

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el PIB de la economía española descendió el 0,4 % en términos intertrimestrales en el segundo trimestre de 2012, lo que supuso una décima más en el ritmo de caída respecto al primer trimestre del año. La demanda nacional disminuyó un 1,4 % intertrimestral, con retrocesos de todos sus componentes, destacando los de las distintas rúbricas de la inversión (del 5,7 % en otras construcciones, 2,3 % en vivienda y 1,5 % en equipo). El consumo privado descendió un 0,9 %, y el público, el 0,7 %. Por su parte, la aportación positiva de la demanda exterior al crecimiento intertrimestral del producto se amplió en ocho décimas, hasta 0,9 puntos porcentuales (pp), como consecuencia del favorable comportamiento de las exportaciones, que se incrementaron un 1,6 %, mientras que las importaciones disminuyeron el 1,5 %.

En términos interanuales, la tasa de variación del PIB se situó en el -1,3 %, frente al -0,6 % del primer trimestre. El ritmo interanual de disminución de empleo en el conjunto de la economía se intensificó 1 pp, hasta el 4,6 %, lo cual contribuyó a que la productividad aparente continuara acelerando su tasa de crecimiento, hasta alcanzar el 3,5 %. Dado que la remuneración por asalariado se ralentizó en dos décimas hasta el 1,3 %, los costes laborales unitarios intensificaron su ritmo de descenso en 0,6 pp, hasta el -2,1 %.

Además, el INE ha revisado las series de las cuentas nacionales del período 2008-2011, con modificaciones que, en algunos casos, han sido significativas. Así, en 2010, el PIB cayó dos décimas más que en la estimación inicial (-0,3 % frente a -0,1 %) y en 2011 el incremento del producto fue tres décimas inferior (0,4 % en vez de 0,7 %).

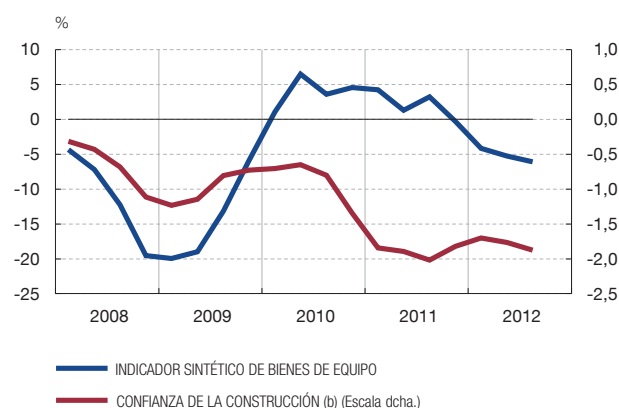
Los datos disponibles referidos al tercer trimestre del año sugieren que el producto siguió cayendo a un ritmo significativo, en un entorno en el que la tensión financiera permaneció en cotas muy elevadas. No obstante, la información del trimestre es todavía incompleta y apenas incluye indicadores cuantitativos que permitan anticipar el impacto de la elevación de la imposición indirecta introducida el 1 de septiembre. Con relación al consumo privado, cabe destacar el deterioro de la confianza de los hogares, tanto en el mes de julio como, especialmente, en agosto (véase gráfico 1). El indicador de confianza del comercio minorista también empeoró en esos meses, aunque de forma menos acusada. Entre los indicadores cuantitativos, el índice real de comercio al por menor (corregido de efectos de calendario y estacionales) retrocedió ligeramente en términos intermensuales en julio. Por su parte, las matriculaciones de vehículos particulares, corregidas de efectos de calendario y de estacionalidad, experimentaron un notable aumento intermensual en agosto, como consecuencia del adelantamiento de decisiones de compra ante la subida de tipos del IVA, que seguramente se ha visto compensado por un retroceso durante este último mes.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, la encuesta trimestral de la Comisión Europea realizada a los empresarios manufactureros refleja un descenso de la utilización de la capacidad productiva de cara al tercer trimestre del año, así como un leve empeoramiento de las expectativas de exportación para los próximos meses, lo que indicaría que las empresas no consideran necesario ampliar su capacidad instalada en estos momentos. Asimismo, la Encuesta de Coyuntura Industrial del mes de agosto muestra un deterioro tanto del clima del sector de bienes de equipo como de su cartera de pedidos. Entre la información de carácter cuantitativo, las matriculaciones de vehículos de carga acentuaron

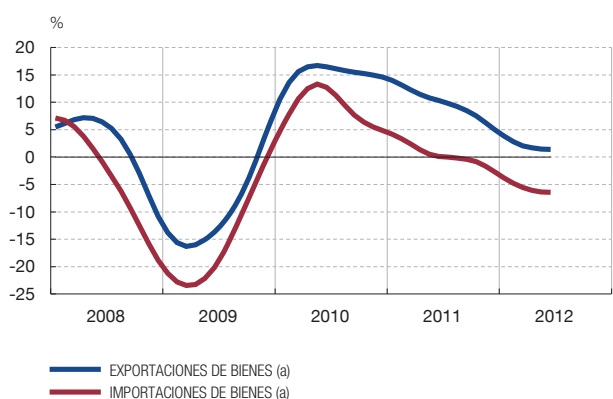
INDICADORES DE CONSUMO



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).

en julio y agosto su ritmo de caída intermensual. En contraste, la producción de bienes de equipo aumentó un 1,4 % intermensual en el mes de julio, frente al descenso registrado el mes anterior.

En cuanto a la inversión en construcción, la información disponible para el tercer trimestre apunta asimismo a una continuación del fuerte ajuste que ha experimentado esta partida en los últimos años. Entre los indicadores contemporáneos, la producción de materiales de construcción siguió registrando en julio un ritmo de descenso interanual muy elevado, aunque se moderó ligeramente, como en meses anteriores. Por su parte, la afiliación media a la Seguridad Social del sector, corregida de efectos estacionales, mantuvo estable durante los meses de julio y agosto su tasa de contracción intermensual en el entorno del 1,6 %. Por último, la confianza del sector sufrió un sustancial deterioro en agosto, hasta situarse en el mínimo de la serie histórica de ese indicador.

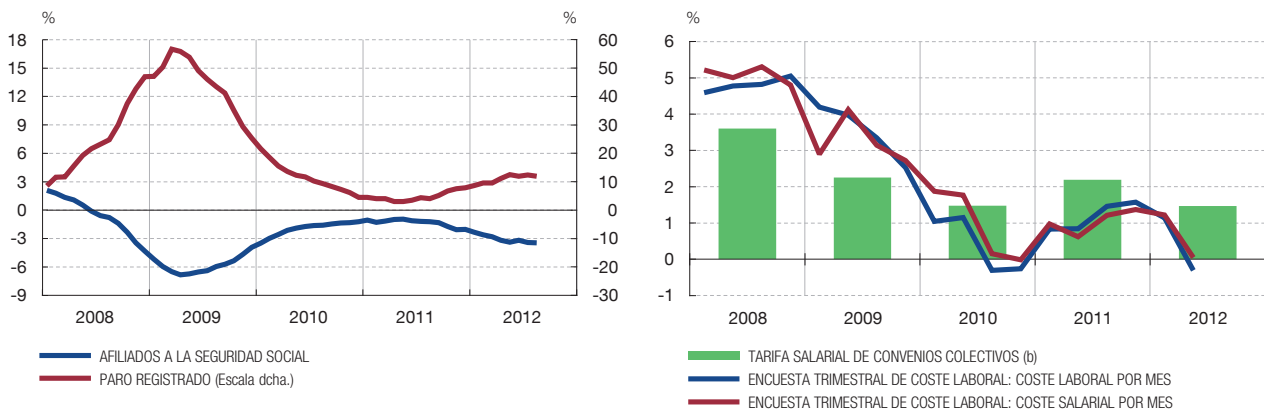
De acuerdo con los últimos datos disponibles de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 5,3 % interanual en julio, por encima del 2,7 % registrado en el segundo trimestre. Por grupos de productos destacaron los avances en las ventas de alimentos y de bienes intermedios, mientras que cayeron las exportaciones de bienes de

