

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)¹, la economía española redujo de forma notable su ritmo de avance interanual en el tercer trimestre de 2008, hasta el 0,9%, nueve décimas por debajo de la tasa de crecimiento alcanzada en el trimestre precedente. En términos intertrimestrales, se produjo una caída del producto real del 0,2% (frente al crecimiento positivo del 0,1% observado en el trimestre previo). La atonía de la demanda nacional, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó 1,3 puntos porcentuales (pp), hasta el 0,1%, fue compensada parcialmente por el comportamiento del sector exterior, que contribuyó positivamente, por segundo trimestre consecutivo, a la expansión de la actividad. Concretamente, la aportación de la demanda exterior neta mejoró en cinco décimas, hasta 0,8 pp. En el ámbito de la UEM, de acuerdo con las últimas estimaciones disponibles, que tienen un carácter preliminar, la tasa de avance interanual en el tercer trimestre fue algo inferior (del 0,7%), si bien en términos intertrimestrales la contracción en el ritmo de actividad fue de idéntica magnitud que la experimentada por la economía española.

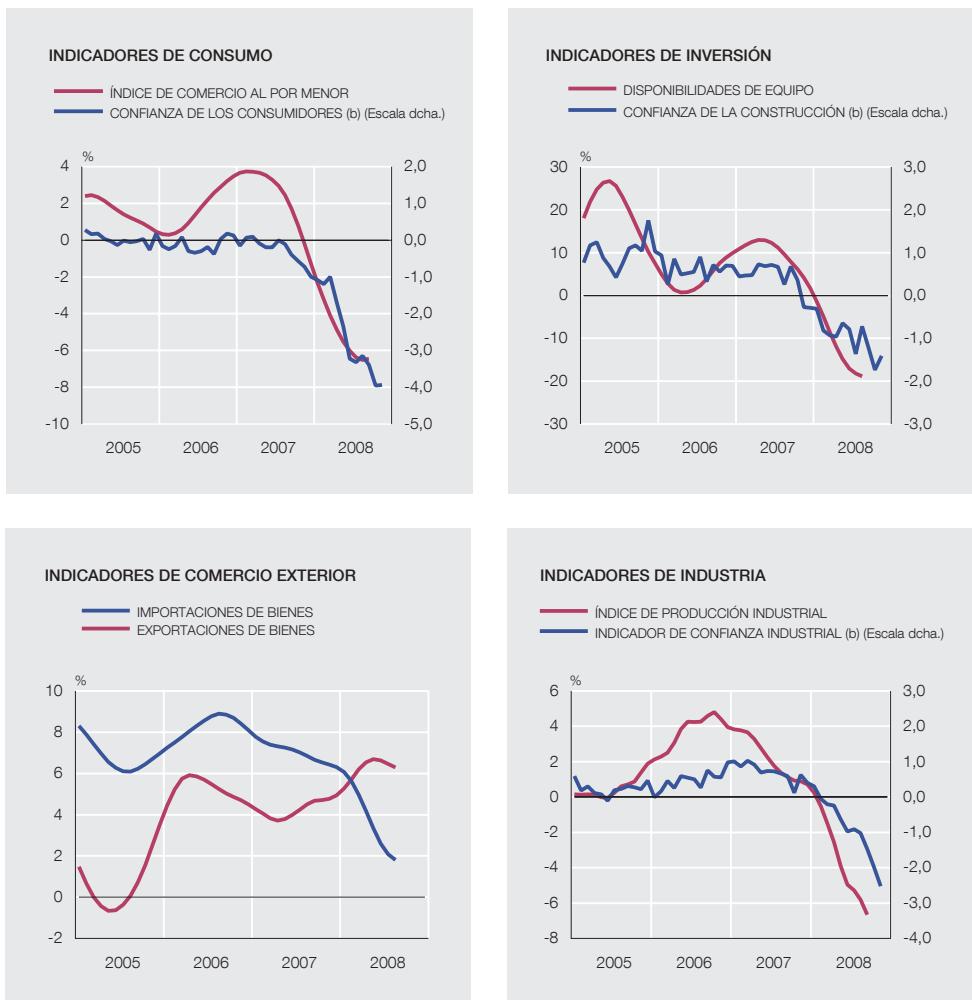
Todos los componentes de la demanda nacional privada experimentaron un debilitamiento en el tercer trimestre. En concreto, el consumo privado prolongó la senda de pronunciada desaceleración observada desde el inicio del año, hasta registrar una tasa interanual del 0,1%, inferior en 1 pp a la alcanzada en el trimestre previo. Por su parte, la inversión en bienes de equipo se contrajo el 0,6%, tras el avance del 2,2% del período previo, en tanto que prosiguió el severo ajuste de la inversión en vivienda, cuya caída se intensificó en 7 pp, hasta registrar una tasa de variación interanual del -13,4%. La inversión en otras construcciones y la materializada en otros productos experimentaron una cierta ralentización, aunque presentaron ritmos de avance positivos, del 1,2% y 3,5%, respectivamente. El menor empuje de la demanda nacional privada fue parcialmente contrarrestado por el dinamismo del consumo público, que intensificó su ritmo de avance interanual en 1 pp, hasta el 5,9%. En la vertiente exterior destacó la caída sufrida por las importaciones de bienes y servicios, cifrada en un 1,1%, en consonancia con la mayor debilidad de la demanda final, mientras que las exportaciones continuaron avanzando a ritmos positivos, aunque más moderados (en concreto, un 1,5%, frente al 4,2% del segundo trimestre). Desde la óptica de la oferta, la moderación de la actividad afectó a todas las ramas de mercado, siendo especialmente intensa en la construcción, y el empleo retrocedió un 0,8% (frente al avance del 0,4% del segundo trimestre), con lo que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo repuntó cuatro décimas, hasta una tasa del 1,7%.

