales, el PIB de la zona del euro experimentó un crecimiento del 1,4 %, dos décimas menos que en el trimestre precedente. En su último ejercicio de previsión, correspondiente a otoño, la Comisión Europea ha revisado a la baja las tasas de crecimiento del PIB y estima un avance del 1,5 % en 2011, y del 0,5 % y el 1,3 % para 2012 y 2013, respectivamente.

La información más reciente disponible apunta a un deterioro sustancial de la actividad del área en el cuarto trimestre. Por el lado de la oferta, todavía no se dispone de información cuantitativa referida a los últimos meses del año, pero la última información de la producción industrial y de los pedidos industriales referida a septiembre mostró un notable empeoramiento (véase cuadro 1). En cuanto a los indicadores cualitativos, los índices de confianza de la Comisión Europea referidos a la industria y a la construcción volvieron a reducirse en octubre, mientras que el del sector servicios se mantuvo estable. También disminuyó en noviembre, de acuerdo con la información preliminar, el índice PMI de manufacturas, elaborado a partir de las encuestas a directores de compras, mientras que avanzó ligeramente el de servicios, aunque ambos se situaron en registros inferiores a 50, que indican una contracción de la actividad. Desde la óptica de la demanda, las ventas al por menor disminuyeron en septiembre, al igual que las matriculaciones de automóviles, que cayeron en octubre (véase cuadro 1). Por su parte, la confianza de los consumidores retrocedió tanto en el mes de octubre como en noviembre. En cuanto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos retrocedió en septiembre y octubre, y el grado de utilización de la capacidad productiva descendió por segundo trimestre consecutivo. Finalmente, las ventas al exterior que refleja la balanza comercial disminuyeron en septiembre, mientras que se observó un deterioro de la valoración de la cartera de pedidos exteriores en octubre y de las expectativas de exportación en el cuarto trimestre.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se mantuvo en octubre en el 3 % (véase gráfico 5). Por componentes, se registró una ligera ralentización de la inflación de los servicios, que fue compensada por una leve aceleración de los precios de los alimentos. De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSE-BENE, permaneció en el 2 %. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se mantuvo en septiembre en el 5,8 %.

		2011					
		Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	2,8	4,4	6,0	2,4		
	Comercio al por menor	-0,8	-0,4	0,1	-1,3		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-3,8	2,2	6,1	1,3	-0,7	
	Indicador de confianza de los consumidores	-9,7	-11,2	-16,5	-19,1	-19,9	-20,4
	Indicador de confianza industrial CE	3,5	0,9	-2,7	-5,9	-6,6	
	PMI de manufacturas	52,0	50,4	49,0	48,5	47,1	46,4
	PMI de servicios	53,7	51,6	51,5	48,8	46,4	47,8
	IAPC	2,7	2,5	2,5	3,0	3,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	1,9	2,1	2,7	3,1		
	M1	1,3	1,0	1,7	2,0		
	Crédito a los sectores residentes	2,7	2,5	2,5	2,4		
	AAPP	4,7	4,9	5,4	5,6		
	Otros sectores residentes	2,2	2,0	1,8	1,6		
	<i>De los cuales:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	3,2	3,0	2,9	2,9		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	1,5	1,6	1,5	1,6		
	EONIA	1,12	1,01	0,91	1,01	0,96	0,80
	EURIBOR a tres meses	1,49	1,60	1,55	1,54	1,58	1,49
	EURIBOR a un año	2,14	2,18	2,10	2,07	2,11	2,04
	Rendimiento bonos a diez años	4,37	4,59	4,21	4,04	4,09	4,30
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,37	-1,57	-1,89	-2,06	-1,95	-2,28
Tipo de cambio dólar/euro	1,439	1,426	1,434	1,377	1,371	1,359	
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	2,0	-4,4	-17,6	-22,0	-14,6	-24,4	