consumo duradero y de bienes de equipo. Como en los últimos años, las ventas fuera de la UE fueron más dinámicas, si bien en julio también debe subrayarse el fuerte aumento interanual de las exportaciones a Alemania. Las importaciones reales de bienes, por su parte, se incrementaron un 4 % en términos interanuales, lo que contrasta con el descenso del 7 % observado en el segundo trimestre. Las compras avanzaron con más intensidad en el caso de los bienes intermedios, mientras que, como ocurrió con las exportaciones, descendieron las importaciones de bienes de consumo duradero y de bienes de equipo. El déficit comercial se amplió ligeramente en julio, pese a que se incrementó el superávit del saldo no energético. En el conjunto de los siete primeros meses del año, el déficit comercial se elevó a 20 mm de euros, un 21 % por debajo del saldo observado en el mismo período del año anterior.

Según la CNTR, los ingresos reales por turismo crecieron un 2,7 % intertrimestral en el segundo trimestre del año, frente al retroceso del 3,7 % del primero. No obstante, en tasa interanual cayeron un 2,3 %, en parte porque la comparación interanual se realiza frente a un período de 2011 que fue inusualmente favorable como consecuencia de los efectos de la primavera árabe. Los indicadores referidos al tercer trimestre apuntan a una mejora interanual. Así, las entradas de turistas no residentes crecieron cerca del 5 % en la media de julio y agosto en comparación con el mismo mes de 2011. Por su parte, la Encuesta de Ocupación Hotelera refleja una aceleración de aproximadamente 1,5 pp de la tasa de crecimiento de las pernoctaciones hoteleras de extranjeros en julio, hasta el 4,3 %. También el gasto total nominal de los turistas no residentes mantuvo en julio su tendencia expansiva, al aumentar un 8,9 % interanual, como consecuencia del dinamismo tanto de las entradas de turistas como de su gasto medio.

De acuerdo con los últimos datos de Balanza de Pagos, la necesidad de financiación de la economía española se situó en 14,7 mm de euros en los seis primeros meses de 2012 —tras haber arrojado un pequeño superávit en junio (de 455 millones de euros)—, lo que supone una reducción aproximada de un tercio frente a la cifra correspondiente al mismo período de 2011. La balanza por cuenta corriente presentó un déficit acumulado de 17,1 mm de euros hasta junio, frente a los 24,6 mm de euros registrados en el primer semestre del año pasado. Dicha evolución fue el resultado de la reducción del déficit comercial y del aumento del superávit de la balanza de servicios, que compensaron holgadamente el ligero deterioro de los déficits de rentas y de transferencias. La cuenta de capital acumuló un superávit de 2,4 mm de euros (2,9 mm en idéntico período de 2011).

Por el lado de la oferta, la información más reciente correspondiente a la actividad industrial sigue apuntando a una prolongación de la situación de debilidad del sector. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de la industria manufacturera se deterioró ligeramente en agosto, con un notable empeoramiento de las expectativas de producción para los próximos meses. La Encuesta de Coyuntura Industrial de agosto también muestra una disminución de la producción prevista y de la cartera de pedidos del sector. Por su parte, el índice PMI manufacturero aumentó en julio y agosto, pese a lo cual se mantuvo en niveles compatibles con una contracción de la actividad. En cuanto a los indicadores cuantitativos, el índice de producción industrial (IPI), corregido de calendario y de estacionalidad, experimentó un crecimiento intermensual del 0,2 % en julio, explicado por el comportamiento favorable de las ramas energéticas, en tanto que el IPI no energético registró un descenso del 1,1 %. De forma análoga, el índice de entradas de pedidos registró un significativo descenso intermensual, del 4,2 %, en julio (calculado sobre la serie desestacionalizada). La afiliación media a la Seguridad Social siguió disminuyendo en agosto, a



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

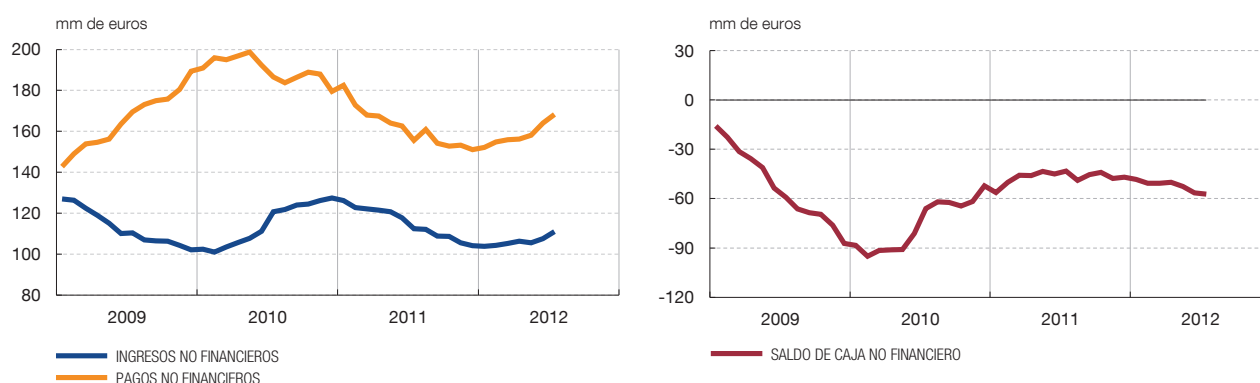
b Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta agosto de 2012.

un ritmo del 5,9 % interanual y del 0,5 % intermensual, calculado sobre la serie ajustada de estacionalidad.

Los últimos indicadores publicados relativos al sector servicios tampoco ofrecen indicios de recuperación en el tercer trimestre del año. Entre los de opinión, el indicador de confianza de la Comisión Europea retrocedió en agosto por segundo mes consecutivo, con un deterioro de las expectativas de evolución de la demanda en los próximos meses. De modo análogo a lo ocurrido en el caso de la industria manufacturera, el índice PMI registró en julio y en agosto ligeros avances, aunque permanece en niveles compatibles con una contracción adicional del valor añadido del sector en el tercer trimestre. En el ámbito cuantitativo, la afiliación media del sector a la Seguridad Social mantuvo su tasa de variación interanual en el -1,8 % en agosto, si bien la caída intermensual (calculada sobre la serie ajustada) se atenuó en una décima, hasta el -0,2 %. Finalmente, los indicadores de actividad del sector servicios correspondientes al mes de julio reflejan un mantenimiento de la tónica contractiva de los índices de cifra de negocios y de personal ocupado del sector, con retrocesos interanuales en torno al 7 % y 3 %, respectivamente. En términos intermensuales, el índice de cifra de negocios (reponderado, ajustado de estacionalidad y medido en términos reales) disminuyó el 0,5 %.

