

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

De acuerdo con las últimas cifras de la CNTR, que fueron objeto de un análisis más detallado en el *Boletín Económico* de noviembre, el ritmo de avance del producto de la economía española volvió a experimentar una desaceleración muy acusada en el tercer trimestre de 2008. En concreto, la tasa de crecimiento interanual del PIB disminuyó nueve décimas, hasta el 0,9%, mientras que en términos intertrimestrales se registró un descenso del 0,2%, frente al avance del 0,1% del trimestre anterior. Esta evolución fue debida a la fuerte ralentización de la demanda nacional, que no pudo ser compensada por el aumento de la contribución positiva de la demanda exterior neta. Desde la óptica de las ramas de actividad, el debilitamiento fue generalizado, siendo especialmente intenso en el caso de la construcción. El empleo del conjunto de la economía disminuyó un 0,8%, con lo que la productividad aparente del trabajo repuntó hasta el 1,7%, cuatro décimas más que en el segundo trimestre.

Los indicadores referidos a la parte transcurrida del cuarto trimestre del año indican una continuación del patrón de deterioro de la actividad de la economía española. En relación con los indicadores de consumo, el índice de ventas al por menor ha seguido experimentando descensos acusados, en tanto que las matriculaciones de automóviles destinados a particulares disminuyeron en noviembre a una tasa próxima al 50% (véase gráfico 1). Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, en el penúltimo mes del año el indicador de confianza de los consumidores se stabilizó en los valores mínimos alcanzados el mes precedente, mientras que el correspondiente al comercio minorista mejoró modestamente.

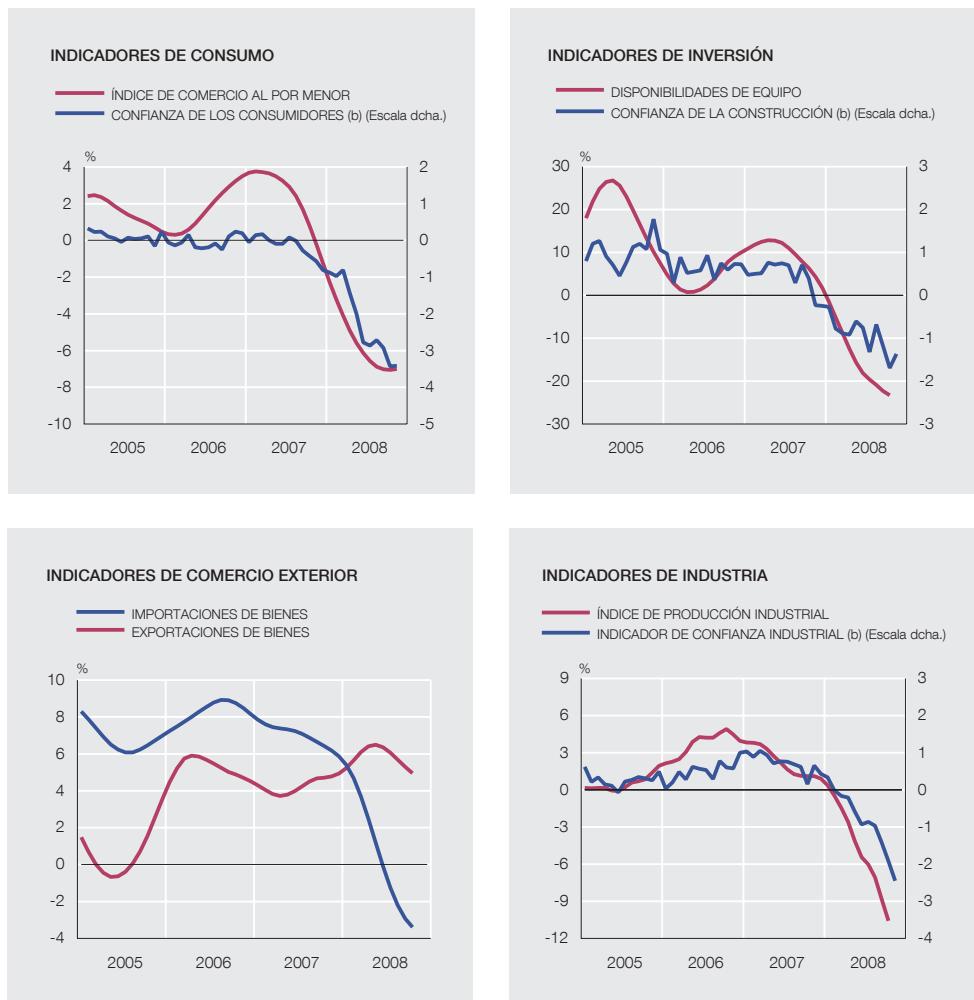
El retroceso de la inversión en bienes de equipo se ha intensificado probablemente en el cuarto trimestre, como consecuencia de la debilidad de la demanda, en un contexto en que la evolución de las condiciones de financiación está contribuyendo a desalentar los procesos de gasto empresarial. En esta dirección apuntan la disminución de la utilización de la capacidad productiva en el trimestre final del año y la permanencia del indicador de clima industrial en las ramas productoras de bienes de equipo en niveles muy reducidos en el mes de noviembre.

De modo análogo, los indicadores referidos a la inversión en construcción mostraron una contracción adicional de la actividad. En particular, los indicadores contemporáneos relativos al mercado de trabajo del sector intensificaron su comportamiento negativo en noviembre. Así, el número medio de afiliados al régimen general de la Seguridad Social aceleró su retroceso hasta el -19,8% [tasa inferior en casi 3 puntos porcentuales (pp) a la del mes precedente], y el número de parados más que duplicó la cifra registrada en el mismo mes del año anterior. En relación con los consumos intermedios, el consumo aparente de cemento intensificó en octubre su ritmo de caída en casi 10 pp, hasta el -34,4%, y el IPI de materiales de construcción siguió mostrando hasta octubre tasas de descenso en el entorno del 24%. Por otro lado, el indicador de confianza del sector experimentó una mejora en noviembre, si bien esta variable presenta habitualmente una volatilidad elevada, lo que dificulta la interpretación de sus movimientos a corto plazo. En cuanto a los indicadores de carácter adelantado correspondientes a octubre, la superficie visada en proyectos de edificación de viviendas mantuvo la tendencia descendente, con una caída interanual del 62,1%, y el volumen de licitación oficial en obra civil retrocedió un 3,8%, tras el significativo avance del mes anterior.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones de bienes retrocedieron un 0,3% interanual, en términos reales, en octubre. Por grupos de productos, destaca el fuerte avan-

## INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 1



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

- a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.  
b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