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

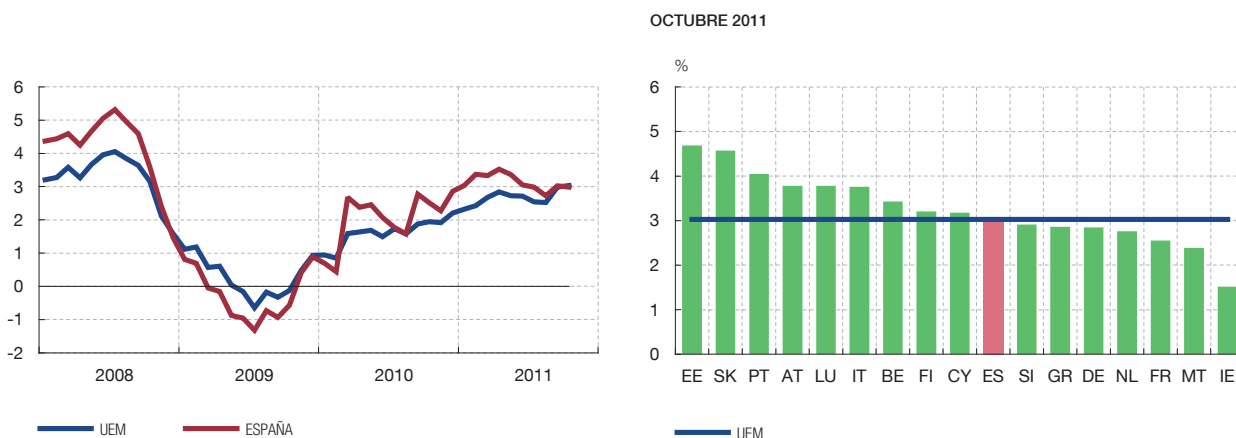
a Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b Datos hasta el día 25 de noviembre de 2011.

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

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, el 3 de noviembre, reducir los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 1,25 %, para las operaciones principales de financiación, y hasta el 0,5 % y el 2 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. Esta disminución se justificó de acuerdo con la expectativa de que la inflación se situará en el medio plazo por debajo del objetivo de estabilidad de precios del BCE, en un contexto de empeoramiento de las condiciones financieras y de deterioro de las perspectivas de crecimiento del área. Asimismo, el BCE notificó su intención de seguir otorgando liquidez en las subastas con adjudicación plena y a tipo fijo, aunque recordó la naturaleza temporal de esta medida. Además, se especificaron los detalles del nuevo programa de compra de *covered bonds* (CBPP2), aprobado en el Consejo de Gobierno de octubre, que se inició en noviembre y finalizará en octubre de 2012. Comparado con el programa de 2009, la cuantía es inferior, hasta los 40 mm de euros (20 mm millones menos que el programa anterior), ha disminuido el volumen mínimo requerido en cada emisión (300 millones) y las exigencias de *rating* son menores (tener una calificación de BBB- al menos por una de las mayores agencias de *rating*).

En los mercados de deuda se produjo una agudización de las tensiones y se amplió la dimensión geográfica de las mismas hacia Francia y Austria. De esta forma, el diferencial frente al bono germano registró un aumento de hasta 80 pb en esos dos países, alcanzando



FUENTE: Eurostat.

sus niveles máximos desde la creación de la zona del euro, si bien posteriormente disminuyó, especialmente para el caso francés. Esta misma situación se vivió en Italia y en España, donde la prima de riesgo se situó en momentos puntuales en torno a los 500 pb. 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 190 mm de euros. Por su parte, en Francia, Portugal, Italia y Grecia se anunciaron reformas fiscales adicionales con el objetivo de cumplir sus objetivos de déficit, y cuya aprobación, en algunos casos, ha tenido lugar en un clima político complejo que ha supuesto el nombramiento de nuevos Gobiernos. En el caso griego, todavía están pendientes la negociación de la participación del sector privado en el segundo programa de asistencia y la aprobación del sexto tramo de ayuda correspondiente al primer programa.