En los meses de verano, el número de afiliados a la Seguridad Social prosiguió su descenso en términos interanuales, con una caída del 3,5 % en agosto, que supera en tres décimas a la de junio (véase gráfico 2), si bien las tasas intermensuales más recientes, en términos ajustados de estacionalidad, muestran una estabilización en el proceso de destrucción de empleo iniciado en la segunda mitad del año pasado. Por su parte, el paro registrado, aunque mantuvo su tendencia al alza, estabilizó su tasa de variación interanual en agosto en el 12 %, igual a la observada en el mes de junio.

Por lo que respecta a la política fiscal, los desarrollos más recientes siguen estando marcados por la necesidad de cumplir con los objetivos de déficit de las AAPP, fijados por el ECOFIN en julio de este año en el 6,3 % y el 4,5 % del PIB en 2012 y 2013, respectivamente. Así, en el tercer trimestre del año se han ido poniendo en marcha algunas de las medidas de consolidación fiscal aprobadas el pasado 13 de julio, entre las que destaca la entrada en vigor el 1 de septiembre de los cambios normativos que han afectado al IVA,



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a Último dato: julio de 2012.

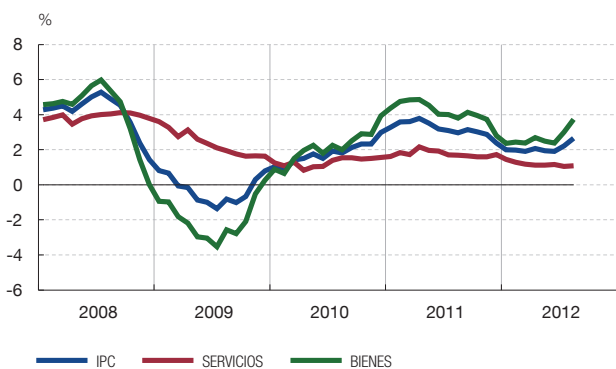
consistentes en la subida de los tipos normal y reducido del IVA y la reclasificación de algunas partidas desde los tipos reducidos al normal. En relación con los datos más recientes sobre ejecución presupuestaria, el Estado acumuló entre enero y julio un déficit de 48,5 mm de euros conforme a la metodología de la Contabilidad Nacional, es decir, del 4,6 % del PIB frente al 3,6 % del PIB en el mismo período del año anterior (31 mm de euros en términos de caja; véase gráfico 3). Este deterioro del déficit del Estado con respecto al año previo se irá corrigiendo parcialmente en lo que resta de 2012 en la medida en que se vaya regularizando el flujo de transferencias entre Administraciones Públicas, que en los primeros trimestres del año se ha visto alterado por los pagos adelantados del Estado a otras Administraciones. En particular, los anticipos de pagos recibidos por el Estado han contribuido a que el conjunto de las Comunidades Autónomas haya registrado un déficit del 0,77 % del PIB en el primer semestre del año en términos de Contabilidad Nacional (0,9 % si se corrigen los adelantos), frente al objetivo de déficit del 1,5 % acordado por el Consejo de Política Fiscal y Financiera para el conjunto de 2012.

Precios y costes

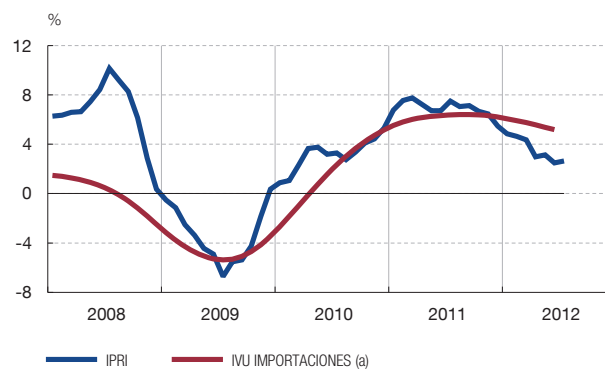
El coste por trabajador y mes en la economía no agrícola, según la información de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, se redujo un 0,3 % interanual en el segundo trimestre, tasa que marca un ajuste salarial más acusado que el que se desprende de la trayectoria de la remuneración por asalariado en la CNTR, ya comentada. Por su parte, la información más reciente, relativa al desarrollo de la negociación colectiva hasta el 31 de agosto, apunta al mantenimiento de la tendencia gradual de moderación salarial en el tercer trimestre, si bien la negociación se encuentra hasta la fecha bastante retrasada y contempla un porcentaje muy reducido de convenios de nueva firma, lo que resta representatividad al aumento medio pactado. Concretamente, la tasa de crecimiento de las tarifas fue del 1,47 % en agosto (casi 1 pp inferior a la de enero de 2012; véase gráfico 2), como resultado de un aumento salarial de los convenios revisados del 1,60 %, notablemente superior al de los convenios de nueva firma, que fue del 0,87 %.

En el mes de agosto, el IPC elevó cinco décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 2,7 % (véase gráfico 4). Este repunte de la inflación respondió, fundamentalmente, al comportamiento de los precios energéticos, que crecieron un 11,9 % interanual (4,1 pp más que el mes precedente). También contribuyeron a esa evolución la aceleración de los precios de los alimentos no elaborados (cuya tasa de variación interanual aumentó siete décimas, hasta el 2,7 %) y, en menor medida, de los servicios (cuyo ritmo de avance

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.

repuntó 0,1 pp, hasta el 1,1 %). Por el contrario, los precios de los bienes industriales no energéticos moderaron tres décimas su ritmo de avance, hasta el 0,7 %. Finalmente, los precios de los alimentos elaborados crecieron 3,2 pp, tasa idéntica a la de julio. Como resultado de todo ello, la tasa interanual del IPSEBENE permaneció en el 1,4 %, y la del IPC sin energía, en el 1,5 %. La evolución del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) coincidió en agosto con la señalada para el IPC, de modo que su tasa de variación interanual pasó del 2,2 % de julio al 2,7 %. Por su parte, la tasa de inflación se incrementó dos décimas en el conjunto del área del euro, situándose en el 2,6 %, por lo que el diferencial de inflación entre España y el área del euro, que se había mantenido en valores negativos desde noviembre de 2011, pasó a ser positivo en agosto (0,1 pp).

El índice de precios industriales intensificó en julio su ritmo de crecimiento interanual en una décima, hasta el 2,6 %. Por componentes, la evolución fue dispar. Las tasas de variación de los precios energéticos y de los del consumo no duradero aumentaron, mientras que el ritmo de avance de los precios de los bienes intermedios y de equipo se ralentizó, y el del consumo duradero se mantuvo inalterado. La tasa de crecimiento interanual del índice general sin energía continuó siendo del 1 %. Por su parte, el índice de precios de exportación elaborado por el INE contuvo levemente su ritmo de avance en julio, al aumentar un 2,5 % interanual, dos décimas menos que en junio. En cambio, los precios de importación registraron una tasa del 2,9 %, cinco décimas superior a la del mes anterior.