Aunque la información referida al cuarto trimestre del año es aún limitada, de los datos ya conocidos se desprende que la actividad sigue contrayéndose, en un contexto en el que continúan sin disiparse las incertidumbres provocadas por la crisis financiera internacional. Entre los indicadores referidos al consumo, las encuestas de opinión elaboradas por la Comisión Europea muestran una estabilización de la confianza de los hogares en noviembre, tras haber alcanzado un mes antes el nivel mínimo histórico de la serie (véase gráfico 1). Por su parte, la confianza de los comerciantes minoristas experimentó, por tercer mes consecutivo, una ligera mejoría en noviembre. Algunos indicadores cuantitativos confirman la pérdida de vigor del consumo privado, como pone de manifiesto la caída del 48,8% en las matriculaciones de automóviles destinados a particulares durante el mes de noviembre y el descenso del 6,9% del índice de comercio al por menor en octubre.

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales. En el caso del empleo, puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

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).

La inversión en bienes de equipo no escapa de la tónica general de prolongación del debilitamiento de los distintos componentes de la demanda privada. Así, según la encuesta de la Comisión Europea a los empresarios industriales, el nivel de utilización de la capacidad productiva se redujo en el cuarto trimestre en 2,6 pp frente al trimestre anterior, hasta situarse en el 76,4%, cifra inferior a su media histórica. La debilidad de este componente se ve corroborada por la evolución del indicador de clima industrial en las ramas productoras de bienes de equipo, que en noviembre permaneció en niveles muy reducidos.

Asimismo, la información disponible relativa a la construcción apunta a una contracción adicional de la actividad. Por una parte, los indicadores contemporáneos relativos al ámbito laboral mostraron en octubre una caída del número medio de afiliados a la Seguridad Social del 17% (2,8 pp superior a la del mes previo), al tiempo que el número de parados registrados se duplicó en términos interanuales. Con respecto a los datos de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento intensificó su caída en octubre en casi 4 pp, hasta el 33,7%. Sin embargo, el indicador de confianza mejoró en noviembre, tras registrar un mes antes niveles no alcanzados desde octubre de 1992. Finalmente, los indicadores adelantados correspondientes a septiembre indican un

comportamiento desfavorable de la superficie visada en proyectos de edificación de viviendas. Por el contrario, la licitación de obra civil aumentó significativamente en dicho mes.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes repuntaron sustancialmente en septiembre, hasta crecer a una tasa del 14,8% (cifra que contrasta con el retroceso del 2,7% en agosto). Todos los grupos de bienes mostraron una evolución más favorable que el mes anterior, destacando, en particular, el comportamiento expansivo de las ventas al exterior de bienes de consumo no alimenticio y de productos energéticos. Por áreas geográficas, el crecimiento de las exportaciones dirigidas al área de la UE fue mucho más intenso que el de las ventas a los países extracomunitarios (20,2% y 3,1%, respectivamente). Estos datos positivos contrastan con la valoración de la cartera de pedidos exteriores en la encuesta de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros referida al mes de noviembre, que experimentó un nuevo retroceso. En la vertiente importadora, en septiembre se produjo un avance de las compras de bienes al exterior, del 1,5% en tasa interanual, tras el retroceso del 1,1% observado en agosto. El comportamiento por grupos de productos fue similar al observado en los meses precedentes. Por un lado, se intensificó el ritmo de aumento de las importaciones energéticas, en tanto que las compras de bienes de consumo e intermedios crecieron a tasas moderadas. Por otro lado, las importaciones de bienes de equipo continuaron cayendo a ritmos elevados, como viene ocurriendo desde que comenzara el presente ejercicio. Por zonas geográficas, el vigor de las compras extracomunitarias (que crecieron un 13,9%) contrasta con la debilidad de las procedentes de la UE (que solo aumentaron un 0,4%). El déficit comercial se redujo en septiembre en términos interanuales por tercer mes consecutivo, en un 11,6%, con una corrección sustancial del saldo no energético (-35%), que compensó el fuerte incremento que siguió presentando el déficit energético (de casi el 40%).

