

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

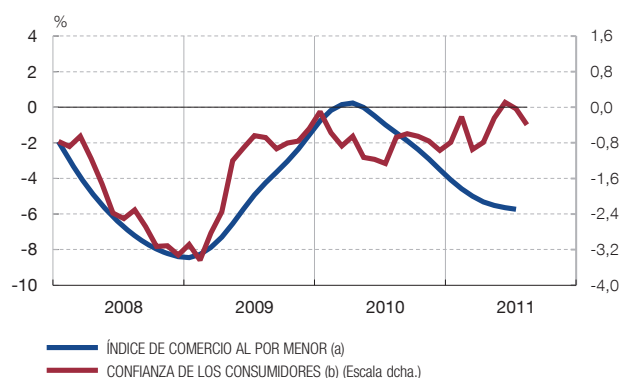
De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicados por el INE en el mes de agosto, el ritmo de avance intertrimestral del PIB de la economía española se moderó en el segundo trimestre de 2011 hasta el 0,2 %, tras el aumento del 0,4 % en el primero (cifra que revisa al alza en una décima la estimación inicial). Esta evolución de la actividad reflejó la notable desaceleración de la demanda nacional, que retrocedió un 0,4 %, tras haber crecido un 0,2 % en el primer trimestre. A su vez, ese comportamiento se debió a la fuerte caída del consumo público (que contrasta con el marcado avance del trimestre anterior), mientras que el gasto en consumo de los hogares repuntó hasta el 0,6 % y la inversión suavizó su tasa de descenso. La evolución desfavorable de la demanda interna se vio parcialmente compensada por el aumento en cuatro décimas de la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del PIB, hasta 0,6 pp, que fue fruto de un descenso de las importaciones más acusado que el de las exportaciones. En términos interanuales, el PIB creció un 0,7 %, dos décimas menos que en el período enero-marzo. Por su parte, el ritmo interanual de destrucción de empleo se moderó cuatro décimas, hasta el 1 %, de modo que la productividad se desaceleró en 0,7 pp, hasta el 1,7 %.

Los datos disponibles relativos al tercer trimestre del año muestran, en líneas generales, la atonía de la actividad. En el caso del consumo privado, los índices de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas elaborados por la Comisión Europea experimentaron en julio y agosto sendos retrocesos (véase gráfico 1). Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, el índice de comercio al por menor acentuó en julio su descenso interanual hasta el -5,6 %, con una caída intermensual, en términos de la serie corregida de estacionalidad, del 0,5 %. Por su parte, las matriculaciones de vehículos particulares en el conjunto de julio y agosto fueron similares a las del mismo período del año anterior, lo que contrasta con los fuertes ritmos de retroceso interanual —superiores al 30 %— observados entre mediados de 2010 y junio de 2011, como consecuencia de la desaparición de las ayudas directas a la adquisición de automóviles y del aumento del IVA en junio y julio del año pasado, respectivamente. Tanto en julio como en agosto, las matriculaciones presentaron tasas intermensuales positivas, en términos de la serie desestacionalizada, cercanas al 3 %.

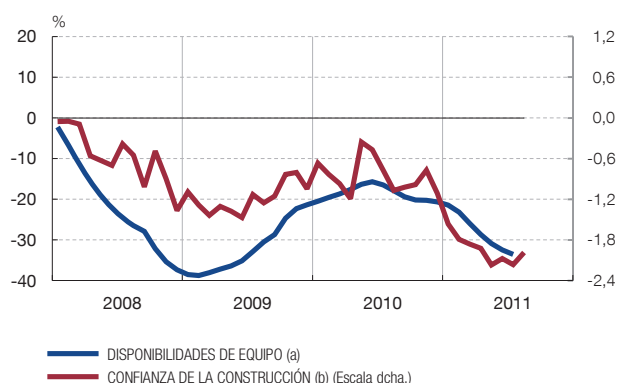
En el caso de la inversión en equipo, los indicadores de clima industrial y de cartera de pedidos del sector productor de estos bienes, procedentes ambos de la Encuesta de Coyuntura Industrial, mostraron en el promedio de julio y agosto una ligera mejora con respecto al segundo trimestre. Asimismo, el índice de producción industrial de este tipo de bienes avanzó en julio tanto en términos interanuales como intermensuales. También las matriculaciones de vehículos de carga registraron una tasa interanual positiva en el conjunto de julio y agosto, lo que contrasta con los retrocesos observados desde el verano de 2010, aunque esta comparación está influida por la eliminación de las ayudas directas para la adquisición de este tipo de vehículos en junio del año pasado. En sentido contrario, el grado de utilización de la capacidad productiva en la industria de la encuesta trimestral de la Comisión Europea retrocedió en el tercer trimestre en 2,1 pp, hasta alcanzar un nivel del 72,6 %.

Los indicadores referidos a la construcción han seguido reflejando la trayectoria contractiva por la que atraviesa el sector. En términos de empleo, los afiliados a la Seguridad

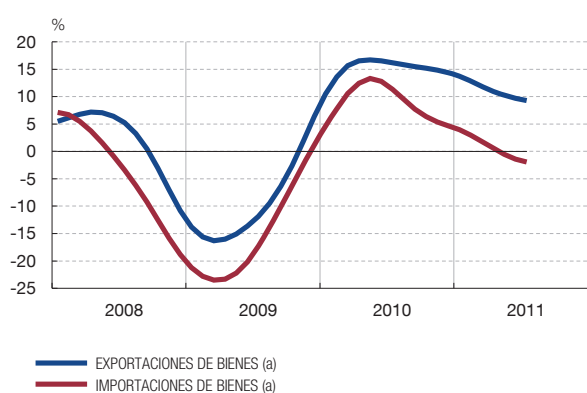
## INDICADORES DE CONSUMO



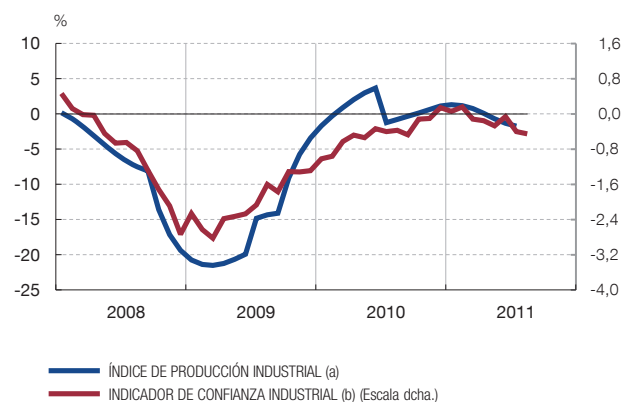
## INDICADORES DE INVERSIÓN



## 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, dividida por su desviación estándar).

Social de esta rama intensificaron su ritmo de descenso interanual, en el promedio de julio y agosto, en algo más de un punto respecto al segundo trimestre, hasta el  $-12,6\%$ . En cuanto a los indicadores de consumos intermedios, el índice de producción industrial de minerales no metálicos registró en julio una caída más intensa que la observada en junio. De igual modo, el consumo aparente de cemento mostró en el promedio de julio y agosto un descenso interanual superior al  $20\%$ , más acusado que el experimentado en el segundo trimestre. Por su parte, la confianza de los empresarios de la construcción continuó en los meses de julio y agosto en niveles muy reducidos, análogos a los observados en el primer semestre del año. Entre los indicadores adelantados, los últimos datos disponibles acerca de la superficie visada de obra nueva en viviendas y de edificación no residencial arrojaron nuevos retrocesos. En cambio, la última información disponible relativa a la licitación oficial de obra civil —correspondiente al mes de mayo— mostró una cierta mejora, que se debió exclusivamente a las obras licitadas por las empresas públicas del Grupo Fomento, mientras que las licitadas directamente por las AAPP continuaron su senda de fuertes caídas.