Evolución económica y financiera en la UEM

Las tensiones de los mercados financieros internacionales han remitido algo desde finales de julio en un contexto de menor volatilidad y aumento del apetito por el riesgo. Este comportamiento ha venido explicado, en gran parte, por las recientes medidas adoptadas por los bancos centrales para hacer frente a la desaceleración económica y a las tensiones en la zona del euro, que han compensado con creces la debilidad de los últimos indicadores macroeconómicos. Se han registrado revalorizaciones en las principales plazas bursátiles —en algunos casos, superando los niveles previos a la corrección—, así como un estrechamiento de los diferenciales y un resurgimiento de las emisiones. Asimismo, los tipos de interés de la deuda pública de algunos países que ha venido actuando como activo refugio se incrementaron; así, el tipo a diez años de la deuda estadounidense se elevó en torno a 20 pb. En los mercados cambiarios, el dólar mostró una tendencia bajista frente al euro y la libra. Por su parte, en los mercados emergentes predominaron las alzas bursátiles, los descensos de las primas de riesgo y las apreciaciones cambiarias, con excepciones como el real brasileño y el forint hún-

garo; además, continuaron las entradas de capitales y las elevadas emisiones internacionales de renta fija. Por último, las materias primas han registrado comportamientos alcistas, destacando el repunte del petróleo Brent y, en particular, el de los alimentos, en este último caso como consecuencia de las malas cosechas que ha habido en diversas regiones.

En Estados Unidos, el PIB creció un 1,7 % trimestral anualizado (2,3 % interanual) en el segundo trimestre, lo que supone una ligera desaceleración con respecto al primer trimestre, debida al menor dinamismo del gasto privado, que compensó la mejor evolución de las exportaciones netas y del consumo público. Los indicadores del tercer trimestre apuntan a un ritmo similar de crecimiento, pues, aunque la industria sigue dando síntomas de debilidad, con retrocesos en la producción industrial, el índice ISM apunta una mejoría en los sectores no manufactureros. Por su parte, la creación de empleo retornó en agosto a los bajos niveles del segundo trimestre. Los indicadores del mercado de la vivienda, con la excepción del crédito hipotecario, siguieron mostrando una recuperación gradual. El déficit comercial se estrechó en junio y julio, si bien en términos reales se produjo una ampliación por la disminución de las exportaciones. Asimismo, el déficit de la balanza por cuenta corriente también se redujo en el segundo trimestre (5 décimas, hasta situarse en el 3 % del PIB) por el menor déficit comercial y el aumento en el superávit de la balanza de rentas. Dado el incremento de los precios de la energía, la inflación aumentó tres décimas en agosto, hasta el 1,7 % interanual, tras haber descendido de forma ininterrumpida desde septiembre de 2011, mientras la tasa subyacente se redujo dos décimas, hasta el 1,9 %. En este contexto, la Reserva Federal adoptó nuevas medidas expansivas en su reunión de septiembre: señalando un alargamiento del período durante el que considera que el tipo de interés objetivo permanecerá en niveles excepcionalmente reducidos (hasta mediados de 2015) e iniciando un nuevo programa de compra de activos (el tercero), centrado en la adquisición de titulizaciones hipotecarias (MBS de agencias) por un volumen de 40 mm de dólares mensuales. A diferencia de anteriores programas, no se ha fijado ni la cuantía total ni el horizonte temporal, sino que su alcance se vincula a una mejora sustancial del mercado de trabajo. Cabe señalar que el anuncio del mantenimiento del tipo de interés oficial en niveles reducidos deja de ser una previsión para convertirse en un compromiso también condicional en la evolución del mercado de trabajo. La Reserva Federal también decidió mantener la política de recomposición de balance hasta finales de año, y la reinversión de los vencimientos de bonos del tesoro y MBS en su cartera.

En Japón, el PIB se desaceleró hasta el 0,2 % intertrimestral (3,2 % interanual) en el segundo trimestre, debido tanto a la debilidad de la demanda interna como a la aportación negativa del sector exterior. Los indicadores del tercer trimestre apuntan a una contracción de la actividad manufacturera y a una evolución algo más positiva del sector servicios. En el ámbito externo, el superávit de la balanza por cuenta corriente se redujo en julio, principalmente por la ampliación del déficit de la balanza comercial. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo en julio en el 4,3 % y la inflación volvió a ser negativa (-0,3 % interanual), igual que la tasa subyacente (-0,6 %). El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 %, pero introdujo cambios en su programa de compra de activos, ampliando el importe en 10 billones de yenes, hasta 80 billones, y extendiendo su duración hasta finales de 2013.

La economía del Reino Unido se mantuvo en recesión en el segundo trimestre, al registrar una contracción del PIB del -0,5 % intertrimestral (-0,5 % interanual), debido a las caídas en el gasto privado y las exportaciones, aunque esta evolución se debe, en parte, a factores transitorios. Los indicadores del tercer trimestre muestran un efecto rebote, especialmente la producción industrial, pero las ventas minoristas mantienen un crecimiento exiguo. La creación de empleo sigue en terreno positivo, aunque focalizada en la contratación

a tiempo parcial, y la tasa de paro permanece estable en torno al 8,1 %. La inflación retrocedió en agosto —una décima la tasa general, hasta el 2,5 %, y dos la subyacente, hasta el 2,1 %— y no se observan presiones inflacionistas en el medio plazo. En septiembre, el Banco de Inglaterra ha mantenido el tipo oficial (0,5 %) y el programa de compra de activos (375 mm de libras). Además, el Gobierno ha aprobado un plan de apoyo al sector de la construcción y estudia medidas adicionales que faciliten la financiación a las pymes.

En el conjunto de los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB se desaceleró siete décimas en el segundo trimestre, hasta el 1,1 % interanual, debido al menor dinamismo de las exportaciones y a la atonía de la demanda interna, en un contexto de consolidación fiscal. Por países, destaca la desaceleración en Polonia y la persistente contracción en Hungría y la República Checa. A pesar de la debilidad de la demanda, la inflación agregada repuntó una décima en agosto, hasta el 3,9 %, con un comportamiento dispar entre países. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados, salvo en Hungría, donde se redujeron 25 puntos básicos (pb), hasta el 6,75 %, si bien se observa un sesgo generalizado más acomodaticio de la política monetaria en toda la región.

En China, tras la desaceleración del PIB en el segundo trimestre hasta el 7,6 % interanual, los datos de julio y agosto ofrecen señales de debilitamiento adicional. La confianza empresarial se ha deteriorado, y la producción industrial y las ventas minoristas confirman la tendencia de moderación más acusada. El sector exterior, que mostraba un mejor comportamiento relativo hasta junio, también se ha deteriorado. La inflación ha aumentado ligeramente hasta el 2 % en agosto, por el encarecimiento de los alimentos. Finalmente, el Gobierno ha aprobado la ejecución de proyectos de inversión pública en infraestructuras por un importe equivalente al 2,1 % del PIB. En el resto de Asia emergente, el crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre aumentó ligeramente, hasta el 4,7 % interanual, evolución compartida por los principales países del área, con las excepciones de Corea del Sur y Filipinas. Los índices de producción industrial y los datos de exportaciones apuntan a una desaceleración generalizada en la región en el tercer trimestre. La evolución de la inflación fue dispar, observándose una moderación en países como Malasia y Corea del Sur, y una aceleración en otros como Tailandia e Indonesia. En cuanto a las políticas monetarias, los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios en agosto y septiembre en todas las economías de la región.