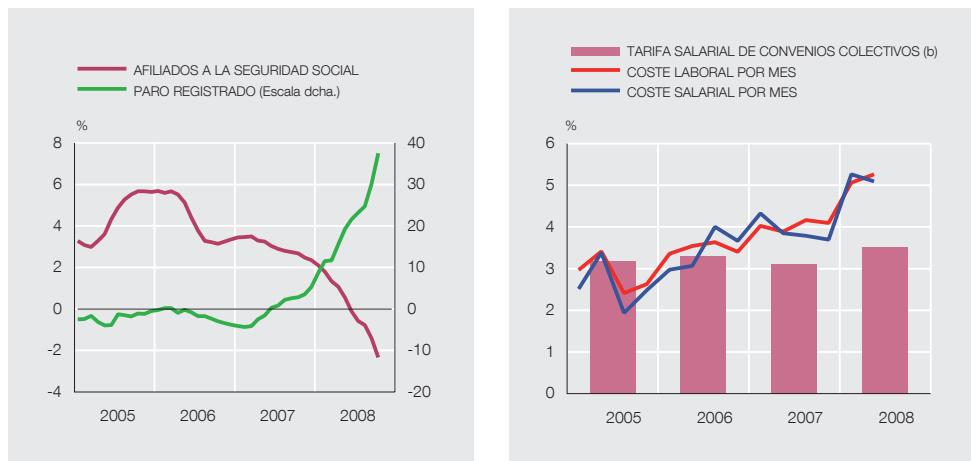
Con respecto al turismo, la última información de la CNTR volvió a mostrar una disminución en los ingresos reales en el tercer trimestre, del -3,9% (-1% en el trimestre previo). Los datos conocidos de octubre reflejan, asimismo, la atonía de este componente, con una disminución del 5,4% en el número de turistas y del 2,8% en las pernoctaciones hoteleras.

Según las cifras de la Balanza de Pagos, con información hasta el mes de septiembre, la necesidad de financiación de la nación se situó, en términos acumulados de los nueve primeros meses del año, en torno a 76,7 mm de euros, cifra que supera en un 2,5% a la registrada en el mismo período de 2007. El déficit por cuenta corriente se elevó a 81 mm de euros, lo que supuso un aumento del 5,8%, provocado, principalmente, por el incremento del saldo negativo de la balanza comercial (hasta alcanzar un saldo acumulado de 67,4 mm de euros, un 5,2% superior al observado un año antes) 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 mejoró un 5,7%, hasta los 19,3 mm de euros. Finalmente, la cuenta de capital alcanzó un superávit de 4,8 mm de euros, 2,5 mm más que en los nueve primeros meses de 2007.

En la vertiente de la oferta, los distintos indicadores referidos a la industria apuntan a un empeoramiento reciente de la actividad del sector. Así, el índice de producción industrial (IPI) descendió un 8% en septiembre, en términos de la serie corregida de efectos de calendario, mientras que los índices de cifras de negocios en la industria y de las entradas de pedidos del sector se contrajeron en septiembre a un ritmo más elevado que en los meses previos, hasta registrar descensos del -12,6% y del -16,1%, respectivamente. Entre los indicadores cualitativos correspondientes a noviembre, el índice de confianza del sector industrial, publicado por la Comisión Europea, registró, de nuevo, un notable deterioro, hasta situarse en su menor valor desde septiembre de 1993, en tanto que el índice de directores de compras del sector manu-

EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2



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

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

facturero (PMI) experimentó en octubre un recorte adicional hasta los 34,6 puntos, que es el valor mínimo de esta estadística desde que comenzara a publicarse en febrero de 1998. En cuanto a los indicadores del mercado de trabajo, el ritmo de caída interanual de los afiliados a la Seguridad Social en la industria alcanzó en octubre el 4,4% (disminución que supera en 1,2 pp a la observada un mes antes), mientras que el número de desempleados creció casi un 30%.

La información coyuntural relativa a los servicios de mercado apunta también a un deterioro en la actividad de esta rama de actividad. En concreto, los indicadores de mercado de trabajo del sector registraron una evolución claramente desfavorable en octubre, pues la tasa interanual del número de afiliados medios se redujo en 0,7 pp, aunque continuó siendo positiva (del 0,4%). Además, la cifra de personas desempleadas en los servicios registró un crecimiento interanual del 30%. Por su parte, la cifra de negocios del indicador de actividad del sector servicios descendió en septiembre un 5,3% interanual, lo que representa un empeoramiento notable frente al dato de agosto. Finalmente, los indicadores cualitativos más recientes han mostrado también una evolución desfavorable. Por un lado, el índice de directores de compras del sector (PMI) descendió en octubre en 3,9 puntos, hasta situarse en el nivel de 32,2, lo que constituye un nuevo mínimo histórico. Por otro lado, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea registró asimismo un descenso acusado en noviembre.

De acuerdo con la CNTR, el empleo disminuyó, en el tercer trimestre del año, un 0,8% en términos interanuales, tasa inferior en 1,2 pp a la del trimestre anterior. Los indicadores relativos al conjunto del mercado de trabajo referidos al mes de octubre han seguido reflejando un panorama de debilidad creciente, en línea con la evolución de la actividad. En particular, la afiliación media a la Seguridad Social intensificó la destrucción neta de empleo hasta una tasa del -2,3% (que es inferior en nueve décimas a la de septiembre). Respecto al desempleo, el número de parados inscritos en el INEM aumentó en octubre en torno a 193.000 personas en comparación con el mes anterior. De esta forma, la tasa de crecimiento interanual se situó en el 37,6%, 7,5 pp por encima de la alcanzada en septiembre (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta octubre de 2008 un déficit de 8.585 millones de euros (0,8% del PIB), frente al superávit de 27.779 millones de