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, relativos al mes de julio, las exportaciones reales de bienes aumentaron un  $8,8\%$  en términos interanuales, tasa similar a la observada en el segundo trimestre. Por grupos de productos, las exportaciones más dinámi-

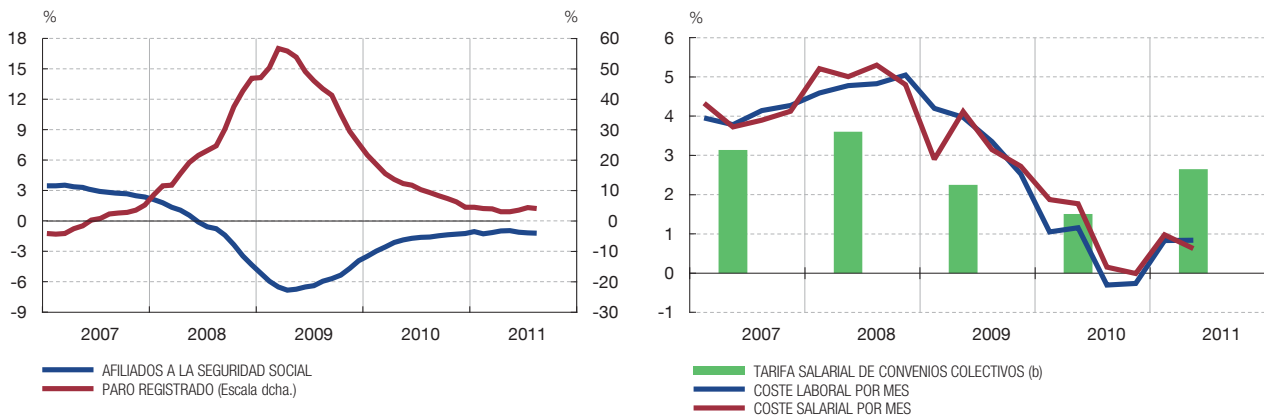
cas fueron las de bienes de equipo y las de bienes intermedios. Por destino geográfico, las ventas reales destinadas a la UE continuaron mostrando una menor expansión que las exportaciones extracomunitarias. Por su parte, las importaciones reales se contrajeron en julio un 10,3 %, descenso mucho más acusado que el del segundo trimestre (-0,7 %). Por grupo de productos, el retroceso fue generalizado, destacando la contracción de las compras de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. En términos nominales también se aprecia la brecha entre el crecimiento interanual de las exportaciones e importaciones en julio, pues las primeras aumentaron un 13,8 % y las compras al exterior descendieron un 1,9 %. El ajuste del déficit comercial continuó en julio, con un descenso del 62 % en tasa interanual, y donde destaca que el saldo comercial no energético obtuvo superávit. En el período enero-julio de 2011, el déficit comercial se redujo casi un 16 % interanual, y su saldo se explica casi en su totalidad por el déficit energético (que representa un 95 % del total).

La última información disponible referida al turismo receptor muestra una prolongación del elevado dinamismo del segundo trimestre en este sector. En julio y agosto, tanto las entradas de turistas como las pernoctaciones hoteleras de viajeros procedentes del extranjero continuaron creciendo notablemente, registrando tasas interanuales en el conjunto de esos dos meses del 8,3 % y del 13,1 %, respectivamente. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, ambos indicadores acumulan aumentos significativos (un 7,8 % las entradas de turistas extranjeros y un 13,7 % el número de pernoctaciones). Finalmente, el gasto total (medido en términos nominales) realizado por los turistas no residentes en el mes de julio registró un incremento interanual del 9,6 %, debido, sobre todo, al aumento del número de turistas —superior al 7 %—, aunque también creció —en algo más de un 2 %— el gasto medio por turista.

De acuerdo con los datos más recientes de Balanza de Pagos, la necesidad de financiación acumulada hasta junio se situó en 23,6 mm de euros, un 9,4 % inferior a la registrada en el mismo período de 2010. Esta evolución favorable se observó en el déficit por cuenta corriente, que se redujo en un 11,3 %, gracias al recorte del saldo negativo de la balanza comercial y al aumento del superávit de la balanza de servicios. Por el contrario, los déficits de rentas y transferencias corrientes aumentaron en este período, mientras que el saldo positivo de la cuenta de capital se redujo en un 25 % en el primer semestre del año.

Los indicadores disponibles referidos a la actividad industrial en el tercer trimestre del año siguen mostrando la falta de vigor de esta rama. Así, los niveles de los indicadores cualitativos disminuyeron en los dos primeros meses del trimestre. En concreto, el índice de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea se situó en agosto unos tres puntos por debajo del valor medio del segundo trimestre, y el PMI de manufacturas se redujo en el mismo mes, hasta alcanzar su nivel más bajo desde enero de 2010. En cuanto a los indicadores cuantitativos, el número de afiliados a la Seguridad Social siguió disminuyendo en julio y agosto a una tasa interanual similar a la del segundo trimestre (en torno al -2,4 %). El índice de producción industrial corregido de estacionalidad mantuvo en julio su ritmo de contracción interanual del mes previo, en torno al 2 %, si bien en términos intermensuales el indicador registró un ligero aumento, frente a los descensos de los dos meses anteriores.

En el caso de los servicios, los indicadores cualitativos disponibles también presentaron una evolución desfavorable en julio y agosto. El PMI de servicios retrocedió en esos meses hasta situarse en su valor más reducido desde diciembre de 2009, mientras que el indicador de confianza de la Comisión Europea retrocedió ligeramente. Apenas se observaron



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

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

variaciones en la trayectoria de los afiliados a la Seguridad Social en esta rama, que siguieron aumentando levemente, en torno al 0,3 % interanual, lo que supone un estancamiento en términos intermensuales. Finalmente, el indicador de actividad del sector servicios presentó un ligero incremento interanual en julio, del 0,1 % en términos reales y corregido de estacionalidad, frente a las tasas negativas mostradas de forma ininterrumpida desde julio de 2010, perfil influido por la subida del IVA a partir de esa fecha, aunque en términos intermensuales el índice retrocedió.

En el mercado de trabajo, la evolución de los afiliados a la Seguridad Social en julio y agosto, que disminuyeron a una tasa interanual del 1,2 %, muestra una pausa en la paulatina moderación observada en trimestres anteriores en el ritmo de destrucción de empleo (véase gráfico 2). Por su parte, la tasa de crecimiento interanual del número de parados inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) aumentó en el promedio de julio y agosto hasta el 4,1 %, frente al 3,3 % del segundo trimestre.

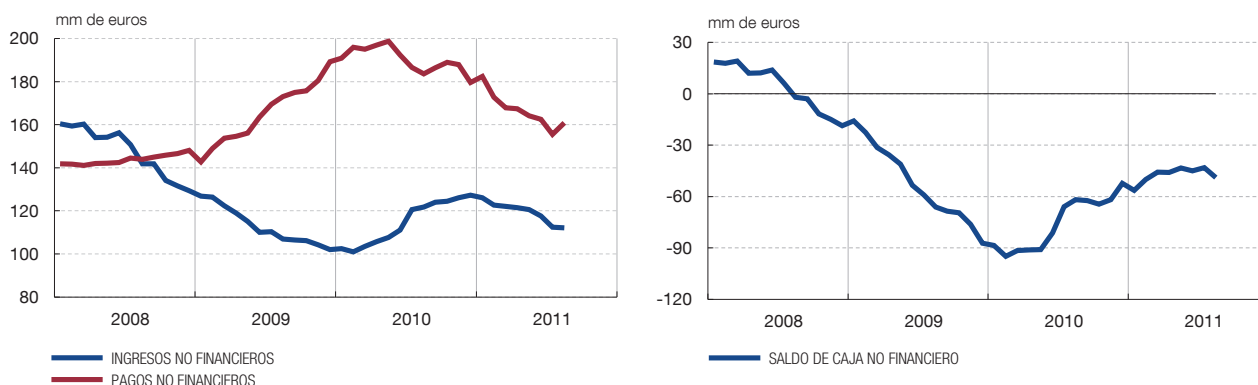
En términos de Contabilidad Nacional, el Estado registró un déficit de 31 mm de euros entre enero y agosto de 2011, lo que representa el 2,8 % del PIB anual previsto para el conjunto del año, frente al 3,3 % del PIB registrado en el mismo período de 2010. En términos de caja, el Estado acumuló hasta agosto un déficit no financiero de 33,7 mm de euros, lo que supone una cierta mejora con respecto al saldo negativo correspondiente al mismo período del año anterior (37,1 mm). En comparación con los datos acumulados hasta julio, los pagos ralentizaron su tasa de caída interanual hasta el 16,1 %, mientras que los ingresos mantuvieron su ritmo de descenso en el 19 % (véase gráfico 3).