En América Latina el crecimiento del PIB se moderó en tres décimas en el segundo trimestre, hasta el 0,6 % intertrimestral (2,7 % interanual), lo que se debió principalmente a la menor aportación de la demanda interna. El débil ritmo de actividad refleja, en parte, el bajo crecimiento de Brasil y la ligera desaceleración de México. Los indicadores correspondientes al tercer trimestre apuntan a un mantenimiento del ritmo de crecimiento en los países más dinámicos y a cierta reactivación en Brasil. Por su parte, la inflación se mantuvo elevada (6 %) en agosto, en el conjunto de la región, destacando la tendencia alcista en Brasil, situándose la tasa subyacente en el 6,3 %. En este contexto, los bancos centrales de Brasil y Colombia redujeron los tipos de interés oficiales, en 50 pb y 25 pb, hasta el 7,5 % y el 4,75 %, respectivamente, y el primero de ellos relajó los requerimientos de reservas. En México se mantuvieron constantes, pero, en su comunicado, el banco central introdujo un sesgo contractivo inesperado. El Tesoro colombiano anunció compras de dólares para moderar la apreciación cambiaria y las autoridades argentinas introdujeron restricciones adicionales en el mercado de divisas. En el plano fiscal, Brasil presentó un plan plurianual de inversión en infraestructuras. Finalmente, Moody's elevó la calificación crediticia de la deuda soberana de Uruguay y Perú.

En el área del euro, la segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó que el PIB disminuyó un 0,2 % en el segundo trimestre de 2012, frente al crecimiento nulo del período de enero-marzo. La demanda interna contribuyó negativamente a la evolución de la actividad en dos décimas, por el deterioro del consumo privado y la formación bruta de capital, mientras que el consumo público avanzó ligeramente. A su vez, la variación de existencias redujo también en dos décimas el aumento del PIB, mientras que el sector exterior contrarrestó parcialmente la falta de dinamismo de la demanda interior, aunque en menor medida que en el trimestre precedente. Por países, la caída de la actividad fue especialmente intensa en Italia, mientras que en Francia experimentó una variación nula por tercer trimestre consecutivo y en Alemania creció un 0,3 %.

El empleo se mantuvo estable en el segundo trimestre, rompiendo la tendencia negativa del último año, si bien en términos interanuales continuó retrocediendo (-0,6 %). Al mismo tiempo, la tasa de paro permaneció en el 11,3 % en julio.

La información disponible para el tercer trimestre del año muestra un deterioro adicional de la actividad. Entre los indicadores por el lado de la oferta, la producción industrial aumentó en julio un 0,6 % intermensual (frente al -0,6 % del mes previo), si bien esta evolución hay que valorarla con cautela, ya que estos meses se caracterizan por una elevada variabilidad. La confianza empresarial de la Encuesta de la Comisión Europea registró retrocesos significativos en julio y agosto, en los servicios y en la industria. El índice PMI de gestores de compras de manufacturas mejoró en agosto y septiembre, mientras que el correspondiente a los servicios empeoró, si bien ambos se situaron en valores claramente inferiores a 50, cifra por encima de la cual se considera que se está produciendo una expansión de la actividad del sector. Por el lado de la demanda, en julio se redujeron las ventas al por menor y la confianza de los consumidores, que también retrocedió en agosto. Las matriculaciones en agosto mostraron un aumento en términos intermensuales (véase cuadro 1). 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. Finalmente, las exportaciones nominales disminuyeron en julio, y se deterioró la valoración de la cartera de pedidos exteriores en los meses de verano, así como las expectativas de exportación en el tercer trimestre.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó dos décimas en agosto, hasta el 2,6 %, por la aceleración de los precios de sus componentes más volátiles. El resto de precios se moderó o se estabilizó. De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, disminuyó dos décimas en agosto, hasta el 1,7 %. Por su parte, los precios industriales se mantuvieron en julio en el 1,8 %.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 6 de septiembre, mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación y en el 0 % y el 1,5 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. Asimismo, el Consejo comunicó los detalles del programa de compra de bonos soberanos en el mercado secundario, anunciado en la reunión de agosto y denominado Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés). Su objetivo es restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en todos los países de la UEM y contrarrestar los temores infundados sobre la reversibilidad del euro. Para ello, el BCE podrá realizar compras en el mercado secundario de bonos soberanos de corto plazo —con una vida residual de hasta tres años—. Estas se llevarán a cabo bajo una condicionalidad estricta y efectiva establecida por un programa completo de ajuste macroeconómico de la Facilidad Europea de

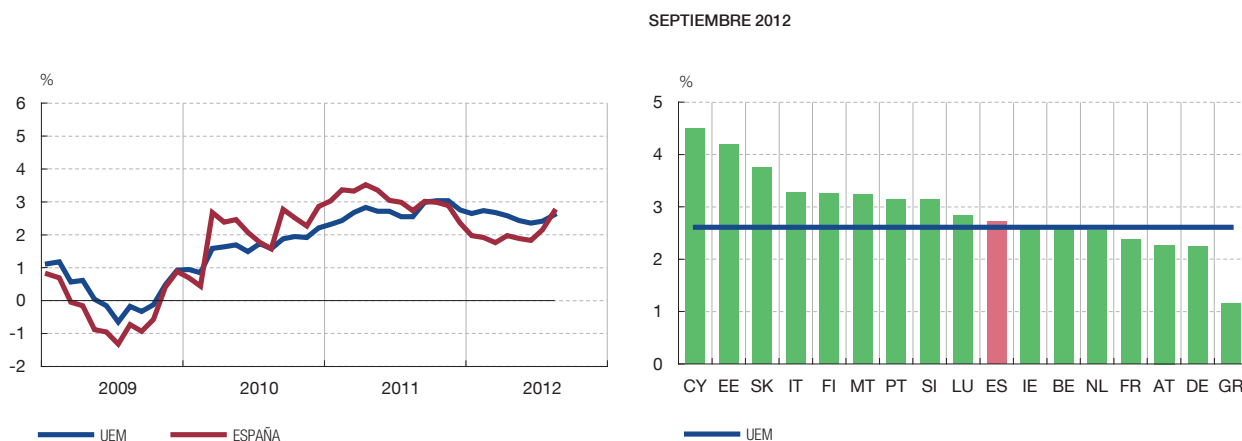
		2012					
		Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	-2,6	-2,6	-2,1	-2,3		
	Comercio al por menor	-3,5	-0,7	-0,9	-1,8		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-7,7	-6,6	-6,0	-15,3	-9,8	
	Indicador de confianza de los consumidores	-19,9	-19,3	-19,8	-21,5	-24,6	-25,9
	Indicador de confianza industrial CE	-9,0	-11,4	-12,8	-15,1	-15,3	
	PMI de manufacturas	45,9	45,1	45,1	44,0	45,1	46,0
	PMI de servicios	46,9	46,7	47,1	47,9	47,2	46,0
	IAPC	2,6	2,4	2,4	2,4	2,6	
Variables monetarias y financieras	M3	2,6	3,1	3,2	3,8		
	M1	1,8	3,3	3,5	4,5		
	Crédito a los sectores residentes	1,4	1,5	1,4	1,2		
	AAPP	7,6	9,0	9,4	9,4		
	Otros sectores residentes	0,0	-0,2	-0,4	-0,6		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	0,5	0,3	0,3	0,3		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	0,4	0,0	-0,6	-0,4		
	Eonia	0,35	0,34	0,33	0,18	0,11	0,10
	Euríbor a tres meses	0,74	0,68	0,66	0,50	0,33	0,25
	Euríbor a un año	1,37	1,27	1,22	1,06	0,88	0,76
	Rendimiento bonos a diez años	3,39	3,53	3,41	3,25	3,01	2,44
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,34	-1,72	-1,80	-1,74	-1,34	-0,72
	Tipo de cambio dólar/euro	1,316	1,279	1,253	1,229	1,240	1,284
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-0,4	-8,5	-2,2	0,4	5,4	11,2