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

GRÁFICO 3



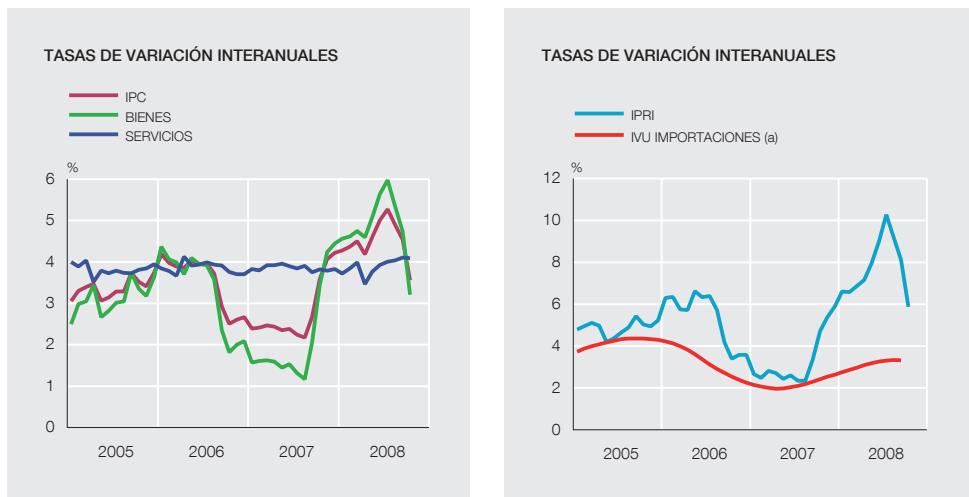
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: octubre de 2008.

euros (2,6% del PIB) registrado hasta octubre de 2007. Los recursos no financieros experimentaron una caída del 17,4% con respecto al mismo período del año anterior, siendo el crecimiento de los empleos no financieros de un 10,3%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta octubre se saldó con un déficit de 6.818 millones de euros, en acusado contraste con el superávit de 25.079 millones de euros registrado en el mismo período de 2007 (véase gráfico 3). Los ingresos mantuvieron tasas de variación negativas, con una caída del 18,6%, lo que se debió, principalmente, al impacto sobre la recaudación impositiva de la nueva deducción de hasta 400 euros para los contribuyentes del IRPF, así como a la desaceleración del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre el Valor Añadido. En este último incidieron el efecto del régimen de grupos (ya que supone un fuerte adelanto en las devoluciones²) y la desaceleración en los sectores inmobiliario y de la construcción. Por el contrario, los gastos se aceleraron ligeramente, hasta registrar un crecimiento del 5,5%.

De cara al futuro, hay que tener en cuenta que el Consejo de Ministros aprobó, en su reunión del día 28 de noviembre de 2008, un Real Decreto Ley para la creación de un Fondo de Inversión Municipal y de un Fondo para Actuaciones de Dinamización de la Economía (FADE). El primero de estos fondos se dota con 8.000 millones de euros y deberá destinarse a inversiones municipales nuevas. Los municipios deberán presentar las iniciativas al Ministerio de Administraciones Públicas, que será el encargado de la gestión del Fondo, en el plazo aproximado de un mes, y las obras deberán llevarse a cabo entre el año 2009 y el primer trimestre de 2010. Por su parte, el FADE se dota con 3.000 millones de euros y deberá destinarse a sectores considerados estratégicos, entre los que se mencionan el sector de la automoción y las actuaciones medioambientales y de I+D+i.

2. De acuerdo con la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, para la prevención del fraude fiscal, los grupos de empresas pueden acogerse a un nuevo régimen especial, según el cual las entidades pertenecientes a un mismo grupo pueden consolidar entre sí sus liquidaciones de IVA. En la práctica, esto supone un adelanto de devoluciones en la medida en que, con el régimen anterior, las empresas del grupo que tuviesen un saldo acreedor con la administración tributaria debían esperar cierto tiempo antes de recibir la devolución, mientras que, con el régimen actual, dicha devolución es instantánea —siempre que el saldo neto del grupo de empresas sea deudor—.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía experimentó un crecimiento del 5,3% en el tercer trimestre de 2008, tasa similar a la registrada en la primera mitad del año. Según la última información relativa a la negociación colectiva, el incremento salarial medio para 2008 pactado en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de octubre se situó en el 3,5%, 0,4 pp por encima de lo acordado para 2007. Actualmente, estos convenios afectan a 8,4 millones de trabajadores, que representan un 76% del total de trabajadores acogidos a la negociación colectiva en 2007. Por ramas, los incrementos medios pactados van desde un 3,2% en la agricultura, hasta un 3,6% en la construcción. Cabe señalar que en torno al 80% de los convenios registrados en los diez primeros meses de 2008 se corresponde con revisiones de acuerdos plurianuales firmados en años anteriores. En estos convenios, el aumento pactado asciende, en promedio, al 3,5%, mientras que, en los de nueva firma, la subida es tres décimas mayor. No obstante, se aprecia que, entre estos últimos, los acordados en octubre contienen incrementos salariales notablemente inferiores a los pactados hasta el final del mes de septiembre, lo que podría estar relacionado con el debilitamiento reciente de las presiones inflacionistas y con la desfavorable evolución del empleo. Respecto al efecto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2007 —que ha sido percibida por los trabajadores en 2008—, la estimación más reciente sigue manteniéndose en 1,1 pp, ocho décimas más que en el año anterior.