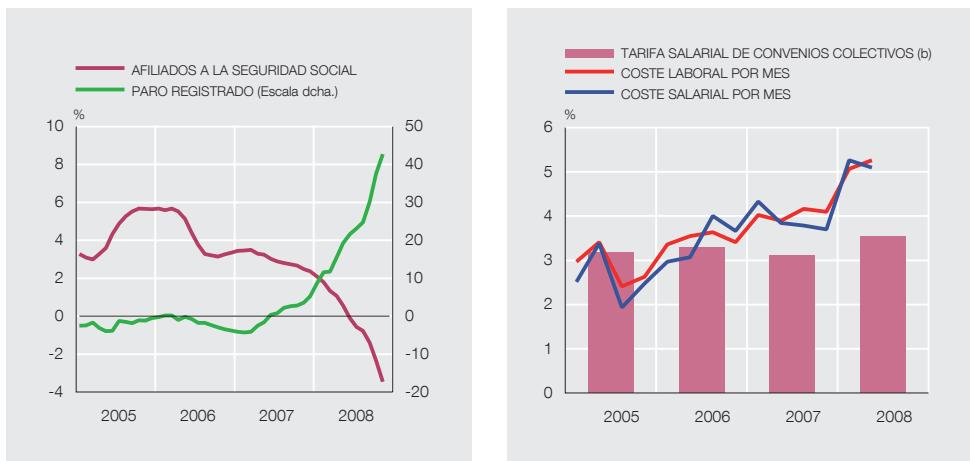
ce de los bienes de equipo (10,5%) y de las ventas al exterior de bienes intermedios energéticos y alimentos, con tasas de crecimiento positivas. Por el contrario, cayeron las exportaciones de bienes de consumo no alimenticio y las de bienes intermedios no energéticos. Por áreas geográficas, las ventas destinadas a los países de la UE cayeron un 0,8%, mientras que las extracomunitarias aumentaron en ese mismo porcentaje. Por su parte, las importaciones reales mostraron un acusado descenso interanual en octubre (-13,5%). Todos los grupos de bienes presentaron tasas de crecimiento negativas, destacando los retrocesos de los bienes de equipo y de consumo no alimenticio (con caídas algo superiores al 20%). Por áreas geográficas, la caída fue más intensa en las compras comunitarias (-15%) que en las extracomunitarias (-11,2%). Finalmente, el déficit comercial nominal experimentó una intensa corrección en octubre, al disminuir un 29% en términos interanuales, como consecuencia de la sustancial mejora del déficit no energético, que se redujo casi a la mitad en comparación con el mismo mes del año anterior, mientras que el déficit energético siguió ampliándose. En el período comprendido entre enero y octubre, el déficit comercial solo creció un 1%, resultado de un aumento del 46% del componente energético y de un descenso de casi el 22% del no energético.

Respecto al turismo receptor, los principales indicadores se caracterizaron en el mes de noviembre por su evolución desfavorable. Según la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH), los indicadores de viajeros extranjeros y las pernoctaciones hoteleras intensificaron el tono negativo del mes anterior, al descender un 11,3% y un 8,7% interanual, respectivamente. Las llegadas de turistas extranjeros (FRONTUR) continuaron cayendo en noviembre, hasta retroceder a un ritmo del 11,6%. Asimismo, la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) de octubre reflejó un retroceso en el gasto nominal del 6,2%, frente al avance del 2,1% de los nueve primeros meses del año. El gasto medio por turista se contrae ligeramente en octubre —en un 0,1%—, como resultado de la caída del 0,2% de la estancia media, frente al modesto incremento del 0,1% en el gasto medio diario. Por su parte, la tasa de crecimiento del saldo positivo nominal por turismo de la Balanza de Pagos se moderó en el período comprendido entre enero y septiembre hasta el 1,3% (frente al 2,8% del período enero-agosto).

Según los datos de la Balanza de Pagos, la necesidad de financiación de la nación se elevó en septiembre de 2008 a 8,1 mm de euros, un 2,4% menos que un año antes. La disminución del déficit de la balanza comercial y, en menor medida, la favorable evolución de las balanzas de transferencias corrientes y de capital compensaron el aumento del déficit de rentas y la reducción del superávit de servicios. En los nueve primeros meses de 2008, la necesidad de financiación de la nación se situó en torno a 76,7 mm de euros (un 2,5% por encima del nivel registrado en igual período de 2007), lo que representa un 9,4% del PIB, tres décimas menos que en los mismos meses del año anterior. El déficit por cuenta corriente alcanzó los 81,4 mm de euros en ese lapso de tiempo (lo que representa un incremento del 5,8% en tasa interanual), como consecuencia, principalmente, de la ampliación del saldo negativo de la balanza comercial ante el fuerte deterioro de su componente energético y, en menor medida, por los de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, con sendos incrementos del 5,9% y del 10%. Por el contrario, el superávit de la balanza de servicios avanzó un 5,7%, hasta situarse en 19,3 mm en el período enero-septiembre de 2008. Finalmente, la cuenta de capital alcanzó un superávit de 4,8 mm de euros, 2,6 mm más que en los nueve primeros meses de 2007.

Desde el punto de vista de la oferta, los diferentes indicadores disponibles referidos al sector industrial reflejan un empeoramiento adicional de la actividad del sector. El IPI aceleró su retroceso hasta registrar una tasa del -12,5% en octubre en términos corregidos de calendario. El empeoramiento afectó a todos los tipos de bienes, que registraron tasas negativas de forma generalizada, con descensos respectivos del 11%, 14,6% y 10% de la producción de bienes de equipo, intermedios y de consumo. En este último caso tuvo lugar una caída del 14,4% del componente no alimenticio, lastrado a su vez por el descenso del 30,3% en la fabricación de automóviles. De forma análoga, los índices de cifras de negocios en la industria y de las entradas de pedidos del sector presentaron en octubre un comportamiento desfavorable. Además, en noviembre se agudizó el deterioro de los indicadores de confianza del sector. Así, tanto el índice de directores de compras del sector manufacturero (PMI) como el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea experimentaron sendos retrocesos que les condujeron a sus niveles más reducidos desde el inicio de la serie, en el primer caso, y desde septiembre de 1993, en el segundo. A su vez, los indicadores de empleo en el sector señalan también una intensificación de la evolución desfavorable. En concreto, los afiliados medios a la Seguridad Social aceleraron su descenso en 1,2 pp, hasta el 5,6%, mientras que el paro registrado se amplió a un ritmo del 37,1% interanual (8 pp más que en octubre).

En el caso de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible apunta, asimismo, a una pérdida de dinamismo. En particular, entre los indicadores de mercado de



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

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.  
 b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta noviembre de 2008.

trabajo, las afiliaciones medias a la Seguridad Social, que en octubre habían continuado registrando un crecimiento positivo —en concreto, del 0,4%—, retrocedieron en noviembre en esa misma magnitud y el paro registrado se aceleró en ese mes en casi 5 pp, hasta el 34,7%. Los indicadores de opinión del mes de noviembre también se caracterizaron por su evolución desfavorable. Así, el indicador de confianza de los servicios retrocedió fuertemente, tras la leve mejoría de octubre, y el índice de directores de compras del sector (PMI) descendió cuatro puntos, hasta un nivel de 28,2, lo que supuso un mínimo histórico. Por último, la cifra de negocios de este sector, en términos reales y corregida de efecto calendario, experimentó en el mes de octubre una disminución del 9,3% (frente al retroceso del 5,3% de septiembre).

Los últimos datos publicados relativos al conjunto del mercado de trabajo indican una intensificación del deterioro mostrado en los últimos meses. En concreto, el número medio de afiliados a la Seguridad Social retrocedió en noviembre a un ritmo interanual del 3,5% (frente al descenso del 2,3% en el mes anterior). Respecto al desempleo, la tasa de variación del número de parados registrados volvió a repuntar en el penúltimo mes del año hasta el 42,7% (37,6% en octubre), lo que supuso que el número de desempleados se situase en 2.989.269 personas, 171.000 más que el mes precedente (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado registró hasta noviembre de 2008 un déficit de 14.060 millones de euros (1,3% del PIB), frente al superávit de 25.363 millones de euros (2,4% del PIB) obtenido en el mismo período del año 2007. Los recursos no financieros se redujeron un 18% en tasa interanual acumulada, mientras que los empleos no financieros aumentaron un 9,4%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta noviembre del año en curso se saldó con un déficit de 11.038 millones, contrastando con el superávit de 24.104 millones registrado en el mismo período del pasado año. A lo largo del mes, los ingresos aceleraron ligeramente su caída, hasta retroceder un 19% (cuatro décimas más de lo que lo habían hecho hasta octubre), en tanto que el ritmo de crecimiento de los pagos se mantuvo prácticamente inalterado en torno al 5,5% (véase gráfico 3). Estas cifras apuntan a un cierre del año con un déficit notablemente más elevado que el presentado en el Avance de liquidación para 2008 incluido en los Presupuestos Generales del Estado. La fuerte caída de los ingresos registrada hasta noviembre se debe a la debilidad del IRPF y a los