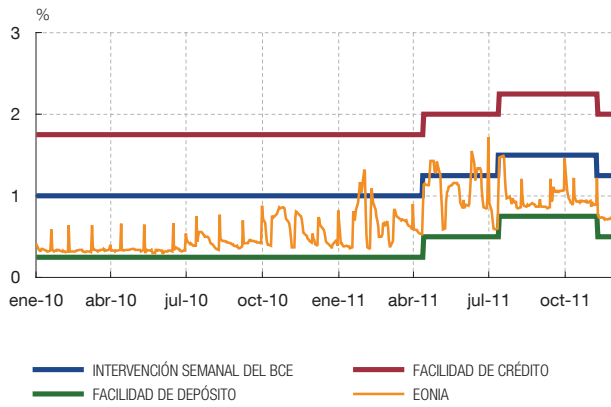
La inestabilidad de los mercados de deuda soberana se propagó al mercado interbancario acrecentando los problemas de liquidez. Ello se vio reflejado en el mayor uso del recurso de financiación al Eurosistema por parte de los bancos, al tiempo que se amplió la utilización de la facilidad de depósito. 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 1,20 %, 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 mantuvieron en septiembre su ritmo de crecimiento —del 2,5 %—, al no registrarse cambios significativos ni en los otorgados a empresas ni en los préstamos a hogares.

Las tensiones de los mercados de deuda soberana y el deterioro de las perspectivas económicas se vieron reflejadas en la evolución de los mercados bursátiles europeos, que registraron un elevado incremento de la volatilidad y un considerable retroceso, de forma que las cotizaciones del EUROSTOXX 50 se sitúan en la actualidad un 11,5 % por debajo de los niveles de finales de octubre. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar, tras experimentar una senda al alza en octubre, registró una considerable depreciación en noviembre, alrededor del 5 %, hasta situarse en torno a los 1,32 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 2,1 %. Por último, en septiembre el agregado monetario amplio M3 registró una tasa de crecimiento interanual del 3,1 %, lo que representa un incremento de cuatro décimas respecto al mes anterior.

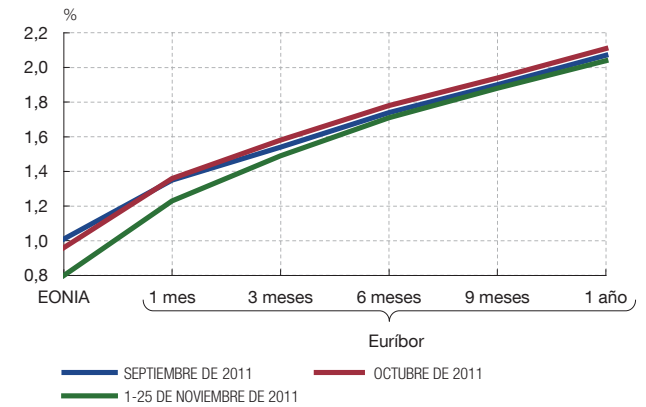
TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6

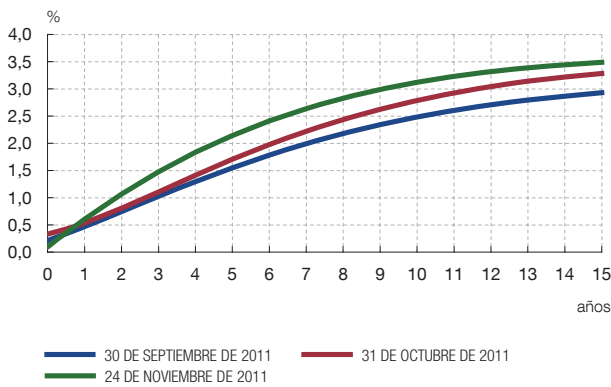
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