En octubre, el ritmo de variación interanual del IPC se redujo en nueve décimas respecto al mes previo, hasta el 3,6%, tasa no registrada desde el mismo mes de 2007 (véase gráfico 4). La desaceleración del índice general ha venido determinada, principalmente, por la ralentización de los precios energéticos (cuya tasa de variación descendió en 5,5 pp, hasta el 9,3%) (véase recuadro 1), junto con la reversión del efecto base derivado del acusado aumento de los precios de los alimentos elaborados observado hace un año. Así, estos crecieron a ritmos del 4,5%, frente al 6,9% del mes previo. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados se ralentizaron en nueve décimas, hasta situar su tasa de variación en el 3%. El IPSEBENE —índice que excluye los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados— recortó en cinco décimas su tasa interanual de crecimiento, hasta el 2,9%, la tasa más baja de los últimos trece meses. Esta desaceleración se debió al mencionado comportamiento de los precios de los alimentos elaborados, dado que los de los servicios y los bienes industriales no energéticos mantuvieron estable su ritmo de avance interanual en el 4,1% y en

A lo largo de 2008, la cotización del petróleo en los mercados internacionales ha experimentado notables oscilaciones, llegando a superar los 140 dólares por barril a finales del mes de junio y disminuyendo, con posterioridad, hasta situarse por debajo de 50 dólares a mediados de noviembre. Sin entrar a valorar los determinantes de este comportamiento tan errático, resulta interesante analizar cómo se han transmitido estas oscilaciones a los precios de los productos derivados del petróleo, tanto en los mercados mayoristas internacionales como en los minoristas de cada país.

Las fluctuaciones a corto plazo de los precios de venta al público de la gasolina y del gasóleo dependen de cuatro factores. En primer lugar, de la variación del precio del crudo en los mercados internacionales, ya que este es el factor productivo básico de los productos derivados del petróleo. En segundo lugar, del grado de competencia existente en los mercados minoristas y entre las empresas que llevan a cabo el refino; en este sentido, cabe esperar que, cuanto mayor sea el grado de competencia, más intensa y rápida será la transmisión de las fluctuaciones en el precio de ese factor productivo al precio que fijan los minoristas para los productos refinados. El tercer factor determinante es la evolución del tipo de cambio de la moneda de cada país con respecto al dólar, ya que el precio del barril en esos mercados se fija en dólares, pero el precio de venta de los productos refinados se estipula, en su gran mayoría, en la moneda de cada país. Por último, también influye la presión fiscal que recae sobre estos productos, y en particular el peso de los impuestos unitarios¹.

Para comparar los movimientos de los precios del crudo y de sus productos derivados a lo largo de 2008, en el cuadro 1 se presenta la evolución del precio del petróleo en dólares en los mercados internacionales, distinguiendo entre la fase de aumento (desde mediados de diciembre de 2007 hasta la última semana de junio de

este año) y la de disminución (desde la última semana de junio de 2008 hasta la segunda semana de noviembre, fecha de cierre de este recuadro), junto con la del precio de los derivados del crudo en los mercados internacionales, así como en los mercados minoristas de cuatro países europeos (España, Alemania, Francia y Reino Unido), tanto en dólares (antes de impuestos) como en la moneda de cada país después de impuestos. Como se puede apreciar, el precio del petróleo experimentó un acusado aumento en la primera mitad del año, ligeramente superior al 55%, reduciéndose posteriormente en casi un 61%. La transmisión de estos impulsos a los mercados mayoristas de derivados del petróleo ha sido prácticamente completa y muy rápida. Existen, sin embargo, algunas diferencias en el comportamiento de las gasolinas y de los gasoleos, que reflejan un aumento del precio relativo de estos últimos. Este efecto es consecuencia de la recomposición de la demanda global de derivados del petróleo a favor del gasóleo, debido tanto al cambio en los patrones de consumo de los hogares en los países desarrollados como, sobre todo, al peso que han adquirido los países emergentes en la demanda mundial.

Cuando se analiza la evolución de los precios en dólares (antes de impuestos) de estos productos derivados del petróleo en los mercados minoristas, se detectan algunas regularidades que merece la pena destacar. En primer lugar, en todos los países se observa un grado de transmisión de los cambios en el precio del petróleo a los precios al por menor inferior al de los mercados mayoristas, lo cual sugiere que se trata de mercados con menor competencia. En segundo lugar, se aprecia un grado de transmisión distinto para la gasolina y para el gasóleo también en los mercados al por menor. En tercer lugar, en Alemania parecen tener lugar la menor transmisión de los aumentos del precio del crudo y el mayor impacto de sus reducciones (excepto en el caso del gasóleo), lo que podría sugerir que, más allá del entorno global, las condiciones específicas de cada mercado influyen también en la determinación de los precios minoristas. No obstante, cabe recordar que los precios finales de los productos derivados del petróleo dependen, asimismo, del tipo de cambio y de la carga impositiva que recae sobre los mismos. De los cuatro países considerados en este recuadro, España es el país en el que menos se gravan los derivados petrolíferos y en el que la relevancia de los impuestos

1. Esto se debe a que dichos impuestos gravan únicamente la cantidad adquirida del producto, por lo que no varían con su precio (a diferencia de los impuestos «ad valorem» —como es el IVA—, que recaen sobre el gasto realizado, incluido el precio), y, por tanto, «amortiguan» las variaciones de los precios después de impuestos, que son los que pagan los consumidores finales de estos productos.