**Precios y costes**

El coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 0,8 % interanual en el segundo trimestre del año, tasa coincidente con la observada en el período enero-marzo. Por componentes, los costes salariales se desaceleraron como consecuencia de los menores pagos atrasados, en tanto que los costes no salariales mostraron un repunte. De acuerdo con la información salarial más reciente acerca de la evolución de la negociación colectiva, que incluye los convenios registrados hasta el 31 de agosto, el incremento medio de las tarifas salariales pactado para el año 2011 es del 2,65 %. Se observa una gran diferencia entre los convenios que son acuerdos revisados de carácter plurianual, para los que el incremento medio pactado para 2011 es del 2,8 % (que representan un 90 % del total de

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

GRÁFICO 3



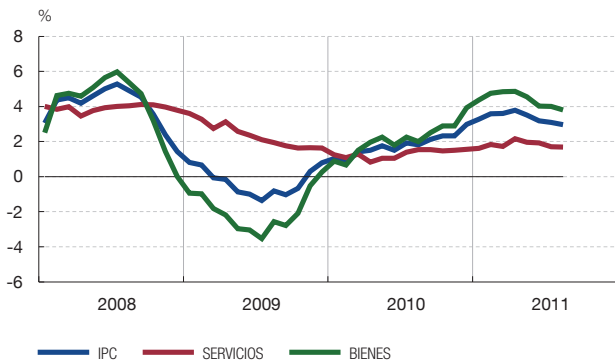
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a Último dato: agosto de 2011.

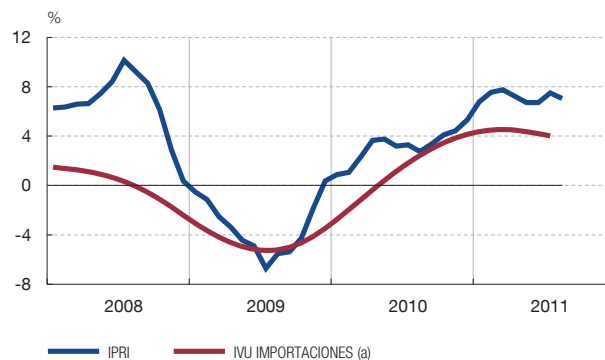
**ÍNDICES DE PRECIOS**

GRÁFICO 4

**TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES**



**TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES**



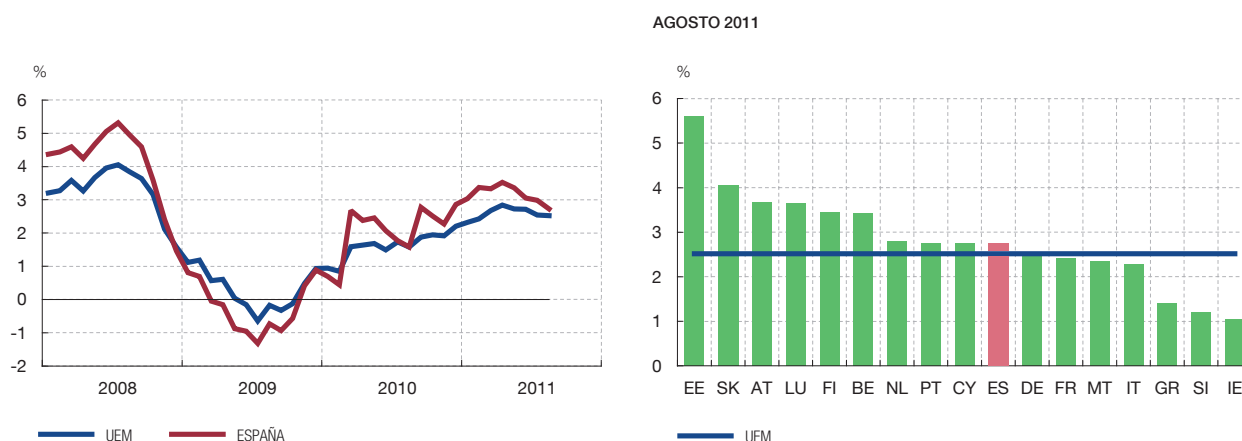
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

los firmados hasta ahora), y los convenios de nueva firma (cuyo primer año de vigencia es 2011), para los que el aumento pactado es del 1,6 %.

En agosto, el IPC se desaceleró por cuarto mes consecutivo, hasta una tasa interanual del 3 %, una décima por debajo de la registrada en julio, mientras que, en términos intermensuales, el índice aumentó un 0,1 % (véase gráfico 4). La evolución interanual refleja la disminución del ritmo de crecimiento de los componentes alimenticio y energético en dos y siete décimas, respectivamente, hasta el 2,6 % y el 15,3 %, mientras que las tasas de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se mantuvieron estables en el 0,4 % y el 1,7 %. La tasa interanual del IPSEBENE permaneció en el 1,6 % y la del IPC sin energía disminuyó una décima, hasta el 1,5 %. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) redujo en agosto su ritmo de variación interanual en tres décimas, hasta el 2,7 %. El diferencial de inflación frente al área del euro se redujo en esa misma cuantía, hasta 0,2 pp, ya que el IAPC de la eurozona permaneció en el 2,5 %.

En agosto, el índice general de precios industriales aumentó un 7,1 % interanual, cuatro décimas menos que el mes anterior. La desaceleración de los precios fue generalizada por



FUENTE: Eurostat.

componentes, excepto en el caso de los bienes de consumo duradero, cuyos precios repuntaron hasta el 1,7 % interanual. La tasa interanual del índice general sin energía disminuyó cuatro décimas, hasta el 3,9 %.

Por último, los precios de exportación, aproximados mediante los índices de valor unitario (IVU), se aceleraron ligeramente en julio, hasta situar su tasa interanual en el 4,6 %. También el ritmo de crecimiento interanual de los precios industriales de exportación elaborados por el INE repuntó en julio en 0,5 pp, hasta el 5,2 %, en contraste con la ralentización observada desde el comienzo del año. En la vertiente importadora, tanto los IVU como los precios industriales de importación repuntaron en julio, hasta tasas por encima del 9 % interanual, con un encarecimiento de la energía y del resto de bienes intermedios.

### Evolución económica y financiera en la UEM

En agosto y septiembre se registró un fuerte repunte de la aversión al riesgo, en un contexto de elevada incertidumbre, que se manifestó en caídas sustanciales en los precios de los activos en los mercados financieros internacionales, a excepción de los considerados como refugio (deuda pública de algunos países). Los factores subyacentes a este profundo deterioro han sido la profundización de la crisis de deuda soberana en Europa y el debilitamiento del crecimiento en un número cada vez mayor de economías, y en especial en Estados Unidos. Así, se han producido importantes pérdidas bursátiles, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, un incremento de la volatilidad bursátil, y movimientos hacia activos refugio como la deuda pública de Estados Unidos —lo que propició un descenso de su rentabilidad significativamente por debajo del 2 % para vencimientos a diez años— y apreciación de algunas monedas, como el yen y el franco suizo —que llevó a las autoridades de estos países a implementar intervenciones cambiarias puntuales y, en el segundo caso, a establecer un límite a la apreciación de la moneda (en el cruce de 1,20 francos suizos por euro)—. Asimismo, el dólar se apreció notablemente frente al euro y, en mayor o menor medida, frente a las divisas de numerosas economías emergentes. Por otro lado, en estas últimas se produjeron incrementos de los diferenciales soberanos y de las primas de riesgo de impago, a la par que se retiraron cuantiosos flujos externos en las bolsas, si bien las entradas en deuda se mantuvieron en terreno positivo, y algunos países lograron colocar emisiones en los mercados internacionales en buenas condiciones. En este contexto, tras las caídas a comienzos de agosto, los precios de las materias primas han experimentado un aumento de su volatilidad.