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

GRÁFICO 3



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

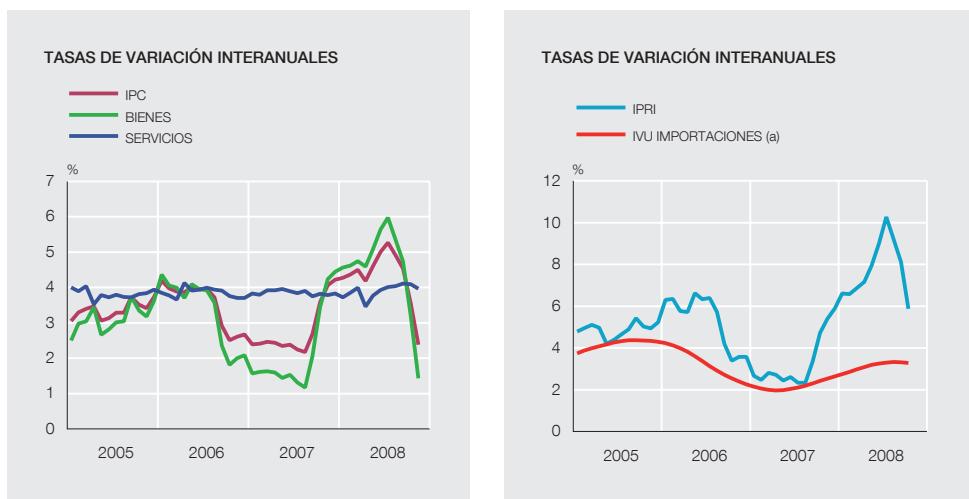
a. Último dato: noviembre de 2008.

elevados retrocesos en el Impuesto sobre Sociedades y en el IVA, que son, en parte, atribuibles a la repercusión del ciclo económico y, en parte, a las medidas discrecionales del Gobierno (entre estas, los efectos de la deducción de hasta 400 euros en el IRPF, el método transitorio de cálculo de los pagos fraccionados en el Impuesto sobre Sociedades, el impacto residual de la reforma de ambos impuestos en el año 2007 y el efecto del régimen de grupos en el IVA).

### Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral del Coste Laboral (ETCL), el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 5,1% interanual en el tercer trimestre de 2008, tasa ligeramente inferior al 5,3% del trimestre anterior. Los costes salariales registraron un incremento del 5,3% (dos décimas por encima del período precedente), mientras que los otros costes moderaron su ritmo de avance en ocho décimas, hasta situarse en el 4,9%. En cuanto a la negociación colectiva, los datos más recientes cifran el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 30 de noviembre, que afectan a más de 8,5 millones de trabajadores, en el 3,53%, cuatro décimas por encima del incremento con que se cerró el año 2007 antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Por ramas, los incrementos medios pactados van desde un 3,21% en la agricultura hasta un 3,64% en la construcción. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2007 —que repercute en el salario cobrado en 2008— se mantiene en 1,1 pp, superando en ocho décimas al efecto estimado para el ejercicio precedente.

Respecto a los precios de consumo, el IPC redujo en el mes de noviembre en 1,2 pp su ritmo de crecimiento interanual, hasta situarse en el 2,4% (véase gráfico 4). Esta tasa es la más baja de los últimos quince meses. La desaceleración del índice general afectó a todos sus componentes, con la excepción de los bienes industriales no energéticos, que repuntaron una décima, hasta el 0,6%. La ralentización más acusada correspondió a los precios energéticos, que retrocedieron un 0,5%, frente al avance del 9,3% del mes anterior. Los precios de los alimentos elaborados avanzaron un 3,6%, nueve décimas menos que en el mes anterior, lo que se debió al efecto base asociado al acusado aumento que se produjo hace un año, mientras que los de los alimentos no elaborados se moderaron en cinco décimas, hasta crecer un 2,5%. Finalmente, los precios de los servicios aumentaron un 4%, una décima menos que en octubre. El IPSEBENE —índice que excluye los precios de



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados — registró un incremento del 2,7% interanual, dos décimas menos que el mes precedente. Esta tasa es la más baja de los últimos catorce meses. Al igual que en el caso del IPC, la tasa de crecimiento del índice armonizado (IAPC) se redujo también en 1,2 pp, hasta el 2,4%. En la Unión Monetaria, el ritmo de avance del IAPC se situó en el 2,1%, por lo que el diferencial de inflación fue de 0,3 pp, una décima menos que en octubre, siendo el valor más bajo desde el inicio de la UEM.

Por su parte, la tasa interanual del índice general de precios industriales experimentó un recorte de 2,2 pp en octubre, hasta situarse en el 5,9%. Todos los componentes contribuyeron a esta moderación (salvo los bienes de equipo), siendo las industrias de la energía las que desaceleraron sus precios con mayor intensidad, si bien aún presentaron tasas de variación en el entorno del 15%. El índice sin energía se situó en el 3,6% interanual, 1,3 pp menos que en el mes anterior.

Los precios de las exportaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), apenas aumentaron en octubre (0,1% en términos interanuales), frente al 1,1% de septiembre. Tanto los precios de los bienes de consumo distintos de los alimentos como, sobre todo, los de los bienes de equipo experimentaron descensos en octubre. En la vertiente importadora, el crecimiento del IVU del conjunto de bienes se ralentizó en octubre hasta el 3,6% (casi 1 pp menos que en el mes previo). Los precios energéticos crecieron un 14%, tasa muy inferior al 25% observado el mes anterior. Por su parte, el IVU de las compras no energéticas aumentó un 0,5% en octubre, tras la caída de 0,4% de septiembre. Por otro lado, el índice de precios de exportación de productos industriales elaborado por el INE se desaceleró en 1,5 pp en octubre, hasta el 3,4%. La ralentización estuvo determinada principalmente por el comportamiento de los precios de la energía, que avanzaron un 15,8%, 31,4 pp menos que el mes anterior. En menor medida también contribuyó el ritmo más reducido de avance de los precios de los bienes intermedios, mientras que los restantes componentes repuntaron modestamente. Del mismo modo, el índice general de los precios de importación de bienes industriales moderó su ritmo de crecimiento hasta el 5,2% en octubre (8,6% en septiembre), debido igualmente al menor encarecimiento del componente energético (14,9% interanual en octubre, 20,5 pp menos que el mes anterior) y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los

bienes intermedios. Por el contrario, los restantes bienes mostraron un mayor avance en sus precios.