1 PRECIO DEL PETRÓLEO Y DE LOS DERIVADOS. Tasas de variación acumuladas

Petróleo (dólares)	Mercados mayoristas (dólares)	Mercados minoristas sin impuestos (dólares)				Venta al público con impuestos (moneda nacional)				
		España	Alemania	Francia	Reino Unido	España	Alemania	Francia	Reino Unido	
GASOLINAS DE AUTOMOCIÓN										
17 DIC 2007-30 JUN 2008	55,2	46,6	22,9	17,4	22,3	21,7	15,0	13,9	12,7	15,5
30 JUN 2008-10 NOV 2008	-60,9	-61,5	-49,3	-54,0	-49,7	-52,1	-23,3	-21,3	-19,4	-19,5
GASÓLEOS DE AUTOMOCIÓN										
17 DIC 2007-30 JUN 2008	55,2	55,0	47,2	44,2	47,0	48,6	22,6	17,7	19,8	22,4
30 JUN 2008-10 NOV 2008	-60,9	-53,6	-44,5	-43,7	-44,0	-47,0	-22,6	-19,0	-19,7	-17,7

FUENTE: *Platt's and European Union Oil Bulletin*.

unitarios es igualmente menor². Esto implica que, ante una variación similar de los precios antes de impuestos en los distintos países, la repercusión en los precios de venta al público siempre será superior en España, lo que explica la mayor oscilación de los precios de venta al público que se observan en el cuadro 1 para España.

Para contrastar en qué medida este tipo de regularidades se mantiene cuando se analizan períodos temporales más prolongados y sujetos a una menor volatilidad en los precios del petróleo, se ha realizado un análisis estadístico para el período 1999-2008, que permite estimar, con un elevado grado de fiabilidad, la intensidad de la transmisión de los cambios en los precios del petróleo a los de los productos derivados en dólares (antes de impuestos) y el número de semanas que tarda en completarse la transmisión. Como se puede apreciar en el cuadro 2, los mercados mayoristas se caracterizan por la rapidez de la transmisión (más del 60% del efecto total se materializa en la misma semana en que cambian los precios del petróleo) y por

2. En España, los impuestos indirectos representan el 50% del precio de venta al público de la gasolina y el 40% del gasóleo A, frente al 62%-51%, respectivamente, de Alemania, 60%-49% de Francia y 61%-57% de Reino Unido. Por su parte, los impuestos unitarios representan el 87% de la carga impositiva que recae sobre la gasolina y el 82% de la del gasóleo A, frente al 90% y más del 85%, respectivamente, que representan en los otros tres países.

su elevada intensidad (un 81% en el caso de las gasolinas y un 90% en el caso del gasóleo), lo que viene a confirmar el elevado grado de competencia existente en los mercados al por mayor. En los mercados minoristas, el efecto total tarda algo más en completarse (entre uno y dos meses), siendo, además, cuantitativamente menor, lo que sugiere que los mercados minoristas presentan un menor nivel relativo de competencia. Por otra parte, las estimaciones realizadas corroboran que Alemania es el país que refleja más intensamente los cambios en el precio del crudo, siendo el impacto estimado no estadísticamente distinto del obtenido para los mercados mayoristas. En España, a diferencia de lo que se observa en el resto de países considerados, el mercado al por menor de productos derivados del petróleo reacciona instantáneamente a los cambios en los precios del petróleo, pero la intensidad de su transmisión es inferior en el caso de las gasolinas y se encuentra entre los más bajos en el del gasóleo (y las diferencias en el impacto estimado con los mercados mayoristas son estadísticamente significativas), por lo que parece existir menor grado de competencia. Por último, cabe destacar que en ninguno de los países considerados se detecta la existencia de asimetrías en la transmisión de las bajadas y las subidas de precios del petróleo, ni en los mercados mayoristas ni en los minoristas, pero sí una tendencia al aumento de la intensidad de transmisión en los últimos años, más acusada en el resto de mercados que en España.

2 CARACTERÍSTICAS DE LA TRANSMISIÓN DE LOS CAMBIOS EN LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO A SUS DERIVADOS (a)

	Mercados mayoristas	Mercados minoristas sin impuestos (dólares)			
		España	Alemania	Francia	Reino Unido
GASOLINAS DE AUTOMOCIÓN					
Porcentaje del impacto total que se materializa instantáneamente	91,36	6,78	0	0	0
<i>Impacto total</i>	0,81	0,57	0,79	0,71	0,72
	(0,05)	(0,04)	(0,09)	(0,07)	(0,06)
Número de semanas	1	7	8	7	10
GASÓLEOS DE AUTOMOCIÓN					
Porcentaje del impacto total que se materializa instantáneamente	0,62	6,42	0	0	0
<i>Impacto total</i>	0,90	0,62	0,78	0,65	0,58
	(0,06)	(0,05)	(0,08)	(0,06)	(0,05)
Número de semanas	5	10	8	6	10