FUENTE: 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 21 de septiembre de 2012.
c Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

Estabilización Financiera o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (FEEF/MEDE) o un programa precautorio (Línea de Crédito con Condicionalidad Reforzada), siempre que incluyan la posibilidad de que estas instituciones realicen compras en el mercado primario. A su vez, el Consejo anunció que en estas operaciones recibirá el mismo trato («pari passu») que el de los acreedores privados y que continuará esterilizando íntegramente la liquidez generada. Asimismo, dio por concluido el Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés). Finalmente, el BCE adoptó también medidas adicionales para preservar la disponibilidad de activos de garantía para las entidades de contrapartida, a fin de mantener su acceso a las operaciones de provisión de liquidez del Eurosistema.

En septiembre, se publicó un nuevo ejercicio de proyección del Eurosistema, que contempla un incremento del PIB de entre el -0,6 % y el -0,2 % en 2012, y de entre el -0,4 % y el 1,4 % en 2013, lo que supone una revisión a la baja de las previsiones para ambos años, debido a las tensiones en algunos mercados financieros de la zona del euro y su contagio potencial a la economía real. En cuanto a la inflación, el ejercicio prevé una tasa de entre el 2,4 % y el 2,6 % para 2012 y de entre el 1,3 % y el 2,5 % para 2013, que supone, en comparación con el ejercicio de junio, una revisión al alza para ambos periodos. Sobre este



FUENTE: Eurostat.

escenario central, el Consejo de Gobierno sostuvo que los riesgos para la estabilidad de los precios están equilibrados, mientras que los referidos al crecimiento económico están sesgados a la baja.

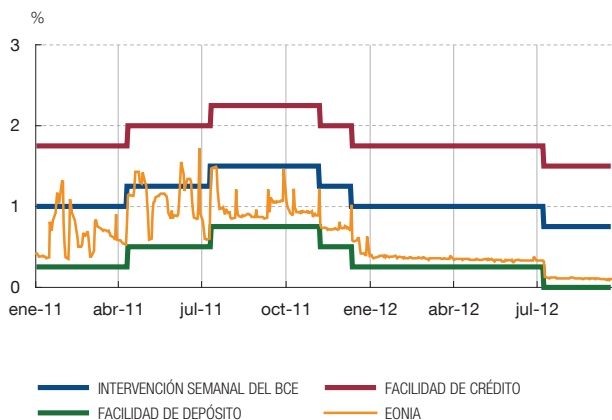
Las decisiones adoptadas en septiembre por el BCE, ya anticipadas en su reunión anterior, tuvieron un impacto positivo sobre la evolución de los mercados financieros. Los diferenciales de deuda soberana de los países sometidos a tensiones financieras se relajaron desde los máximos alcanzados en el mes de julio, especialmente tras la reunión del 6 de septiembre. En concreto, en España e Italia el diferencial con el bono alemán disminuyó significativamente, situándose en el entorno de los 400 puntos, por primera vez desde principios de mayo y abril, respectivamente. Posteriormente, sin embargo, los tipos de la deuda soberana han experimentado un cierto repunte en ambos países. Por su parte, las rentabilidades de la deuda del bono a diez años de Alemania y Estados Unidos oscilaron durante los meses de verano en torno a sus mínimos históricos, del 1,4 % y del 1,6 %, respectivamente.

La mayor estabilidad financiera también se ha trasladado al mercado interbancario, con una disminución en todos los plazos de los intereses de los depósitos, hasta situarse en el 0,23 % en el caso del euríbor a tres meses y en el 0,71 % para las operaciones a un año, y de los de las operaciones con garantías —*europos*— (véase gráfico 6). No obstante, al caer estos últimos en mayor medida, los diferenciales entre ambos se han reducido.

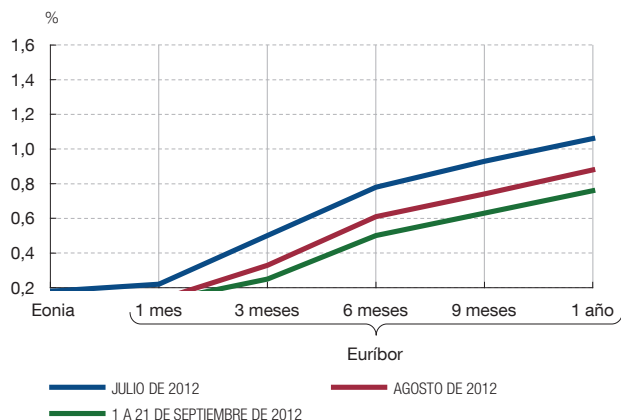
En los mercados de renta variable se observa igualmente una clara recuperación, de forma que el índice EUROSTOXX 50 acumula una rentabilidad desde finales de julio del 11 %. Respecto al mercado de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar se apreció hasta situarse en torno a los 1,3 \$/€, un 5,7 % por encima del nivel de finales de julio (véase gráfico 7), o un 2,8 % en términos efectivos nominales.

Por último, los préstamos concedidos a las empresas no financieras prolongaron su caída, aunque a una menor tasa en agosto (-0,2 % interanual), mientras que los préstamos a los hogares mantuvieron su ritmo de variación en el 1,1 %. En cuanto al agregado monetario amplio M3, registró en julio una tasa de crecimiento interanual del 3,8 %, lo que representa un incremento de cuatro décimas respecto al mes anterior.

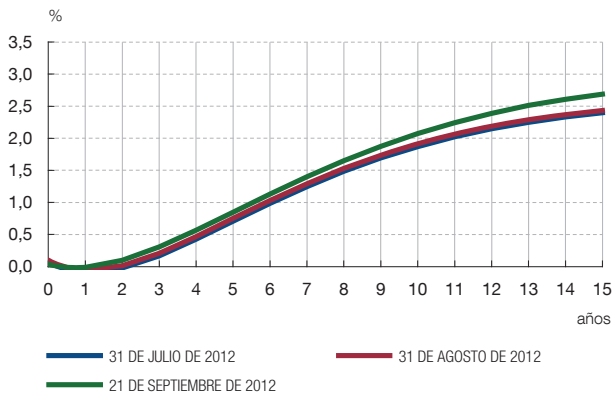
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



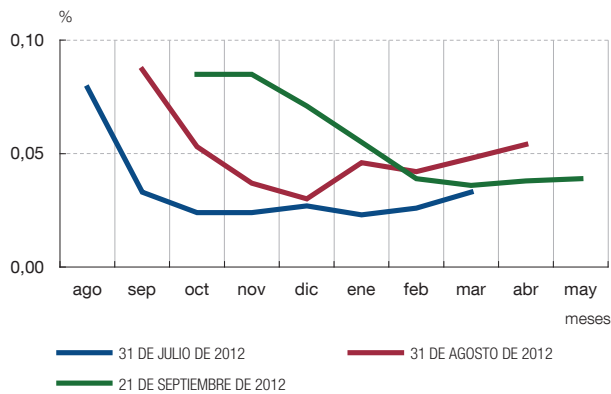
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.