### **Evolución económica y financiera en la UEM**

Durante el mes de diciembre, la situación financiera internacional en la que se desenvuelve el área del euro ha mostrado una leve disminución de las tensiones en los mercados monetarios —pero persistieron en los de crédito—, en el contexto de fuertes recortes de los tipos de interés oficiales por parte de varios bancos centrales, de anuncios de programas de estímulo fiscal en diversos países y de algunos planes de rescate adicionales, como el de Citigroup, por parte de las autoridades de Estados Unidos. No obstante, el alcance de estas medidas se ha visto atenuado por la incertidumbre sobre la ampliación de las ayudas a otros sectores —en especial, al del automóvil en Estados Unidos—, el deterioro de la mayoría de los indicadores macroeconómicos y la posible repercusión en los mercados del fraude financiero protagonizado por el *hedge fund* Madoff. Así, las bolsas, tanto desarrolladas como emergentes, experimentaron cierta recuperación y los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, han tendido a estabilizarse en niveles amplios. En los mercados de deuda, destaca el incremento de precio de los bonos y letras del Tesoro, utilizados como activos refugio, que han llevado al tipo de interés a diez años en Estados Unidos a niveles inferiores al 2,5%, muy próximos al mínimo histórico. Por el contrario, a diferencia de los últimos meses, el dólar se ha debilitado frente a las principales monedas de los países industrializados y también de las economías emergentes, especialmente las asiáticas. En los mercados cambiarios destacan, además, la depreciación de la libra esterlina frente al euro —en torno a un 10% en el último mes— y el acuerdo de *swaps* de divisas de Corea del Sur con Japón y China. En un contexto de debilidad de la actividad económica global y de aumento de las existencias de crudo, el precio del petróleo tipo Brent disminuyó más de un 15% a lo largo de diciembre —a pesar del anuncio de un recorte en la producción por parte de la OPEP—, hasta niveles por debajo de los 40 dólares/barril, si bien los precios a futuro continúan considerando que esta caída sería transitoria. Los precios del resto de materias primas también mantuvieron su tendencia a la baja, más pronunciada en metales que en productos alimenticios.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre de 2008 confirmó una contracción de la actividad del 0,5% trimestral anualizado. Asimismo, el National Bureau of Economic Research fijó en diciembre de 2007 el inicio oficial de la recesión en ese país. Los indicadores del cuarto trimestre ofrecen señales de mayor debilidad aún en la actividad y el mercado laboral. La confianza del consumidor apenas mejoró en diciembre —continúa en mínimos desde 1980— y las ventas al por menor cayeron notablemente en noviembre. Por otra parte, persiste el deterioro en el sector de la construcción residencial, a juzgar por la caída de las viviendas iniciadas y de las ventas de viviendas en noviembre, y la continuada evolución desfavorable de la confianza de los constructores en diciembre. A ello se añade el aumento en las tasas de impagos y embargos —especialmente, de los préstamos *subprime* a tipo variable— hasta niveles muy elevados en el tercer trimestre. El mercado laboral mostró un deterioro mayor que el esperado en noviembre, con la destrucción de más de medio millón de empleos —lo que eleva a 1,2 millones la pérdida de puestos de trabajo en los últimos tres meses— y un incremento de la tasa de paro del 6,5% al 6,7%. También en ese mes, los índices ISM de gestores de compras volvieron a caer hasta los niveles alcanzados en la recesión de 1982 y la producción industrial se contrajo un 5,5% interanual. La tasa de inflación interanual medida por el IPC se redujo del 3,7% al 1,1% en noviembre —con un tasa intermensual de -1,7%—, gracias a la moderación del precio del petróleo, mientras que la subyacente pasó del 2,2% al 2%. El deterioro de las perspectivas de actividad y la reducción de las presiones inflacionistas impulsaron a la Reserva Federal, en su reunión del 16 de diciembre, a reducir sus tipos de intervención —de la ventanilla de descuento y de la facilidad de depósito— en 75 puntos básicos (pb). Asimismo, decidió pasar de un objetivo puntual para

el tipo de interés de los fondos federales —anteriormente en el 1%— a un rango objetivo de entre el 0% y el 0,25%, en línea con los valores alcanzados por el tipo de interés efectivo de los fondos federales durante la primera mitad de diciembre.

En el Reino Unido, la estimación final del PIB del tercer trimestre revisó a la baja el crecimiento en seis décimas, hasta el -2,6% en tasa trimestral anualizada, con una disminución del consumo y una caída intensa de la inversión. Los indicadores más recientes apuntan a que la recesión se ha agudizado: los índices PMI de gestores de compras de noviembre cayeron hasta niveles históricamente bajos (34,4 en manufacturas); el crédito hipotecario y de consumo siguió cayendo, al igual que el precio de la vivienda, este último en tasas interanuales en torno al 16% en noviembre. La inflación se redujo fuertemente en noviembre, del 5,5% al 4,1% interanual, pero obligó al Gobernador del Banco de Inglaterra a escribir una nueva carta al Tesoro, al desbordar en más de un punto porcentual el objetivo del 2% por tercer mes consecutivo desde la carta anterior. En la carta se resaltan las perspectivas de fuerte caída de la inflación —incluso por debajo del 1%— en 2009. Con estas perspectivas, ya a principios de diciembre el Banco de Inglaterra volvió a recortar el tipo de interés oficial en 100 pb, que se añaden a los 150 pb del mes anterior, acumulando un descenso del 4,5% al 2%. Asimismo, el Tesoro presentó el proyecto de presupuesto, que prevé para el próximo año fiscal un incremento del déficit público de hasta el 8% del PIB —desde el 5,3% de este año— y una elevación de la deuda en 7 pp, hasta el 48,2%.

En Japón, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre se revisó notablemente a la baja, en 1,4 pp, hasta el -1,8% trimestral anualizado, y los indicadores recientes apuntan a una fuerte recesión. La producción industrial de noviembre y el índice PMI de manufacturas de diciembre registraron descensos notables. En diciembre, el sentimiento empresarial cayó hasta mínimos de las últimas décadas, por su previsión de una caída de la demanda interna y externa, un fuerte recorte de los beneficios y un aumento de las restricciones crediticias, lo que reduciría sus planes de inversión y contratación en los próximos meses. El consumo privado continúa deprimido por el descenso de los salarios reales y la debilidad del mercado laboral, al tiempo que la confianza del consumidor volvió a registrar un mínimo histórico en noviembre. La fuerte caída de las exportaciones en noviembre se reflejó en el mayor déficit comercial mensual registrado en 2008. Tanto la inflación general de noviembre como la subyacente se redujeron hasta el 1% interanual, desde el 1,7% y el 1,9%, respectivamente. El Banco de Japón redujo el tipo de interés oficial desde el 0,3% hasta el 0,1% en su reunión de diciembre, e introdujo medidas para facilitar la financiación empresarial, mediante la aceptación de deuda corporativa como activos elegibles en sus operaciones de mercado abierto y la compra directa de papel comercial. Finalmente, el Gobierno anunció a mediados de diciembre un tercer plan de estímulo económico en el que incluye medidas de recapitalización de bancos mediante fondos públicos y un nuevo paquete fiscal, que se estima en torno a un 2% del PIB.

En el tercer trimestre, el PIB se desaceleró en todos los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM y, en promedio, alcanzó un crecimiento del 4,6% interanual, inferior al 5,6% del segundo trimestre. La menor expansión se debió tanto a la progresiva pérdida de dinamismo de la demanda interna —muy intensa en los países bálticos— como a la menor contribución de la demanda exterior, al disminuir la demanda de exportaciones en el área del euro. Los indicadores del cuarto trimestre dan signos de una mayor debilidad de la producción industrial y de las exportaciones. La inflación siguió disminuyendo en noviembre de forma generalizada, por los menores precios de los alimentos y de la energía, y, en promedio, pasó del 5,9% al 5% interanual. En este contexto, se produjeron nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en casi todos los países.