En el caso del petróleo, el precio del barril de Brent ha oscilado en el entorno de los 105-115 dólares.

En Estados Unidos, la estimación revisada del PIB del segundo trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1 % (1,5 % interanual), revisado a la baja desde el 1,3 % de la estimación preliminar por la menor contribución de la demanda externa y la aportación negativa de la acumulación de existencias. Los indicadores más recientes presentan un panorama de debilidad, si bien algo más positivo por el lado de la oferta. Así, en agosto la producción industrial y la utilización de la capacidad productiva avanzaron nuevamente, y la confianza empresarial reflejó un crecimiento modesto, mientras que las ventas al por menor continuaron estancadas en agosto y la confianza del consumidor se mantuvo en septiembre en niveles históricamente reducidos. Asimismo, el mercado inmobiliario residencial continúa deprimido y los precios de la vivienda siguen descendiendo en términos interanuales. Finalmente, el mercado laboral ha mostrado un agudo debilitamiento en agosto, pues la creación neta de empleo fue nula, y la tasa de paro permaneció en el 9,1 %. Tanto la inflación general como la subyacente se aceleraron 0,2 pp en agosto, hasta situarse en el 3,8 % y el 2 %, respectivamente. En este contexto, la Reserva Federal ha confirmado el tono expansivo de su política, dejando el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,25 %, y ha concretado en agosto que se mantendrá en niveles muy reducidos hasta mediados de 2013. Además, en septiembre ha activado nuevas medidas, favoreciendo un sesgo en su balance hacia deuda a más largo plazo (operación *twist*) y anunciando la reinversión de los fondos procedentes de MBS en su poder en nuevos MBS para dar mayor apoyo al mercado hipotecario. En el plano fiscal, la Casa Blanca ha propuesto un nuevo plan de apoyo, por valor de 447 mm de dólares, que aún está pendiente de tramitación en las Cámaras.

En Japón, el PIB del segundo trimestre se revisó a la baja, intensificándose el ritmo de caída hasta el -0,5 % trimestral (-1,1 % interanual). No obstante, se viene observando una notable recuperación de la actividad desde mayo, más pronunciada en el sector manufacturero, apoyada en la normalización de las condiciones de oferta, muy afectadas tras el terremoto de marzo. Por el lado de la demanda, el consumo mantuvo un sólido repunte, si bien se ha visto beneficiado por un efecto de anticipación de compras. Por el contrario, los indicadores de confianza en agosto apuntan a un deterioro de la situación, afectada por la debilidad de la demanda exterior y la fortaleza del yen. La balanza comercial registró un saldo negativo en agosto, como resultado de la persistente fortaleza de las importaciones. Por su parte, la tasa de inflación aumentó seis décimas en julio, hasta el 0,2 %, debido a factores temporales, si bien el indicador subyacente se mantiene en terreno deflacionario. En este entorno, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 %, amplió en 5 billones de yenes tanto el programa de compra de activos como la facilidad de crédito con colateral, e intervino en los mercados cambiarios para frenar la apreciación del yen.

En el Reino Unido el PIB creció un 0,2 % intertrimestral (0,7 % anual) en el segundo trimestre de 2011, según la estimación revisada, tres décimas menos que en el primero. Los datos recientes apuntan a una intensificación de esta tendencia. La producción industrial de julio y los índices PMI hasta agosto muestran un deterioro generalizado, en especial en el sector de manufacturas, reflejo de la menor demanda interna y externa. Las ventas minoristas indican una caída del consumo de los hogares, en línea con el reducido nivel de confianza y la pérdida de poder adquisitivo. En el mercado inmobiliario, los precios de la vivienda siguen ajustándose a la baja. En el mercado laboral se produjo una caída del empleo en el trimestre hasta agosto, propiciada por el ajuste del sector público, y la tasa



de paro aumentó tres décimas, hasta el 7,9 %; mientras, los salarios crecieron moderadamente. La inflación ha continuado su escalada, tras la pausa de junio, aumentando otra décima en agosto, hasta el 4,5 %, aunque la tasa subyacente permaneció en el 3,1 %. El Banco de Inglaterra mantuvo el tono de su política en septiembre, dejando inalterados tanto el tipo de interés oficial (0,5 %) como su programa de compra de activos.

En el conjunto de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB del segundo trimestre creció un 3,1 % interanual, inferior al 3,5 % del primero, en un contexto en el que el crecimiento continúa impulsado por la demanda externa —salvo en Polonia, donde la demanda interna sigue siendo robusta—. Por países, destaca el notable avance de Letonia (5,6 % interanual), la consolidación de la recuperación en Polonia (4,3 %) y la expansión de Lituania (6,3 %, aunque el crecimiento trimestral fue reducido), mientras que en el resto de economías la actividad se incrementó entre un 1,4 % y un 2,2 %. Para el tercer trimestre se espera una moderación del crecimiento, debido tanto al menor dinamismo de las exportaciones como a la atonía de la demanda interna. A pesar del entorno de mayor debilidad, la inflación agregada repuntó 0,2 pp en agosto, hasta el 3,7 % interanual, a consecuencia del aumento de los precios del combustible. Sin embargo, dada la mayor incertidumbre sobre el crecimiento económico, los tipos de interés oficiales se han mantenido inalterados en todos los países.

En China, el ritmo de expansión de la actividad económica continúa moderándose, aunque sigue en niveles relativamente altos. Así, tanto la producción industrial como la inversión en activos fijos se desaceleraron ligeramente en agosto, mientras que las ventas minoristas mostraron un mejor comportamiento. El menor dinamismo vendría explicado por el tensionamiento de la política monetaria y el anticipo de una mayor atonía en la demanda externa. Sin embargo, en agosto tanto las exportaciones como las importaciones han tenido un comportamiento más dinámico de lo esperado, aumentando su ritmo de crecimiento. Por otro lado, la inflación comenzó a moderarse en agosto, situándose en el 6,2 % interanual, si bien se espera que el ajuste sea muy gradual. En el resto de Asia emergente, el PIB de la región (excluida China) creció un 5,8 % interanual en el segundo trimestre, por debajo del 6,4 % alcanzado en el anterior, moderándose en la mayoría de los principales países, tendencia que habría continuado en julio, según señalan los datos de producción industrial. Por su parte, el encarecimiento de los alimentos propició que la inflación interanual alcanzase en agosto máximos del año en curso en numerosas economías de la región. Con todo, en dicho mes se observó un parón en el ciclo de subidas de tipos en la región —salvo en Tailandia, donde se elevaron 25 pb, hasta el 3,5 %—, ante los temores de desaceleración en las economías avanzadas.