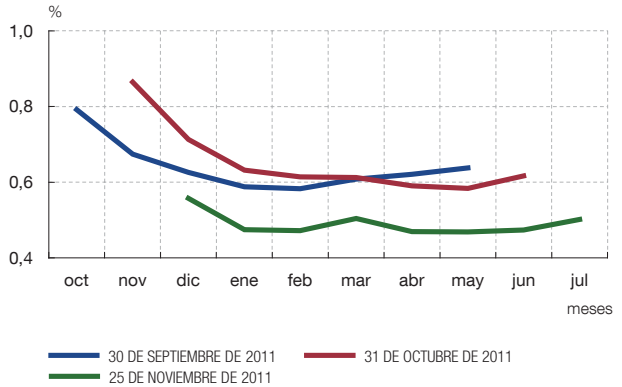
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

%

	2008	2009	2010	2011				
	Dic	Dic	Dic	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov (a)
TIPOS BANCARIOS (b)								
HOGARES E ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	5,83	2,62	2,66	3,58	3,68	3,67
Crédito para consumo y otros fines	8,83	6,96	6,35	7,10	7,38	7,34
Depósitos	2,79	1,39	1,70	1,72	1,64	1,73
SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
Crédito (c)	4,87	2,95	3,24	3,96	3,96	3,93
MERCADOS FINANCIEROS (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,18	0,80	3,05	2,59	2,94	2,88	3,27	4,53
Deuda pública a cinco años	3,46	2,73	4,64	5,07	4,52	4,40	4,46	5,40
Deuda pública a diez años	3,86	3,80	5,37	5,82	5,25	5,20	5,25	6,11
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,81	0,62	2,47	3,06	3,02	3,35	3,24	4,23
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	2,87	0,72	1,70	1,85	2,18	2,76	2,41	2,67
IBEX 35 (f)	-39,43	29,84	-17,43	-2,32	-11,57	-13,31	-9,17	-21,26

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 25 de noviembre 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.

Evolución financiera en España

En los días transcurridos de noviembre, los mercados financieros españoles continuaron viéndose afectados por las tensiones financieras derivadas de la crisis de deuda soberana europea, que han tendido a intensificarse. Ello se ha reflejado en nuevos aumentos de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes (y, en especial, las AAPP y las instituciones financieras) y en descensos de los índices bursátiles. Por su parte, la información más reciente de los balances de los distintos agentes, correspondiente a septiembre, sigue mostrando una moderada contracción de la financiación captada por las empresas y las familias, acompañada de una cierta desaceleración de los activos más líquidos de sus carteras, y un elevado —aunque decreciente— ritmo de expansión de la deuda de las AAPP. Los datos provisionales de octubre, referidos al sector privado, apuntan a una prolongación de estas mismas pautas.

En la parte transcurrida de noviembre, los tipos de interés negociados en los mercados secundarios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 4,53 % y el 6,11 %, respectivamente, lo que supone aumentos de 126 pb y 86 pb en comparación con los correspondientes niveles de octubre (véase cuadro 2). El ascenso de la rentabilidad de la deuda española a diez años fue mayor que el que experimentó la remuneración de la referencia alemana al mismo plazo, por lo que el diferencial entre ambas volvió a ampliarse, situándose, en la fecha de cierre de este artículo, en el entorno de los 450 pb, superándose así los niveles máximos alcanzados a principios de agosto. Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas también se elevaron, aunque más moderadamente.