FUENTE: Banco de España.

a. Entre paréntesis, desviación estándar del parámetro.

el 0,5%, respectivamente. Como en el caso del IPC, el crecimiento del índice armonizado (IAPC) ascendió al 3,6%, recortando su tasa interanual en 1 pp. En el conjunto de la Unión Monetaria, el IAPC creció en octubre a una tasa del 3,2%, de modo que el diferencial de inflación de la economía española con el área del euro se estrechó seis décimas, hasta 0,4 pp, que es el valor más reducido de este diferencial desde el inicio de la UEM. En noviembre, la tasa de variación del IAPC se habría situado, según su indicador adelantado, en el 2,4% en el caso español y en el 2,1% en el de la UEM, de modo que, de confirmarse estas cifras, el diferencial se habría estrechado en una décima más.

El índice general de precios industriales creció en octubre un 5,9%, 2,2 pp por debajo de la tasa alcanzada en septiembre. Casi todos los componentes contribuyeron a esta desaceleración. En particular, los precios de las industrias de la energía se moderaron en más de 6 pp, hasta crecer un 15,2%, mientras que los de los bienes intermedios y de consumo lo hicieron en 2,1 pp y en 1,3 pp, hasta aumentar un 5% y un 2,9%, respectivamente. Por su parte, el ritmo de avance de los precios de los bienes de equipo se mantuvo estable en el 2,1%.

Finalmente, la tasa de aumento del índice de precios de exportación de productos industriales elaborado por el INE se incrementó 0,5 pp en el mes de septiembre, hasta situar su crecimiento anual en el 4,8%. La aceleración de precios recayó, principalmente, sobre el componente de bienes intermedios, aunque también experimentó un repunte el relativo a los bienes de consumo. Por el contrario, los precios del componente energético mostraron una cierta moderación, en consonancia con la evolución de la cotización del petróleo en los mercados internacionales. El índice referido a los precios de importación de productos industriales ralentizó, en cambio, su ritmo de avance en 1 pp, hasta el 8,6%. Ello fue consecuencia del comportamiento del componente energético, que experimentó una desaceleración aproximada de 10 pp, en tanto que los precios correspondientes a los restantes tipos de bienes intensificaron su ritmo de variación. Estos resultados contrastan con los datos procedentes de las estadísticas de Aduanas. En concreto, los índices de valor unitario (IVU) de las exportaciones aumentaron en septiembre un 1,1% (lo que supone una notable desaceleración frente al 2,7% de agosto). Ello fue el resultado de la ralentización tanto del componente energético como del no energético, que decreció un 0,6%. Finalmente, los IVU de las importaciones aumentaron en septiembre un 4,5% (1,2 pp menos que en agosto). En este caso, la desaceleración fue fruto exclusivamente del comportamiento del componente energético.

Evolución económica y financiera en la UEM

En el último mes, la situación financiera internacional en la que se ha desenvuelto el área del euro ha seguido caracterizada por la persistencia de tensiones en los mercados de financiación mayoristas (monetarios y de crédito) y por una elevada volatilidad en todos los segmentos, en un entorno en el que se han multiplicado los indicios de recesión en la actividad de las principales economías. Los mercados bursátiles continuaron mostrando descensos significativos, especialmente intensos entre las entidades financieras, pero también abultados en otros sectores. El dólar se apreció frente a las principales divisas, especialmente frente a las emergentes, con la excepción del yen, cuya apreciación reflejó el cierre de inversiones previas finanziadas en esta moneda, además de la repatriación de capitales. La desaceleración de la actividad global y la apreciación del dólar pesaron sobre el precio de las materias primas. El precio del petróleo tipo *Brent* disminuyó casi un 20% a lo largo de noviembre, hasta niveles en torno a 50 dólares por barril a finales de mes, si bien los precios a futuro no se ajustaron en la misma medida. Los precios del resto de materias primas —alimentos, metales preciosos y metales industriales— también continuaron su tendencia a la baja de meses anteriores —aunque de manera menos pronunciada—. En este contexto de disminución de las presiones inflacionistas y de creciente preocupación por la fuerte desaceleración de la actividad económica, se produjeron recortes de los tipos de interés de intervención de las autoridades monetarias en la mayoría de los países. Por su parte, los mercados emergentes han seguido una evolución paralela a los desarrollados. El establecimiento a finales de octubre de líneas de provisión de liquidez en dólares de la Reserva Federal a Brasil, México, Corea del Sur y Singapur, así como la disponibilidad de una nueva facilidad financiera del FMI de rápido desembolso y sin condicionalidad, aliviaron temporalmente las tensiones en estos mercados, si bien estas resurgieron nuevamente en la segunda mitad de noviembre, de tal modo que prosiguieron las pérdidas en las bolsas y la ampliación de los diferenciales de crédito. En el contexto de notable incertidumbre y tensión financiera que se acaba de des-

cribir, los esfuerzos por dar una salida coordinada a la situación internacional cristalizaron en la reunión de jefes de Estado y de Gobierno de las principales economías desarrolladas y emergentes, que tuvo lugar en Washington a mediados de noviembre, y que concluyó con el acuerdo de apoyar al sistema financiero, el establecimiento de unos principios básicos para guiar su reforma y el compromiso de resistir las presiones proteccionistas.