En América Latina, el crecimiento del PIB se desaceleró en el segundo trimestre de 2011, hasta el 1,1 % intertrimestral, frente al 1,4 % registrado en el trimestre precedente. De esta manera, el crecimiento interanual del PIB se desaceleró hasta el 4,3 %, desde el 5,5 % anterior, con todos los países registrando un menor crecimiento —salvo Colombia—, como resultado principalmente del menor dinamismo de la demanda interna. Por su parte, la inflación en el conjunto de la región se situó en el 7 % en agosto, cuatro décimas superior a la registrada en junio, especialmente por el aumento registrado en Brasil (cinco décimas), dada su ponderación en la inflación de la región. A pesar de ese repunte, el banco central de Brasil redujo 50 pb el tipo de interés oficial, justificando su decisión porque la mayor incertidumbre del entorno internacional contribuirá a intensificar la desaceleración de la economía. Los restantes bancos centrales de la región mantuvieron los tipos de interés oficiales, si bien Chile, México y Perú abrieron la puerta a posibles reducciones en el futuro, las cuales son descontadas por los mercados financieros. En los mercados de

cambios destacan las ventas en dólares realizadas por el banco central de Argentina y, más recientemente, las realizadas en Brasil a raíz de la fuerte depreciación del real. Por otra parte, la agencia de calificación Standard & Poor's elevó el *rating* de la deuda soberana de Perú en un escalón, mientras que lo redujo en el caso de Venezuela.

En el área del euro, la segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó que el PIB aumentó el 0,2 % en el segundo trimestre de 2011, seis décimas menos que en el período enero-marzo. La notable desaceleración de la actividad fue consecuencia del retroceso experimentado por el consumo privado y público, así como de la ralentización de la formación bruta de capital fijo, de modo que la contribución de la demanda interna sin existencias a la variación del producto alcanzó los -0,1 pp. Por el contrario, la demanda exterior neta aportó tres décimas al crecimiento del PIB, debido al incremento más elevado de las exportaciones que de las importaciones, si bien ambos agregados mostraron una expansión más reducida que en el trimestre previo, y la variación de existencias contribuyó una décima. En términos interanuales, el PIB experimentó un incremento del 1,6 %, ocho décimas por debajo del alcanzado en el primer trimestre. Por países, la desaceleración de la actividad fue especialmente intensa en Alemania y Francia, con una fuerte caída del consumo privado, mientras que el mayor crecimiento de Italia se basó, en gran parte, en el retroceso registrado por las importaciones.

Por su parte, el empleo mostró una evolución favorable en el segundo trimestre, con un incremento del 0,3 %, si bien en términos interanuales el crecimiento continúa siendo muy reducido, del 0,4 %. Al mismo tiempo, la tasa de paro permaneció en el 10 % en julio por tercer mes consecutivo.

La información disponible para el tercer trimestre del año muestra un fuerte deterioro de los indicadores de carácter cualitativo. La información cuantitativa disponible es todavía limitada, pero no muestra un retroceso comparable. Entre los indicadores por el lado de la oferta, la producción industrial creció en julio un 1 % intermensual (frente al -0,8 % del mes previo), mientras que los pedidos industriales cayeron un 2,1 %. La confianza empresarial registró retrocesos significativos en julio y agosto, en los servicios y en la industria, tanto en la encuesta de la Comisión Europea como en la realizada a los gestores de compras. Cabe destacar que el índice PMI de gestores de compras de manufacturas y servicios alcanzó en septiembre niveles inferiores a 50, compatibles con una contracción de la actividad. En la vertiente de la demanda, las ventas al por menor en julio y las matriculaciones en agosto mostraron incrementos intermensuales (véase cuadro 1), si bien la confianza de los consumidores cayó en el tercer trimestre. En cuanto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos registró un fuerte retroceso en julio y agosto, y el grado de utilización de la capacidad productiva descendió en el tercer trimestre, tras haber alcanzado en el segundo su valor máximo durante la etapa de recuperación. Finalmente, las exportaciones nominales aumentaron en julio, mientras que se observó un deterioro de la valoración de la cartera de pedidos exteriores en agosto y de las expectativas de exportación en el tercer trimestre. La Comisión Europea ha reflejado este empeoramiento de los indicadores en la actualización que realizó a mediados de septiembre de sus previsiones de primavera, en las que revisó a la baja sus estimaciones de crecimiento para el tercer y el cuarto trimestres del año, hasta el 0,2 % y el 0,1 %, respectivamente, frente al incremento del 0,4 % en ambos trimestres que anticipaba en primavera.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se mantuvo en agosto en el 2,5 %. Por componentes, se registró una elevada estabilidad, con una ligera ralentización de los precios de los servicios y los alimentos no elaborados y una leve

		2011						
		Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep (b)	
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	5,2	4,3	2,6	4,2			
	Comercio al por menor	1,1	-1,9	-0,8	-0,2			
	Matriculaciones de turismos nuevos	-0,2	-1,1	-3,8	2,2	6,1		
	Indicador de confianza de los consumidores	-12,0	-10,0	-10,0	-11,0	-17,0	-19,0	
	Indicador de confianza industrial CE	6,0	4,0	4,0	1,0	-3,0		
	PMI de manufacturas	58,0	54,6	52,0	50,4	49,0	48,4	
	PMI de servicios	56,7	56,0	53,7	51,6	51,5	49,1	
	IAPC	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5		
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	1,9	2,3	1,9	2,0			
	M1	1,6	1,2	1,2	0,9			
	Crédito a los sectores residentes	3,3	3,2	2,7	2,5			
	AAPP	7,4	5,7	4,7	4,9			
	Otros sectores residentes	2,3	2,6	2,2	1,9			
	<i>De los cuales:</i>							
	Préstamos a hogares	3,4	3,4	3,2	3,0			
	Préstamos a sociedades no financieras	1,0	1,0	1,5	1,6			
	EONIA	0,97	1,03	1,12	1,01	0,91	0,96	
	EURIBOR a tres meses	1,32	1,43	1,49	1,60	1,55	1,53	
	EURIBOR a un año	2,09	2,15	2,14	2,18	2,10	2,07	
	Rendimiento bonos a diez años	4,66	4,37	4,37	4,59	4,21	4,03	
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,18	-1,17	-1,37	-1,57	-1,89	-2,01	
Tipo de cambio dólar/euro	1,444	1,435	1,439	1,426	1,434	1,383		
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	7,8	2,5	2,0	-4,4	-17,6	-27,5		

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

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

b Datos hasta el día 23 de septiembre de 2011.

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

aceleración de los correspondientes a los alimentos elaborados. De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, permaneció en el 1,5%. Por su parte, los precios industriales se aceleraron dos décimas en julio, hasta el 6,1%, por el mayor dinamismo del componente de los bienes energéticos.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 8 de septiembre, mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1,5% para las operaciones principales de financiación, y en el 0,75% y el 2,25% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. Además, presentó el ejercicio de proyección de septiembre del Euro-sistema, que contempla un incremento del PIB de entre el 1,4% y el 1,8% en 2011, y de entre el 0,4% y el 2,2% en 2012, lo que supone una revisión a la baja de las previsiones para ambos años, debido al empeoramiento de las perspectivas acerca de la demanda externa e interna, esta última afectada negativamente por el incremento de la incertidumbre, la caída de la confianza y el endurecimiento de las condiciones de financiación. En cuanto a la inflación, el ejercicio prevé una tasa de entre el 2,5% y el 2,7% para 2011, y de entre el 1,2% y el 2,2% para 2012, lo que supone, en comparación con el ejercicio de junio, el mantenimiento de las proyecciones para el primer año y un ligero estrechamiento del rango previsto para el segundo. Sobre esta base, el Consejo de Gobierno sostuvo que los riesgos para la estabilidad de los precios están equilibrados, mientras que los

referidos al crecimiento económico se hallan sesgados a la baja, tras varios ejercicios en los que los valoraba como neutrales. Este sesgo negativo es reflejo, fundamentalmente, del posible efecto adverso sobre la actividad de las persistentes tensiones en los mercados financieros.