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH
Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**
CUADRO 3
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2011	2009	2010	2011		
	Sep (b)	Dic	Dic	Jul	Ago	Sep
FINANCIACIÓN TOTAL	2.859,3	4,1	3,2	2,4	2,2	1,9
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.153,8	-0,8	0,5	-1,2	-1,4	-1,7
Hogares e ISFLSH	879,6	-0,3	0,2	-1,8	-1,8	-1,4
<i>De la cual:</i>						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	671,8	0,2	0,7	-1,1	-0,8	-0,7
Crédito para consumo y otros fines (c)	204,4	-1,9	-1,3	-4,0	-5,0	-3,5
Sociedades no financieras	1.274,2	-1,2	0,8	-0,7	-1,2	-1,9
<i>De la cual:</i>						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	854,5	-3,5	-1,0	-2,9	-3,7	-4,2
Valores de renta fija (d)	64,9	36,3	11,7	8,1	7,5	7,9
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	705,5	29,4	13,8	15,4	15,4	14,8
Valores a corto plazo	88,0	62,7	1,3	7,6	2,5	2,2
Valores a largo plazo	497,4	27,5	15,7	17,2	18,1	17,7
Créditos y resto	120,2	14,6	17,8	14,7	15,2	13,2

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.

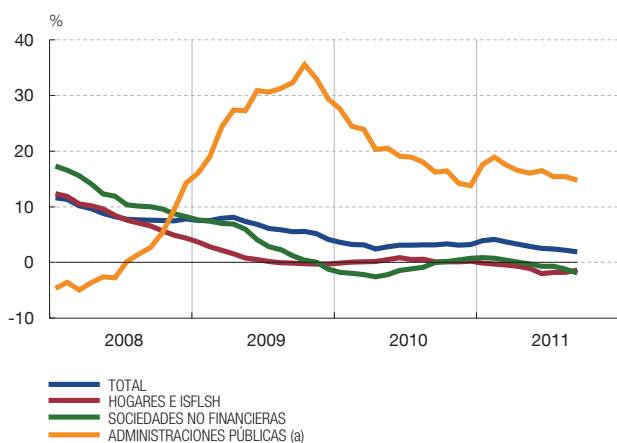
En el mercado bursátil español las cotizaciones han experimentado un retroceso, al tiempo que se ha incrementado ligeramente la volatilidad. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 13,3% por debajo del nivel alcanzado a finales de octubre, una caída superior a la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (11,5%) y a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (7,6%). En la parte transcurrida de 2011, el índice español acumulaba una pérdida del 21,3%, frente a las minusvalías del 24,4% y del 7,9% de las referencias europea y estadounidense, respectivamente.

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, correspondientes a septiembre, no muestran cambios significativos con respecto al mes anterior. Así, el coste de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, el de los fondos concedidos a este sector para consumo y otros fines y el de la financiación otorgada a sociedades se situaron en el 3,67%, el 7,34% y el 3,93%, respectivamente, cifras similares a las registradas en agosto. Por su parte, la remuneración de los depósitos de las familias aumentó 9 pb, hasta el 1,73%.

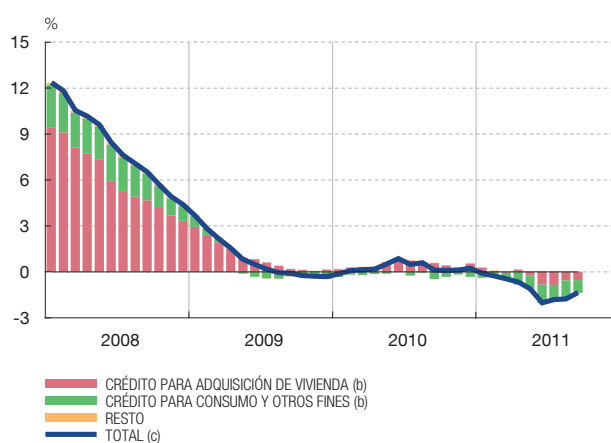
La financiación recibida por el conjunto de los agentes residentes no financieros creció en septiembre a una tasa interanual del 1,9%, 0,3 pp inferior a la del mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 8). La evolución por sectores evidencia una mayor contracción interanual de los recursos ajenos de las empresas (1,9%, frente al 1,2% del mes anterior), una cierta moderación en el ritmo de descenso de la deuda de las familias (del 1,8% al 1,4%) y una ligera desaceleración de los fondos captados por las Administraciones Públicas.