En China, los indicadores de actividad y de demanda de noviembre mostraron nuevos signos de debilidad. En particular, la producción industrial se desaceleró de forma notable, como también lo hicieron, aunque en menor medida, la inversión en activos fijos y las ventas al por menor. Además, tanto las exportaciones como las importaciones registraron una inesperada caída interanual en noviembre, si bien el superávit comercial se mantuvo en valores máximos de los últimos veinte años. La inflación siguió reduciéndose en noviembre, hasta el 2,4% interanual, y la oferta monetaria moderó levemente su crecimiento, mientras que el crédito se reactivó y creció a una tasa del 16% interanual, similar a la de 2007. Las autoridades chinas continuaron intentando apoyar el crecimiento económico, con la implementación de una política fiscal expansiva y una política monetaria moderadamente laxa, con nuevas reducciones de los tipos de interés y del coeficiente de reservas bancarias. En el resto de Asia, el PIB del tercer trimestre se desaceleró en casi todos los países de la región y, en promedio, pasó del 6,6% al 6% interanual. Por su parte, la inflación ha seguido reduciéndose de manera generalizada en noviembre, por la moderación continuada de los precios de la energía y de las materias primas. Ante esta situación, la mayoría de los países redujo sus tipos de interés oficiales y varios de ellos adoptaron medidas complementarias para reactivar el crédito interno. Además, algunos de ellos —India, Corea del Sur, Hong Kong, Singapur y Tailandia— anunciaron planes de expansión del gasto público.

En América Latina, el PIB creció en el tercer trimestre un 4,9% interanual, solo cinco décimas menos que el trimestre anterior. La desaceleración ha sido notable en Argentina, en México y en Venezuela, más gradual en Colombia, mientras que en Perú también se moderó pero desde tasas muy elevadas. Por el contrario, tanto en Chile como en Brasil la actividad se aceleró en términos interanuales. Los indicadores del cuarto trimestre apuntarían a una desaceleración adicional de la actividad en la región. La inflación se moderó en noviembre —con la única excepción de México—, de forma que la tasa interanual del agregado disminuyó en dos décimas, hasta el 8,6%. En este contexto, el Banco Central de Colombia ha sido el primero en iniciar el ciclo de bajadas de los tipos de interés, con una reducción de 50 pb, y algunos países —como Perú y Brasil— redujeron los coeficientes de reservas bancarias. Durante el mes, se adoptaron distintas medidas fiscales en Argentina, Brasil, Ecuador y Perú, sumándose al plan de inversiones anunciado por México en octubre, y se impulsó la concesión de créditos en Argentina y Perú. Se revisaron a la baja los *ratings* de Argentina, Venezuela y Ecuador. Este último país anunció el impago de una parte del servicio de su deuda externa.

En cuanto a la UEM, de acuerdo con la primera estimación de Eurostat, el PIB disminuyó en el tercer trimestre de 2008 un 0,2% con respecto a los tres meses previos, la misma tasa que en el segundo trimestre. Esto ha supuesto una reducción adicional del ritmo de avance interanual, que se sitúa en el 0,6%, ocho décimas menos que en el período abril-junio. El retroceso de la actividad fue debido a la fuerte aportación negativa de la demanda exterior neta, que detrajo 0,5 pp del crecimiento intertrimestral del PIB, ya que los inventarios y la demanda interna contribuyeron en 0,3 pp y 0 pp, respectivamente. Entre los componentes de la demanda interna, el consumo privado no varió (−0,2% en el segundo trimestre del año), mientras que el consumo público mantuvo su ritmo de expansión en el 0,8% y la formación bruta de capital disminuyó a una tasa intertrimestral del 0,6% (tras el −0,9% en el período previo). El deterioro de la demanda exterior neta obedeció a la mayor fortaleza de las importaciones que de las exportaciones. Finalmente, el empleo de la UEM cayó en el tercer trimestre un 0,1%, tras el incremento del 0,2% del período previo, lo que supone la primera destrucción de empleo desde la creación del área del euro (−80.000 empleos).

		2008					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	-0,4	-1,1	-0,7	-2,7	-5,6	
	Comercio al por menor (b)	-3,2	-1,5	-1,7	-1,0	-2,0	
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	-8,9	-8,7	-6,1	-11,5	-14,6	-18,4
	Indicador de confianza de los consumidores	-17,0	-20,0	-19,0	-19,0	-24,0	-25,0
	Indicador de confianza industrial CE	-5,0	-8,0	-9,0	-12,0	-18,0	-25,0
	PMI de manufacturas	49,2	47,4	47,5	45,0	41,1	35,6
	PMI de servicios	49,1	48,3	48,5	48,4	45,8	42,5
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	IAPC (b)	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1
	M3	9,6	9,2	8,8	8,7	8,7	
	M1	1,5	0,3	0,2	1,2	3,7	
	Crédito a los sectores residentes	9,1	9,1	9,3	8,5	7,3	
	AAPP	-0,8	0,2	1,6	0,8	0,7	
	Otros sectores residentes	11,2	10,9	10,8	10,1	8,6	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	4,2	4,0	3,9	3,8	3,3	
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,7	12,9	12,6	12,2	11,9	
	EONIA	4,01	4,19	4,30	4,27	3,82	3,15
	EURIBOR a tres meses	4,94	4,96	4,97	5,02	5,11	4,24
	EURIBOR a un año	5,36	5,39	5,32	5,38	5,25	4,35
	Rendimiento bonos a diez años	4,81	4,81	4,50	4,50	4,42	4,20
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,68	-0,79	-0,57	-0,80	-0,61	-0,63
	Tipo de cambio dólar/euro	1,555	1,577	1,498	1,437	1,332	1,273
	Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (d)	-23,8	-23,5	-23,5	-30,9	-41,1	-44,8

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

a. Media del mes hasta el día 23 de diciembre de 2008.

b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables, excepto para el IAPC.

c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

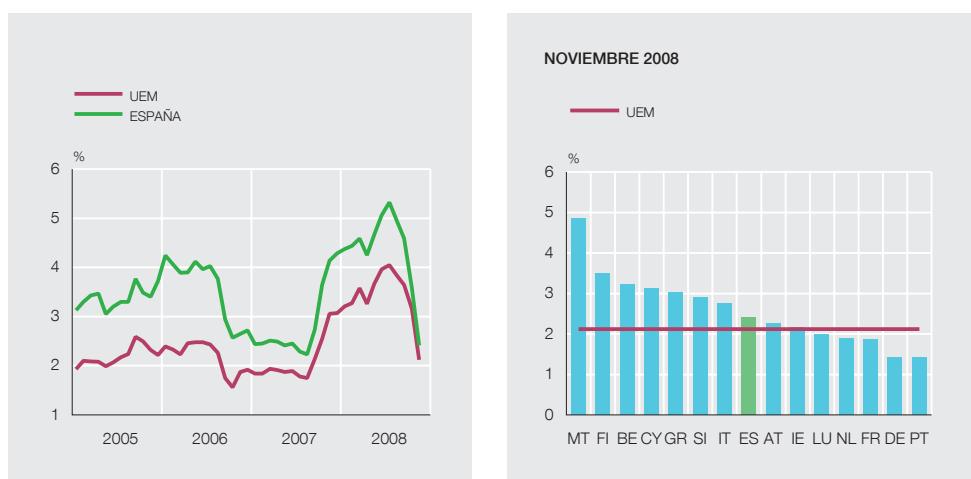
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 23 de diciembre de 2008.

La información coyuntural más reciente apunta a un deterioro adicional de la actividad en el tramo final de 2008. Así, por el lado de la oferta, en octubre la producción industrial disminuyó un 1,4% y los pedidos industriales un 4,7%. Según las encuestas de opinión, tanto los indicadores de confianza de la industria y los servicios de noviembre, elaborados por la Comisión Europea, como la encuesta de directores de compras de las ramas manufacturera y de servicios, disponibles hasta diciembre en su versión preliminar, retrocedieron (véase cuadro 1). Por el lado de la demanda, las ventas al por menor en octubre y las matriculaciones de automóviles y la confianza del consumidor de noviembre mantuvieron un comportamiento negativo. Finalmente, los datos de comercio de octubre muestran un deterioro de las exportaciones nominales de bienes.