En los mercados de deuda pública se produjo una agudización generalizada de las tensiones durante los meses de verano, que propició un aumento de la demanda de activos percibidos como más seguros, de modo que las rentabilidades de la deuda del bono a diez años de Alemania y Estados Unidos alcanzaron en septiembre mínimos históricos, del 1,7 % en ambos casos. Los rendimientos de la deuda pública de los países con programa de asistencia financiera mostraron una evolución heterogénea, con un incremento sustancial en Grecia, hasta alcanzar valores máximos, que no son ajenos al recurrente debate sobre un eventual proceso de reestructuración de su deuda. Por el contrario, la positiva valoración realizada por el FMI y las autoridades económicas europeas del cumplimiento de los programas en Irlanda y Portugal se ha reflejado en un significativo descenso de los tipos de la deuda en el primer caso y en una estabilización en el segundo. Por último, en Italia y España el diferencial frente al bono germano siguió mostrando una elevada volatilidad, con una tendencia a la baja hasta mediados de agosto, que obedeció principalmente a la reactivación del Programa del Mercado de Valores del BCE, con unas compras acumuladas desde esa fecha por importe de 80 mm de euros, y al anuncio y a la adopción de nuevas medidas de ajuste en estos dos países. En particular, en Italia se anunció un ambicioso programa de ajuste fiscal, así como la introducción de una reforma constitucional para limitar el gasto público, reforma que, en el caso de España, fue aprobada a principios de septiembre. Sin embargo, las posteriores modificaciones del plan de ajuste fiscal italiano y las tensiones derivadas de los problemas de Grecia han llevado a nuevos repuntes del diferencial en el período más reciente.

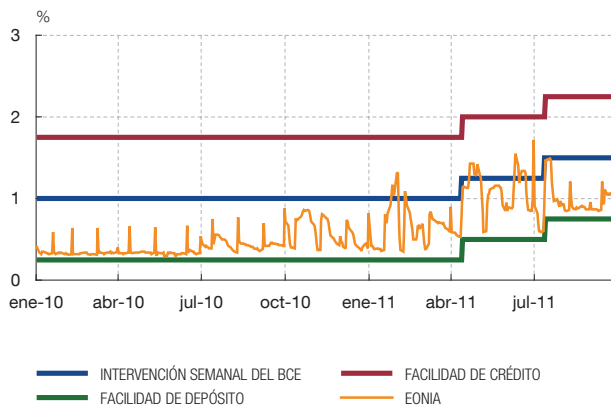
La inestabilidad de los mercados de deuda soberana se ha trasladado al mercado interbancario, con un incremento muy pronunciado de las primas de riesgo. El descenso de los tipos de interés de las operaciones con garantía —*eurepos*—, que alcanza los 0,8 pp desde finales de julio para el plazo de un año, no ha venido acompañado de una reducción comparable de las rentabilidades de los depósitos, que ha sido de alrededor de 0,1 pp en todos los plazos desde el inicio de agosto, hasta niveles del 1,35 % en el caso del EURIBOR a un mes y del 2,06 % para las operaciones a un año (véase gráfico 6). Por otra parte, los préstamos concedidos a las empresas no financieras prolongaron su tendencia levemente ascendente y crecieron en julio un 1,6 % interanual, mientras que los préstamos a los hogares redujeron su ritmo de expansión en dos décimas, hasta el 3 %.

En relación con las cotizaciones bursátiles, las tensiones de los mercados de deuda soberana y las dudas sobre la continuidad de la recuperación económica mundial se reflejaron en un elevado incremento de la volatilidad y en fuertes retrocesos de los índices de renta variable europeos, de forma que el EUROSTOXX 50 se sitúa un 24,1 % por debajo de los niveles de finales de julio. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar, tras mostrar una elevada variabilidad en agosto, registró una intensa depreciación en septiembre, hasta situarse en torno a los 1,34 \$/€ a la fecha de cierre de este Boletín, un 5,8 % por debajo del nivel de finales de julio (véase gráfico 7). Durante ese mismo período, el euro experimentó una desvalorización, en términos efectivos nominales, del 1,1 %. Por último, en julio el agregado monetario amplio M3 registró una tasa de crecimiento interanual del 2 %, lo que representa un incremento de una décima respecto al mes anterior.

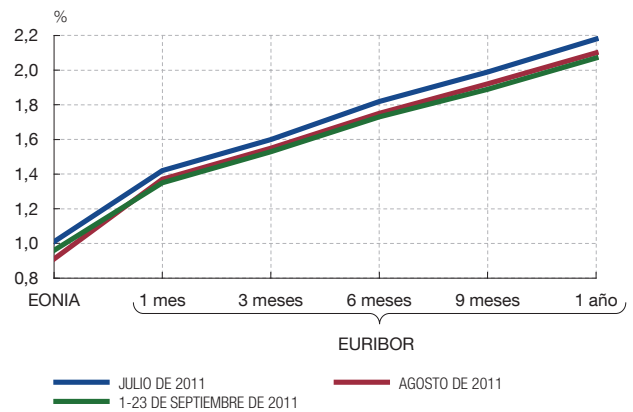
## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6

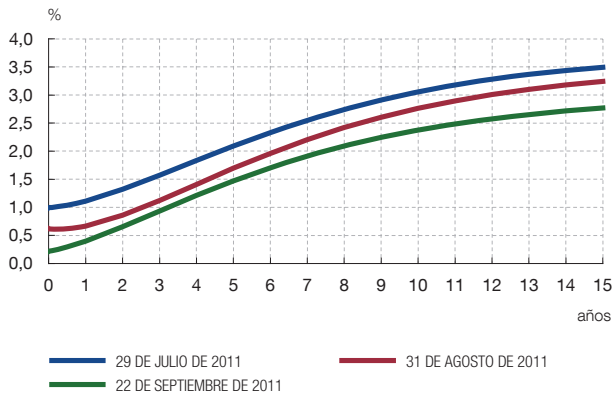
### TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



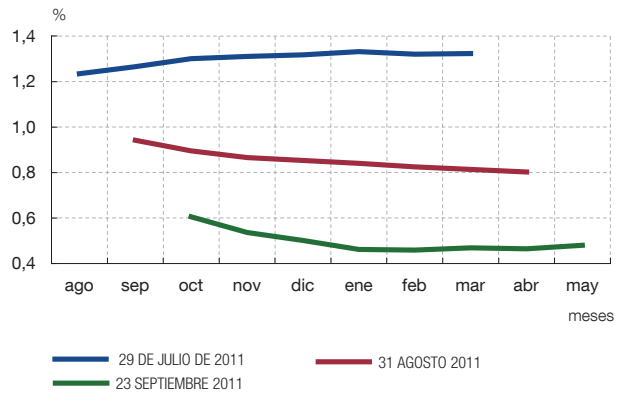
### MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