La desagregación por finalidades de la financiación de las familias muestra que la tasa de contracción interanual de los créditos para adquisición de vivienda apenas varió en

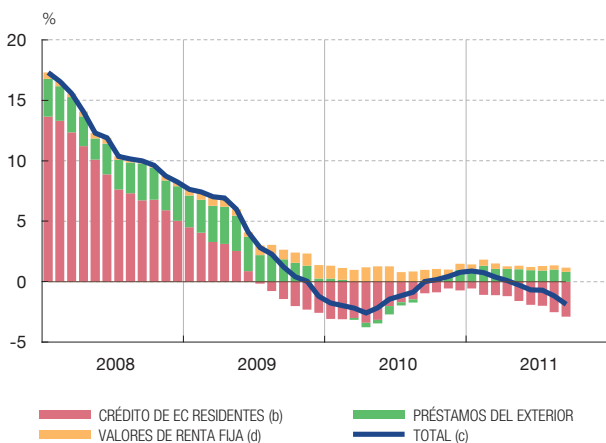
CRECIMIENTO INTERANUAL



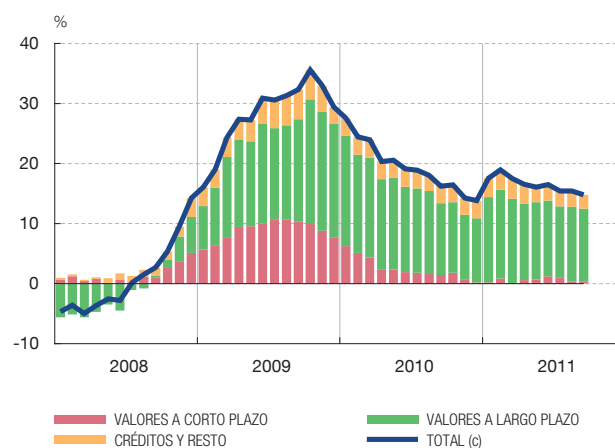
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES

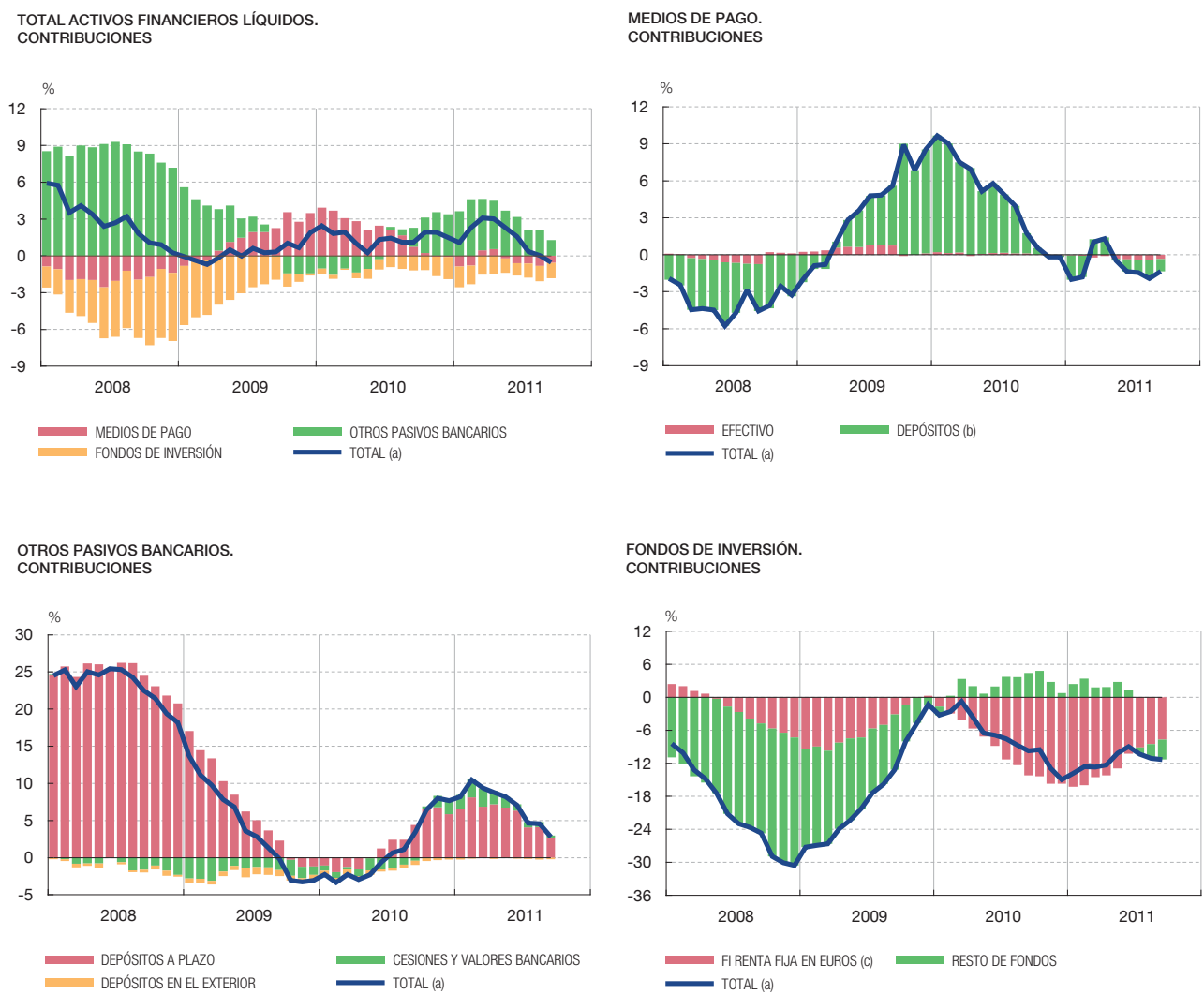


FUENTE: Banco de España.

- 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.

septiembre, manteniéndose en niveles ligeramente inferiores al 1 %, mientras que la de los préstamos destinados al consumo y otros fines se redujo hasta el 3,5 %, 1,5 pp inferior a la de agosto. En el caso de las sociedades, el desglose por instrumentos evidencia un ligero incremento del ritmo de caída interanual de los fondos prestados por las entidades residentes, hasta alcanzar el 4,2 %, mientras que el resto de recursos captados por las empresas continuó presentando un mayor dinamismo, con aumentos moderados del saldo en comparación con los niveles del mismo período del año anterior. La información provisional correspondiente a octubre apunta a una cierta acentuación del descenso interanual de los pasivos de los hogares, mientras que el de la deuda de las sociedades no habría experimentado cambios significativos.

En septiembre, la financiación recibida por las Administraciones Públicas se desaceleró moderadamente, hasta registrar una tasa interanual ligeramente inferior al 15 %, alrededor de 0,5 pp por debajo de la del mes precedente. Por instrumentos, todos los pasivos presentaron un menor dinamismo, si bien tanto los fondos captados mediante la emisión de



FUENTE: Banco de España.

- a Crecimiento interanual.
- b Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.
- c La serie incluye las categorías Fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

valores a largo plazo como los obtenidos a través de crédito continuaron avanzando a un ritmo elevado.

Durante septiembre se mantuvo la trayectoria de desaceleración de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y de los hogares, hasta presentar un ritmo de expansión interanual prácticamente nulo (véase gráfico 9). Por instrumentos, se observó un menor dinamismo de los depósitos a plazo, que, no obstante, siguieron avanzando a una tasa interanual positiva, mientras que los saldos de los medios de pago y de las participaciones en fondos de inversión continuaron contrayéndose en comparación con los niveles del mismo período del año anterior. Los datos provisionales correspondientes a octubre no muestran cambios significativos en estas tendencias.

25.11.2011.