El Índice Armonizado de Precios de consumo (IAPC) de la UEM creció en noviembre a una tasa de interanual del 2,1%, un punto porcentual por debajo de la de octubre (véase gráfico 5). Esta fuerte moderación de la inflación del área ha venido dada, fundamentalmente, por la desaceleración de los precios de la energía y de los alimentos, como resultado de la caída experimentada por el precio del petróleo y de las materias primas alimenticias a lo largo de la segunda parte del año. Los precios de los bienes industriales no energéticos mostraron una ligera ralentización y los de los servicios mantuvieron estable su crecimiento. Todo ello permitió que la tasa de variación del IPSEBENE disminuyera dos décimas, hasta el 2,2%. Por su parte, el índice de precios industriales (IPRI) registró en octubre una reducción adicional de 1,6 pp en su tasa de variación interanual, hasta el 6,3%, como consecuencia de la fuerte desaceleración de los

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

precios de la energía y, en menor medida, de los restantes componentes, salvo los bienes de consumo duradero, que aumentaron en dos décimas su ritmo de avance.

El Consejo de la Unión Europea aprobó en su reunión del 11 y 12 de diciembre el plan de re-lanzamiento económico propuesto por la Comisión Europea. Este se concibe como un marco para la acción concertada de los distintos Estados miembros, consistente en un estímulo económico de 200 billones de euros (1,5% del PIB), destinados a potenciar la demanda y a restablecer la confianza.

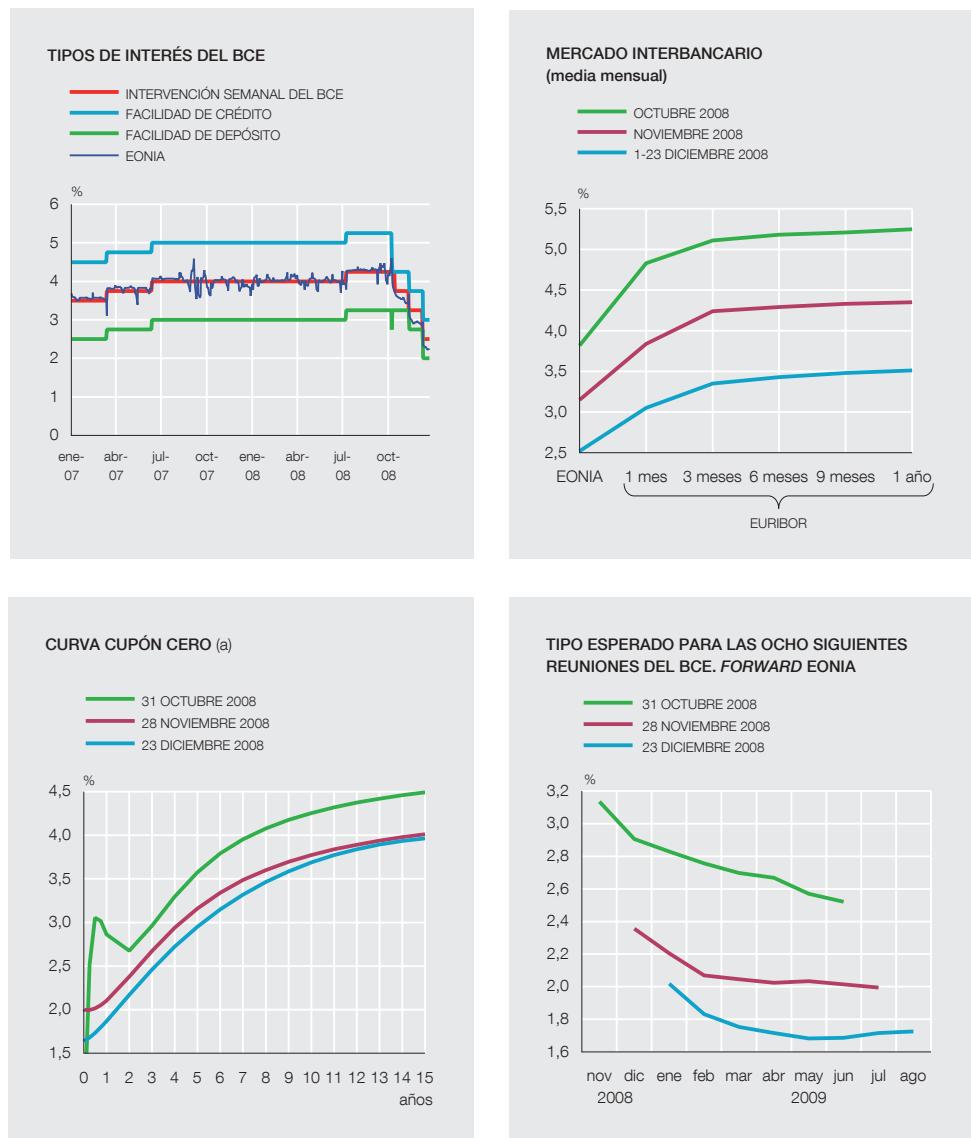
El Banco Central Europeo disminuyó los tipos de interés oficiales en su reunión del 4 de diciembre en 75 pb. Esta decisión supone la tercera reducción en los últimos dos meses, tras las bajas de 50 pb anunciadas el 8 de octubre y el 6 de noviembre. En conjunto, estos movimientos han supuesto una rebaja de 1,75 pp y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 2,5%, y los de las facilidades de depósito y marginal de crédito en el 2% y en el 3%, respectivamente. El Consejo de Gobierno señaló que el descenso de los precios de las materias primas y la marcada ralentización de la actividad económica están suponiendo una atenuación adicional de las presiones inflacionistas. De este modo, se espera que la inflación se sitúe en línea con el objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo.

En el período transcurrido de diciembre se produjo una considerable disminución de los tipos de interés de los depósitos interbancarios, mientras que los referidos a las operaciones interbancarias con garantías —eurepos— experimentaron una ligera reducción. A pesar de ello, el diferencial entre ambos sigue manteniéndose en niveles muy elevados. Así, los tipos interbancarios a un mes y a un año se situaban a fecha de cierre de este boletín en el 2,7% y en el 3,2%, 83 pb y 76 pb, por debajo de los observados a finales de noviembre (véase gráfico 6), pero en torno a 72 pb y 160 pb por encima de los correspondientes eurepos. En los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años del bono alemán se han mantenido durante el período analizado en torno al 3,1%, mientras que en Estados Unidos el rendimiento de los activos análogos disminuyó unos 80 pb, con lo que el diferencial negativo entre los rendimientos de la deuda de este país y Alemania se ha ampliado hasta los 77 pb.

Las cotizaciones de los mercados de renta variable europeos han seguido mostrado una alta volatilidad. En concreto, el índice Dow Jones EURO STOXX 50 se situaba a fecha de cierre de

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

este boletín a un nivel similar al alcanzado a finales de noviembre y alrededor de un 45% por debajo del registrado a finales del año pasado. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado con respecto a las principales monedas, y muy intensamente con respecto al dólar y a la libra esterlina. Por ello, en términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se ha apreciado más de un 7% desde finales de noviembre y el tipo de cambio dólar/euro se situó el 17 de diciembre alrededor de 1,40 (véase gráfico 7).