### CURVA CUPÓN CERO (a)



### TIPO EONIA ESPERADO

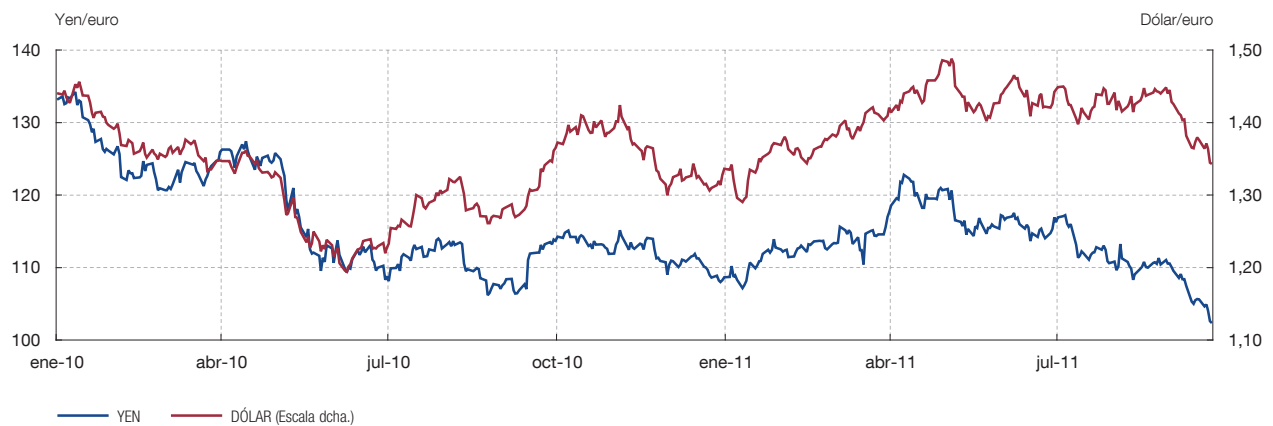


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

	2008	2009	2010					
	Dic	Dic	Dic	May	Jun	Jul	Ago	Sep (a)
<b>TIPOS BANCARIOS (b)</b>								
<b>HOGARES E ISFLSH</b>								
Crédito para adquisición de vivienda	5,83	2,62	2,66	3,46	3,53	3,58	...	...
Crédito para consumo y otros fines	8,83	6,96	6,35	7,13	6,64	7,10	...	...
Depósitos	2,79	1,39	1,70	1,79	1,81	1,72	...	...
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS</b>								
Crédito (c)	4,87	2,95	3,24	3,80	3,65	3,96	...	...
<b>MERCADOS FINANCIEROS (d)</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,18	0,80	3,05	2,24	2,26	2,59	2,94	2,84
Deuda pública a cinco años	3,46	2,73	4,64	4,57	4,70	5,07	4,52	4,45
Deuda pública a diez años	3,86	3,80	5,37	5,32	5,48	5,82	5,25	5,23
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,81	0,62	2,47	2,21	2,52	3,06	3,02	3,41
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	2,87	0,72	1,70	1,29	1,53	1,85	2,18	2,70
IBEX 35 (f)	-39,43	29,84	-17,43	6,26	5,08	-2,32	-11,57	-18,89

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 23 de septiembre 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 2009.

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

## Evolución financiera en España

Durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, y en línea con lo que ha ocurrido en otros mercados financieros internacionales, se han registrado caídas en los índices bursátiles nacionales, aumentos en las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado y una elevada volatilidad del diferencial de rentabilidad frente a la referencia alemana de la deuda pública a largo plazo. Por su parte, la información más reciente sobre los pasivos de los agentes no financieros, que corresponde a julio, sigue mostrando un moderado descenso del saldo de financiación de las empresas y las familias, y un elevado dinamismo de los fondos captados por las AAPP, que fue, no obstante, algo menor que el de junio. Estos desarrollos han venido acompañados de una ralentización de los activos líquidos mantenidos por el sector privado. Los datos provisionales referidos a agosto no muestran cambios significativos en la tasa de avance interanual de estos últimos, al tiempo que apuntan a una prolongación de las principales tendencias de los meses precedentes en la evolución del crédito obtenido por los hogares y las sociedades.

La rentabilidad de la deuda pública a diez años, que había alcanzado valores alrededor del 6,3 % a principios de agosto, se redujo durante los días posteriores hasta unos registros en el entorno del 5 %, tras la reactivación del Programa del Mercado de Valores del BCE y el anuncio de medidas de política económica por parte del Gobierno español, manteniéndose en ese nivel hasta finales de dicho mes. Posteriormente, se ha observado un cierto repunte, hasta el 5,3 %. El diferencial con la referencia alemana al mismo plazo ha mostrado una notable variabilidad durante este período, situándose, en la fecha de cierre de este artículo, alrededor de los 360 pb. En promedio de los días transcurridos de septiembre,

**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		
	Jul (b)	Dic	Dic	May	Jun	Jul
<b>FINANCIACIÓN TOTAL</b>	2.866,5	4,1	3,3	2,9	2,6	2,3
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH</b>	2.169,9	-0,8	0,6	-0,7	-1,2	-1,3
Hogares e ISFLSH	882,4	-0,3	0,2	-1,1	-2,0	-1,7
<i>De la cual:</i>						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	671,3	0,2	0,7	-0,3	-1,1	-1,1
Crédito para consumo y otros fines (c)	207,7	-1,9	-1,3	-3,7	-4,8	-3,7
Sociedades no financieras	1.287,4	-1,2	0,9	-0,4	-0,7	-0,9
<i>De la cual:</i>						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	868,6	-3,5	-1,0	-2,3	-2,7	-2,9
Valores de renta fija (d)	67,2	36,2	14,6	5,7	5,3	7,3
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)</b>	696,6	29,4	13,8	16,1	16,5	15,4
Valores a corto plazo	89,7	62,7	1,3	5,1	8,9	7,6
Valores a largo plazo	486,7	27,5	15,7	18,5	18,2	17,2
Créditos y resto	120,2	14,6	17,8	15,0	15,7	14,7

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.

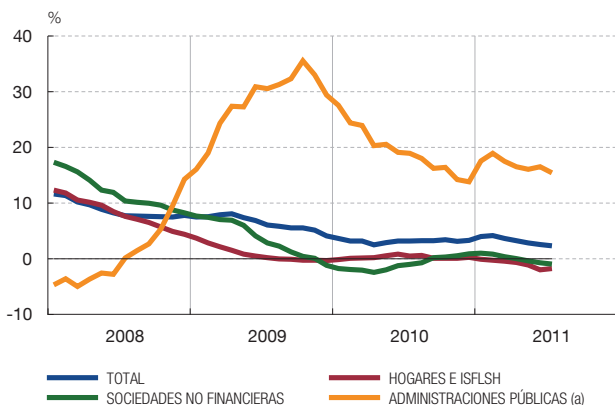
este indicador se ha elevado en 35 pb con respecto a la media de julio (véase cuadro 2). Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas han tendido a aumentar a lo largo del mismo período, incrementándose en promedio 85 pb entre esas dos fechas, hasta los 270 pb.

Durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, han descendido las cotizaciones bursátiles de los valores españoles, en un contexto de elevada volatilidad. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 17 % por debajo del nivel de finales de julio, un retroceso inferior al registrado durante el mismo período por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (24,1 %), pero superior al del S&P 500 de las de Estados Unidos (12,1 %). Como resultado de ello, la caída acumulada desde finales de 2010 por el índice español se elevó hasta el 18,9 %, mientras que la referencia del área del euro y la estadounidense decrecieron en un 27,5 % y un 9,6 %, respectivamente.

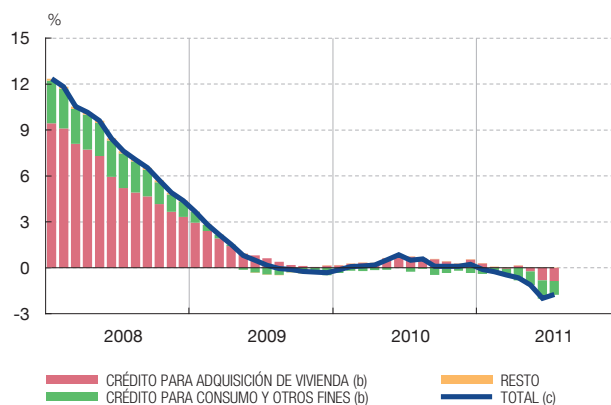
Los tipos de interés aplicados por las entidades a las nuevas operaciones crediticias volvieron a aumentar en julio. En la financiación para la adquisición de vivienda el ascenso fue de apenas 5 pb (hasta alcanzar el 3,58 %), mientras que en los préstamos a las familias para consumo y otros fines y en los fondos destinados a las empresas el incremento fue de 46 pb y de 31 pb, respectivamente, hasta situarse en el 7,10 % y el 3,96 %. Por el contrario, la remuneración de los depósitos de los hogares se redujo en 9 pb, hasta el 1,72 %.

Durante julio, la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes se desaceleró de nuevo (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por sectores, esta evolución fue el resultado del menor dinamismo de la financiación de las Administraciones Públicas, del ligero aumento en la tasa de contracción de la deuda de las sociedades (del 0,7 % al 0,9 %) y de cierta moderación en el ritmo de descenso de los pasivos de los hogares (del 2 % al 1,7 %).