FUENTE: Banco Central Europeo.

En porcentaje

	2009	2010	2011	2012				
	Dic	Dic	Dic	May	Jun	Jul	Ago	Sep (a)
TIPOS BANCARIOS (b)								
HOGARES E ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	2,62	2,66	3,66	3,47	3,40	3,34
Crédito para consumo y otros fines	6,96	6,35	7,29	7,46	7,04	7,32
Depósitos	1,39	1,70	1,72	1,41	1,41	1,48
SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
Crédito (c)	2,95	3,24	4,02	4,15	3,91	3,80
MERCADOS FINANCIEROS (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	0,80	3,05	3,40	2,50	3,55	3,26	2,55	2,43
Deuda pública a cinco años	2,73	4,64	4,63	5,32	6,05	6,29	5,78	4,80
Deuda pública a diez años	3,80	5,37	5,50	6,13	6,59	6,79	6,58	5,94
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,62	2,47	3,43	4,68	5,21	5,53	5,21	4,43
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,72	1,70	2,69	3,44	4,27	4,21	3,56	3,00
IBEX 35 (f)	29,84	-17,43	-13,11	-28,91	-17,09	-21,34	-13,38	-3,92

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 21 de septiembre de 2012.

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

Durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, los mercados financieros españoles han estado sometidos a una menor presión que en los meses precedentes, lo que se ha traducido en una revalorización de los índices bursátiles nacionales y una disminución de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes. Por su parte, la información más reciente de los balances de los agentes no financieros, correspondiente a julio, muestra un ligero aumento en el ritmo de contracción de la deuda de las empresas y familias y de sus activos más líquidos, y una cierta aceleración de los fondos captados por las Administraciones Públicas (AAPP). Los datos provisionales para agosto apuntan a que la tasa de retroceso interanual de la financiación bancaria a las sociedades habría vuelto a elevarse, mientras que la del crédito a los hogares apenas habría variado con respecto al mes anterior. Asimismo, se aprecia una moderación en el ritmo de caída de los activos más líquidos en manos del sector privado no financiero.

Las rentabilidades de la deuda pública han retrocedido durante agosto y los días transcurridos del mes corriente. La de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y la de los bonos a diez años se han situado, en el promedio de las tres primeras semanas de septiembre, en el 2,43 % y el 5,94 %, respectivamente, lo que supone un descenso de 83 pb y 85 pb en relación con las correspondientes cifras de julio (véase cuadro 2). Del mismo modo, se registraron disminuciones en el diferencial de rentabilidad con el bono alemán a diez años y en las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas, alcanzando valores medios de 443 pb y 300 pb, respectivamente, unos niveles significativamente inferiores a los observados en julio.

	2012	2010	2011	2012		
	Jul (b)	Dic	Dic	May	Jun	Jul
Financiación total	2.872,0	3,2	1,6	1,8	1,3	1,2
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	2.066,9	0,4	-2,1	-2,2	-2,8	-3,3
Hogares e ISFLSH	848,4	0,2	-2,4	-2,9	-3,1	-3,4
<i>De la cual:</i>						
<i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>	652,4	0,7	-1,7	-2,4	-2,9	-3,0
<i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>	192,9	-1,3	-4,7	-4,7	-3,9	-4,6
Sociedades no financieras	1.218,5	0,6	-1,9	-1,7	-2,6	-3,3
<i>De la cual:</i>						
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i>	804,2	-1,0	-4,2	-4,3	-5,1	-5,9
<i>Valores de renta fija (d)</i>	69,0	10,6	7,7	7,2	9,1	8,7
Administraciones Públicas (e)	805,0	14,0	14,2	14,3	14,1	15,2
Valores a corto plazo	73,8	2,5	9,1	-15,5	-21,6	-20,9
Valores a largo plazo	555,6	15,4	15,4	14,8	14,1	15,0
Créditos y resto	175,6	19,1	13,8	35,5	40,9	43,8

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.

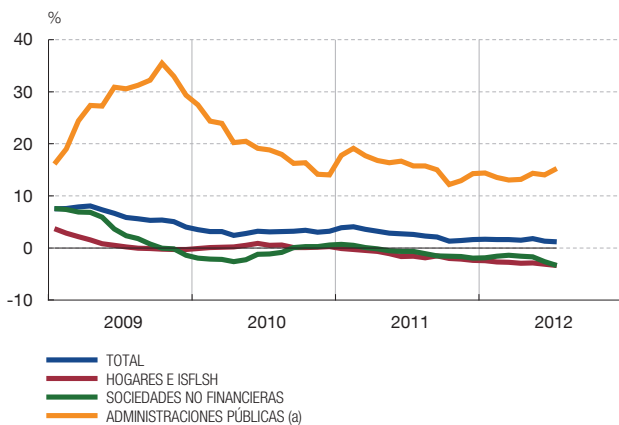
Durante el mes de agosto y la parte transcurrida de septiembre, los índices bursátiles se elevaron en un contexto de menor volatilidad. De esta forma, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 22,1 % por encima del nivel alcanzado a finales de julio, ganancia superior a la experimentada por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (10,8 %) y por el S&P 500 de Estados Unidos (5,9 %). No obstante, en términos acumulados desde principios del año, el IBEX 35 mostraba unas pérdidas del 3,9 %, frente a las revalorizaciones del 11,2 % del EUROSTOXX 50 y del 16,1 % del S&P 500.

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, referentes a julio, evidencian un abaratamiento, con respecto al mes precedente, de 6 pb en el coste de los créditos para adquisición de vivienda y de 11 pb en el de los préstamos a sociedades no financieras, hasta situarse en el 3,34 % y 3,8 %, respectivamente. Por el contrario, el tipo de interés de la financiación a los hogares para consumo y otros fines, y la rentabilidad de los nuevos depósitos aumentaron 28 pb y 7 pb, alcanzando niveles del 7,32 % y del 1,48 %, respectivamente.

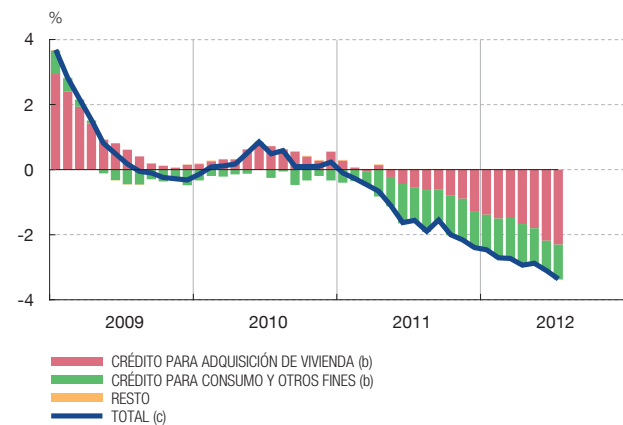
La financiación recibida por el conjunto de agentes residentes no financieros creció, durante julio, a un ritmo interanual del 1,2 %, tasa similar a la del mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue el resultado de un ligero aumento en el ritmo de contracción de la deuda de los hogares y las sociedades y de un mayor dinamismo de los fondos captados por las AAPP.