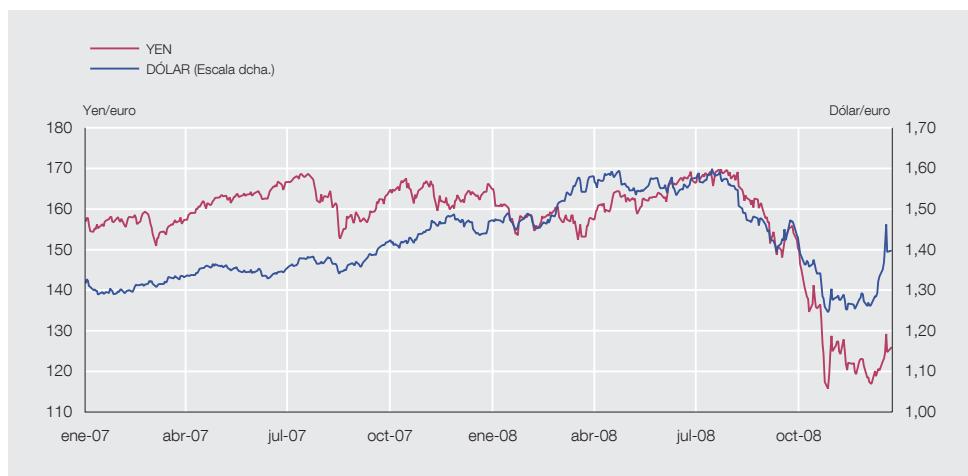
El agregado monetario M3 mantuvo en octubre, tal y como se comentó en el Boletín de noviembre, su tasa de incremento interanual en el 8,7%, mientras que los préstamos al sector privado no financiero experimentaron una nueva desaceleración, de modo que su ritmo de avance se redujo ocho décimas, hasta el 7,8%.

### Evolución financiera en España

Durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre, la evolución de los mercados financieros nacionales e internacionales continuó estando condicionada por la preocupación por el crecimiento económico y el desarrollo del episodio de crisis que se vive en los mismos. En

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2005	2006	2007	2008				
		DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	3,46	4,74	5,53	6,18	6,21	6,21	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	6,27	7,32	8,34	9,58	9,48	9,35	...	...
	Depósitos	1,23	1,79	2,72	3,14	3,21	3,35	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,59	4,77	5,80	6,06	6,11	6,14	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,58	3,69	4,01	4,35	4,28	3,13	2,69	2,21
	Deuda pública a cinco años	3,04	3,78	4,12	4,26	4,20	4,04	3,53	3,48
	Deuda pública a diez años	3,37	3,82	4,35	4,56	4,57	4,47	4,15	3,86
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	0,03	0,09	0,34	0,46	0,57	0,56	0,78
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,39	0,26	0,64	0,80	0,97	1,71	2,14	2,87
	IBEX 35 (f)	18,20	31,79	7,32	-22,89	-27,63	-39,96	-41,31	-40,27

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 23 de diciembre de 2008.

b. 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 2007.

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

en este contexto, se registraron descensos en los tipos de intervención oficiales, aumentos en los diferenciales crediticios y reducciones en las rentabilidades de la deuda pública y del mercado interbancario, y en las bolsas la volatilidad de las cotizaciones se mantuvo en niveles elevados. Por otra parte, de acuerdo con los datos más recientes sobre los balances del sector privado, que se refieren al mes de octubre, prosiguió la desaceleración de la financiación captada por las sociedades y los hogares, de forma más acusada en el caso de los hogares, al tiempo que los ritmos de expansión de sus activos líquidos experimentaron escasas variaciones. La información provisional correspondiente a noviembre apunta a nuevos descensos en las tasas de crecimiento de la deuda de las empresas y las familias y a un mantenimiento del dinamismo de sus activos líquidos.

	2008	2006	2007	2008		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
FINANCIACIÓN TOTAL	2.503,7	19,0	12,1	8,3	8,0	7,9
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.207,6	24,2	15,4	8,5	8,1	7,6
Hogares e ISFLSH	911,0	19,6	12,7	7,2	6,6	5,8
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	673,8	20,4	13,2	6,8	6,4	5,8
– Crédito para consumo y otros fines (c)	234,8	17,5	11,2	7,9	6,6	5,4
Sociedades no financieras	1.296,6	28,0	17,4	9,5	9,3	8,9
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	951,7	29,8	19,3	9,8	9,0	9,2
– Valores de renta fija (d)	39,3	134,2	18,4	10,0	6,9	6,7
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	296,1	-4,8	-7,2	6,3	6,9	10,3
Valores a corto plazo	41,8	-2,3	2,4	13,6	12,4	30,7
Valores a largo plazo	284,7	-0,4	-3,1	-1,1	0,3	1,8
Créditos – depósitos (f)	-30,4	-13,1	-13,2	16,7	14,4	13,0

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.

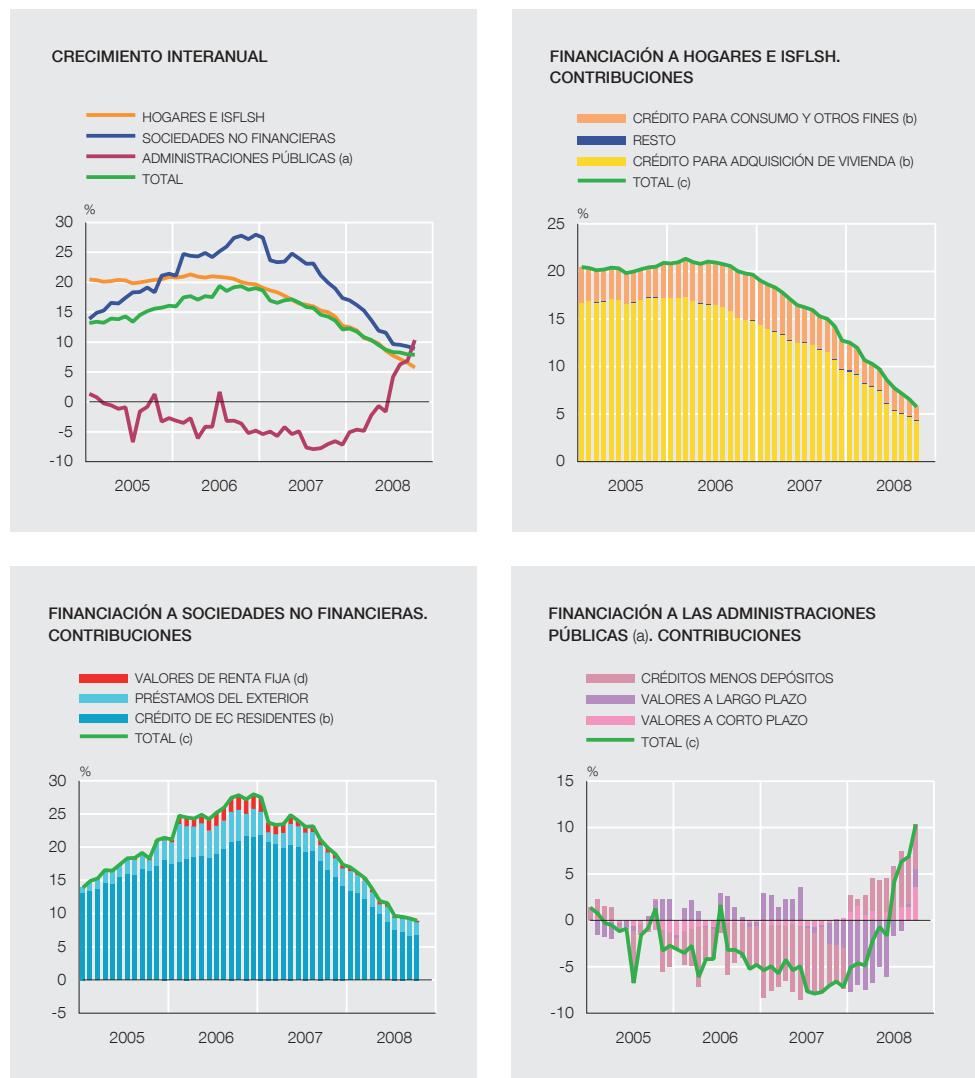
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas volvieron a disminuir durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre. Así, entre el 1 y el 23 de este último mes, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en el 2,21% y el 3,86%, respectivamente, lo que supone un descenso de 92 pb y 61 pb en relación con los valores de octubre (véase cuadro 2). El descenso de la rentabilidad de la referencia española a diez años fue inferior al de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas se amplió, llegando a superar los 75 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras experimentaron un nuevo ascenso, situándose en torno a los 290 pb.