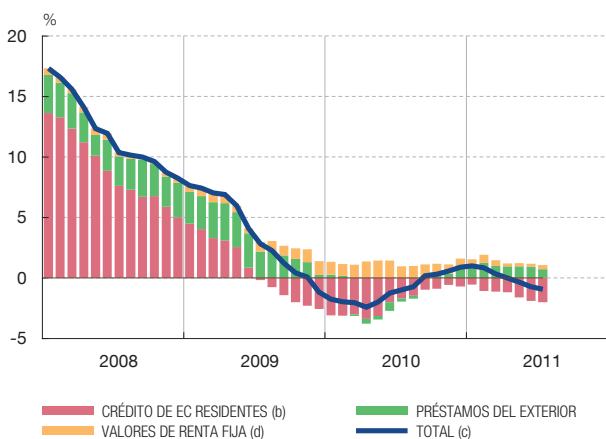
CRECIMIENTO INTERANUAL



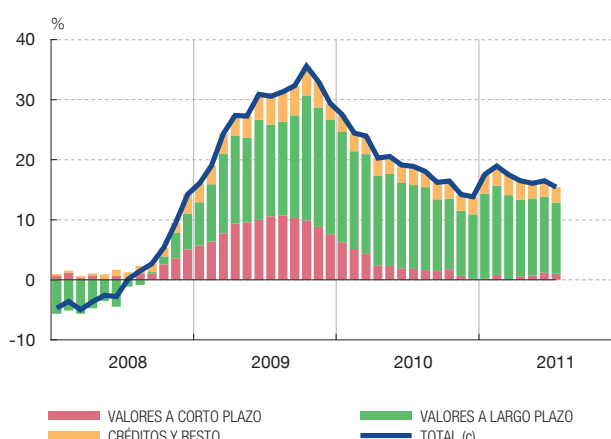
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES



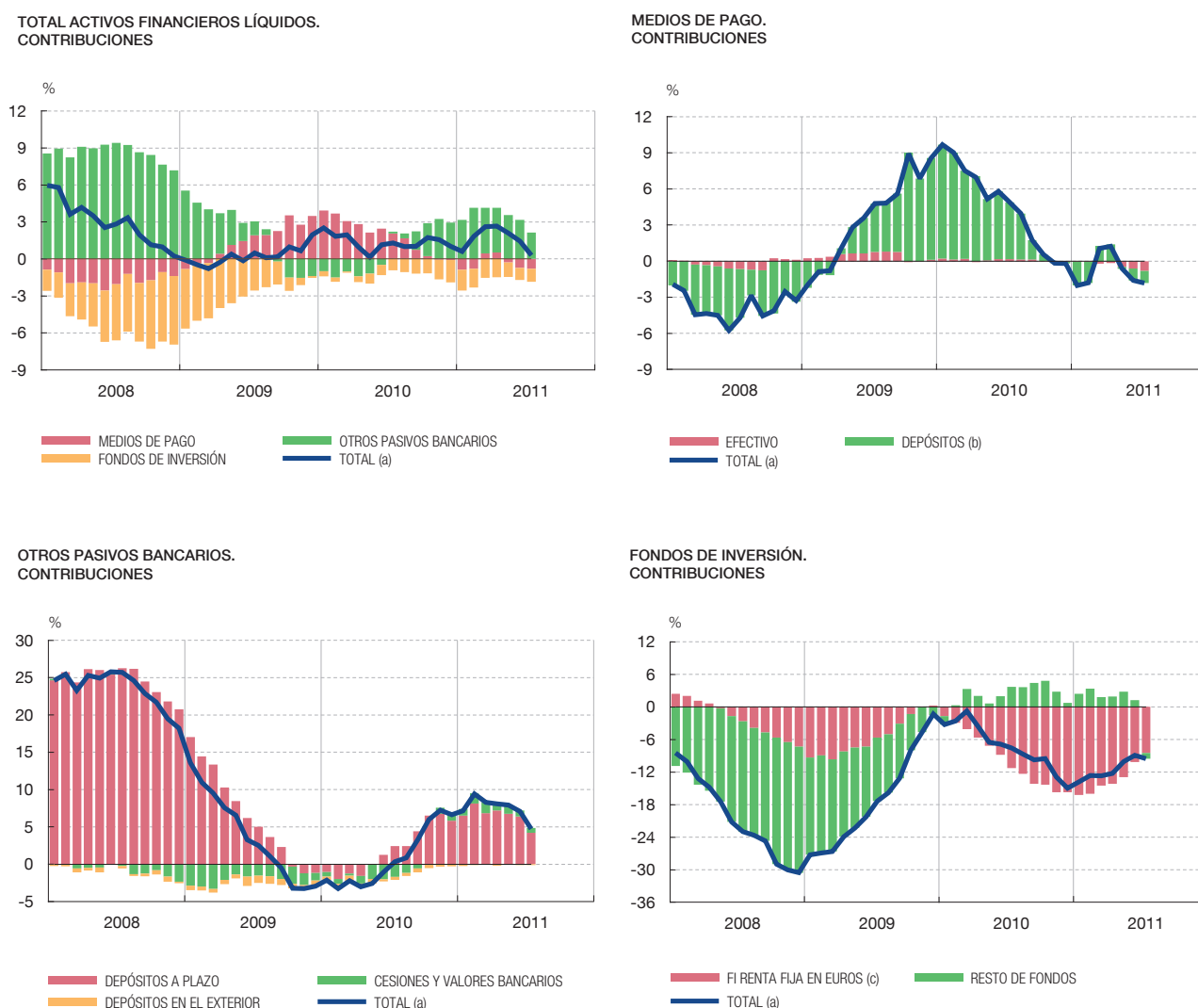
FUENTE: Banco de España.

- 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.

La desagregación por finalidades muestra que en julio el ritmo de contracción interanual de los créditos a los hogares para la adquisición de vivienda se mantuvo en el nivel del mes precedente (1,1 %), mientras que el de los préstamos destinados a consumo y otros fines se redujo hasta el 3,7 %, frente al 4,8 % de junio. En el caso de las sociedades, la tasa de caída de los fondos prestados por las entidades residentes volvió a elevarse, hasta alcanzar el 2,9 %. En contraposición, los recursos captados a través de los mercados de valores de renta fija mostraron un mayor dinamismo, aumentando, en términos interanuales, un 7,3 %, 2 pp más que en junio. La información provisional correspondiente a agosto muestra que en dicho período se habría incrementado algo el ritmo de descenso interanual del crédito a las sociedades y del otorgado a los hogares para financiar consumo, mientras que el del destinado a la adquisición de vivienda apenas habría variado.

En julio, la tasa de variación interanual de la financiación de las Administraciones Públicas descendió hasta el 15,4 %, 1,1 pp por debajo del registro de junio. Por instrumentos, esta evolución resultó del menor ritmo de expansión tanto de las emisiones de valores a corto y a largo plazo,





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 se situó en el 7,6% y el 17,2%, respectivamente, como del resto de pasivos (crédito, fundamentalmente), que crecieron un 14,7%, 1 pp menos que en el mes precedente.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las familias y las empresas no financieras volvieron a desacelerarse en julio (véase gráfico 9). Esta evolución fue el resultado del menor dinamismo registrado por todos sus componentes, y en especial de los depósitos a plazo, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 4,6% (2,4 pp menos que en junio). La información provisional referida a agosto apunta a un mantenimiento del ritmo de expansión de los activos más líquidos en torno a la cifra del mes anterior, como consecuencia de una cierta aceleración de la caída de los medios de pago, que habría sido prácticamente compensada por la moderación en la contracción de los fondos de inversión de renta fija en euros, ya que el ritmo de avance de los depósitos a plazo apenas habría variado.

23.9.2011.