Los pasivos de las familias se redujeron, durante julio, un 3,4 % respecto al mismo período del ejercicio anterior, 0,3 pp más que en junio. El desglose por finalidades muestra una caída interanual de los créditos para adquisición de vivienda del 3 %, variación práctica-

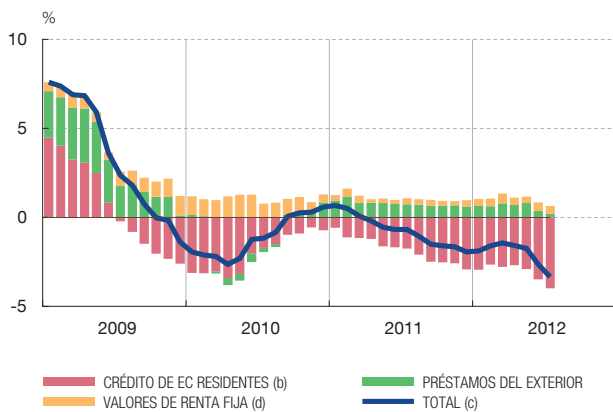
CRECIMIENTO INTERANUAL



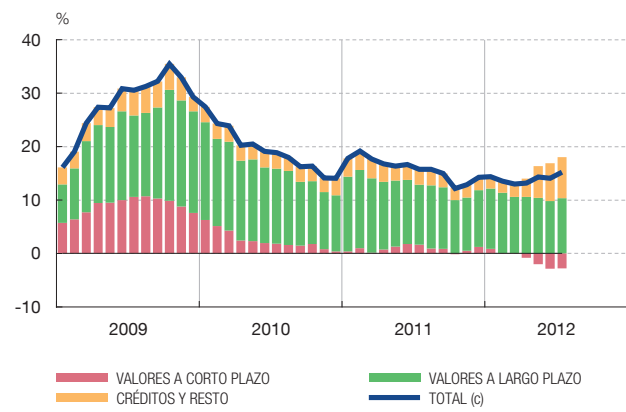
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

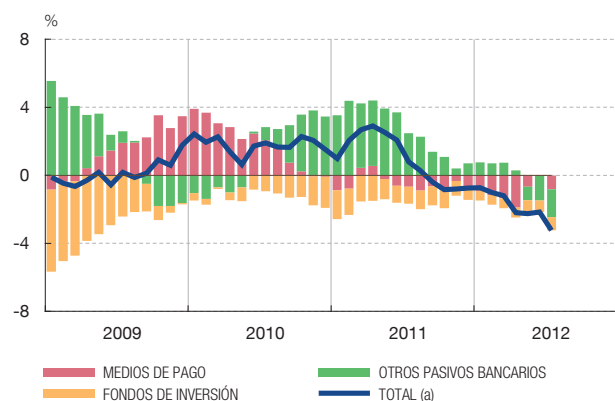
- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b Incluye los créditos titulizados.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

mente igual a la del mes anterior, y un aumento en el ritmo de contracción del crédito al consumo y otros fines hasta el 4,6 % (0,7 pp superior al de junio). Asimismo, también se elevó la tasa de retroceso de los recursos recibidos por las sociedades no financieras, hasta el 3,3 % (frente al 2,6 % de un mes antes), como resultado de la intensificación del descenso de los préstamos de entidades de crédito (hasta el 5,9 %) y de una menor expansión de las emisiones de valores de renta fija, que, no obstante, crecieron un 8,7 % en relación con los niveles de hace un año.

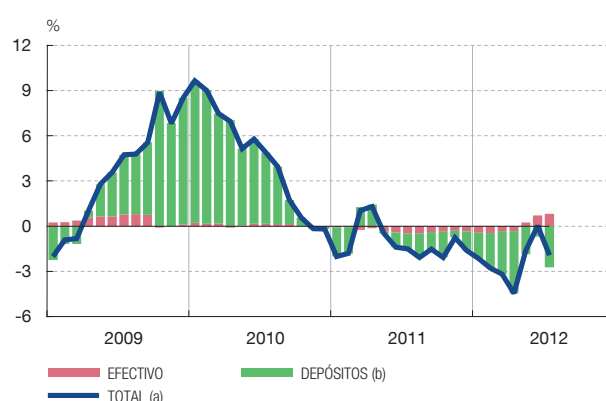
La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las AAPP fue, en julio, del 15,2 %, 1,1 pp por encima del dato del mes precedente. Por instrumentos, en todos se detectó un aumento en el ritmo de avance interanual, aunque este siguió siendo negativo en los valores a corto plazo. El mayor repunte se observó en la captación de fondos a través de créditos.

En julio, se incrementó algo el ritmo de contracción de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares (véase gráfico 9).

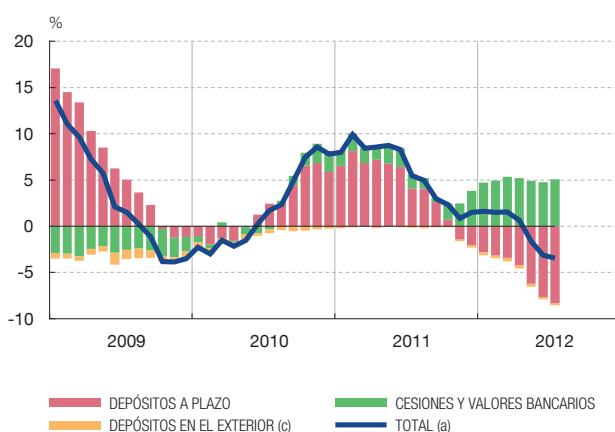
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS. CONTRIBUCIONES



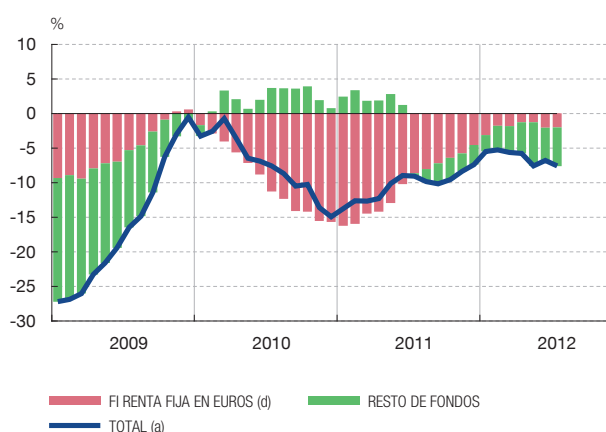
MEDIOS DE PAGO. CONTRIBUCIONES



OTROS PASIVOS BANCARIOS. CONTRIBUCIONES



FONDOS DE INVERSIÓN. CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

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

El desglose por instrumentos muestra caídas interanuales en la mayoría de los productos, con la principal excepción de las tenencias de valores emitidos por las instituciones financieras, que aumentaron a una tasa elevada durante el último año como consecuencia del desplazamiento de fondos desde los depósitos bancarios.

21.9.2012.