En los mercados de renta variable continuó, durante noviembre, el descenso en las cotizaciones, pero durante la primera mitad de diciembre se produjo cierta recuperación, en un contexto en el que la volatilidad se mantuvo en niveles elevados. De este modo, el 23 de diciembre, el IBEX 35 perdía un 0,5% en relación con el nivel de finales de octubre, comportamiento más favorable que el experimentado por el EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM (-8,1%) y por el S&P 500 de los Estados Unidos (-10,9%). Con estos movimientos, la disminución acumulada en el año por el índice español se eleva al 40,3%, una reducción algo inferior a la registrada por la referencia del área del euro (45,9%) y similar a la que presentaba el indicador de los valores estadounidenses (40,9%).

En octubre, el coste de la financiación bancaria a las sociedades no financieras y la remuneración de los depósitos de los hogares aumentaron hasta el 6,14% y el 3,35%, 3 pb y 14 pb



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.

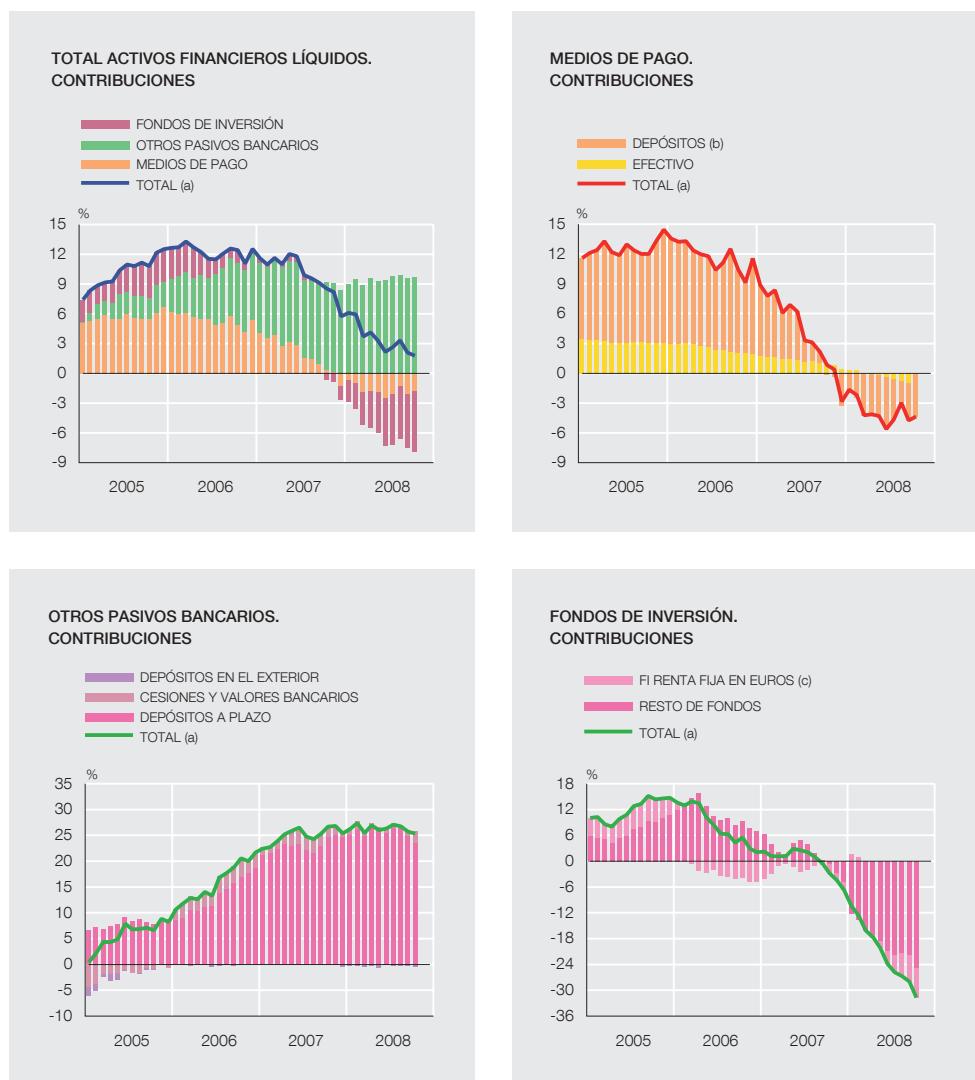
por encima de los valores registrados en septiembre. En cambio, el tipo de interés aplicado a las familias en los préstamos para el consumo y otros fines se redujo 13 pb, hasta situarse en el 9,35%, y el de los créditos para adquisición de vivienda permaneció inalterado en el 6,21%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros presentó, en el mes de octubre, una tasa de crecimiento interanual similar a la registrada en septiembre. Esta evolución fue el resultado de la reducción del ritmo de expansión interanual de los fondos captados por las familias y las empresas, que se situó ligeramente por debajo del 6% y del 9%, respectivamente, y que fue compensada por el mayor dinamismo de los pasivos netos de las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que la desaceleración de los pasivos de las familias en octubre obedeció a un descenso en la tasa de crecimiento interanual tanto de los presta-

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,  
HOGARES E ISFLSH

GRÁFICO 9



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

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

mos para la adquisición de vivienda como de los destinados al consumo y otros fines, que se situaron, en ambos casos, por debajo del 6%, lo que supuso caídas en torno a 0,5 pp y 1 pp, respectivamente, en relación con el mes precedente. Por su parte, el desglose por instrumentos de los fondos captados por las sociedades no financieras indica que el ritmo de expansión interanual del crédito otorgado por las entidades residentes se mantiene en cifras similares a las de septiembre (9%), mientras que los valores de renta fija y los préstamos del exterior presentan un menor dinamismo. La información provisional correspondiente a noviembre evi- dencia una prolongación de la pauta de moderación en el avance de la deuda de los hogares y de las empresas.

La tasa de variación interanual de los fondos captados por las Administraciones Públicas registró un fuerte incremento en octubre, situándose por encima del 10% (más de 3 pp por encima del mes anterior). Por instrumentos, en términos netos acumulados de doce meses, se produjeron emisiones de valores de renta fija, de forma más acusada en el caso de los

de corto plazo, al tiempo que el saldo entre crédito y depósitos volvió a crecer considerablemente.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y las familias experimentaron en octubre un ritmo de avance similar al observado en septiembre (véase gráfico 9). Por instrumentos, los depósitos a plazo se desaceleraron ligeramente, aunque mantuvieron una tasa de expansión interanual cercana al 28%, mientras que los fondos de inversión y los medios de pago continuaron contribuyendo negativamente al avance del agregado, aunque, en el caso de los últimos, su contribución fue algo menos negativa que en meses anteriores como consecuencia del menor ritmo de caída mostrado por el efectivo. La información provisional referida a noviembre apunta a una continuidad de las mismas tendencias observadas el mes precedente.

26.12.2008.