En Estados Unidos, la estimación preliminar del PIB del tercer trimestre mostró una caída del 0,5% trimestral anualizado, frente al crecimiento del 2,8% del trimestre anterior, debido a la fuerte contracción del consumo privado y de la inversión fija y a la menor contribución de la demanda externa. Los indicadores de actividad y demanda del cuarto trimestre ofrecen señales negativas y apuntan a una mayor contracción de la economía. En concreto, la confianza del consumidor en noviembre se situó en niveles mínimos desde inicios de los años ochenta, y se acentuó la caída de las ventas al por menor y del gasto real en consumo personal en octubre. Además, continuó el profundo ajuste del mercado de la vivienda, a juzgar por los indicadores de ventas y precios de octubre, en el contexto de un endurecimiento de las condiciones de crédito y un creciente número de ejecuciones de hipotecas. El mercado laboral intensificó su deterioro, al destruirse más de medio millón de puestos de trabajo entre septiembre y octubre —lo que elevó la tasa de paro del 6,1% al 6,5%—; estos datos contrastan con la creación de 90.000 empleos, como media mensual, en 2007. Por otra parte, los índices ISM de gestores de compras cayeron en octubre por debajo del umbral de expansión de la actividad y, también en ese mes, la producción industrial se volvió a debilitar, al caer un 4,1% interanual. La tasa de inflación interanual del IPC disminuyó 1,2 pp en octubre, hasta el 3,7%, gracias a la caída del precio de la energía, mientras que la subyacente lo hizo en tres décimas, hasta el 2,2%. Las perspectivas de marcada debilidad de la actividad, junto con la moderación de la inflación, propiciaron que la Reserva Federal redujera en medio punto, hasta el 1%, el tipo de interés de referencia en su reunión de finales de octubre, al tiempo que ha seguido expandiendo su balance para dotar de liquidez a segmentos cada vez más numerosos del mercado —entre los que se incluyeron, a finales de noviembre, los de titulización de crédito al consumo—. Asimismo, la Reserva Federal anunció un nuevo programa de apoyo a las agencias federales de titulización hipotecaria, consistente en la compra de deuda y de activos respaldados por hipotecas. Por último, las autoridades norteamericanas anunciaron a finales de noviembre los términos de un acuerdo de apoyo a Citigroup.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre se contraíó un 2% en tasa trimestral anualizada y los indicadores recientes apuntan a un deterioro adicional de la situación económica en el cuarto. Los índices de gestores de compras de manufacturas y servicios de octubre prosiguieron su tendencia a la baja, situándose en niveles que indican una fuerte contracción de la actividad. Esta contracción del producto se reflejó en el mercado de trabajo, donde se mantuvo la tendencia ascendente de la tasa de paro, hasta alcanzar el 5,8% en octubre. En cuanto a los precios, el IPC se desaceleró del 5,2% al 4,5% interanual en octubre, mes en el que la caída de los precios de la vivienda se intensificó hasta el 15% interanual. El Banco de Inglaterra decidió rebajar en 150 puntos básicos (pb) el tipo de interés oficial, del 4,5% al 3%, en su reunión de inicios de noviembre, debido al deterioro de la actividad y a la esperada desaceleración de los precios —con cierta probabilidad de tasas negativas de inflación en 2010, de acuerdo con el *Informe de Inflación* de noviembre—. Al mismo tiempo, el Gobierno aprobó un plan de estímulo fiscal por valor de un 1,1% del PIB, que recoge, entre otras medidas, la rebaja del IVA, ayudas para refinanciación de hipotecas y financiación a PYME y extensión de los subsidios por desempleo. Las perspectivas de deterioro de la actividad económica contribuyeron a la depreciación de la libra —alrededor de un 5% frente al euro y de un 6% frente al dólar, en noviembre—, como recogen las actas de la reunión de política monetaria del Banco de Inglaterra.

En Japón, el PIB del tercer trimestre se contrajo un 0,4% en tasa trimestral anualizada —lo que se sumó a la caída del 3,7% del trimestre anterior— por la aportación negativa de la demanda externa y la caída de la inversión privada. Los indicadores del cuarto trimestre dan signos de un ajuste prolongado y severo, con una nueva disminución mensual de la producción industrial en octubre. Las encuestas señalan un deterioro del sentimiento empresarial, acompañado de un recorte de los beneficios, de las ventas y del gasto de capital, así como de un endurecimiento de las condiciones crediticias. Por otra parte, se mantiene la falta de dinamismo del mercado laboral, pues, si bien la tasa de paro se mantuvo en el 4% en el tercer trimestre, la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo, así como los salarios reales, siguieron en su senda descendente. Por otro lado, en septiembre volvió a reducirse el superávit de la cuenta corriente por la acentuada debilidad de las exportaciones. La inflación general se mantuvo en el 2,1% interanual en septiembre y la tasa subyacente cayó una décima, hasta el 2,3%. El Banco de Japón rebajó el tipo de interés oficial en 20 pb, hasta el 0,3%, a finales de octubre —y lo mantuvo en su reunión de noviembre—, y garantizó una amplia provisión de liquidez. Adicionalmente, el Gobierno ha propuesto un nuevo plan de estímulo fiscal centrado en rebajas impositivas y ayudas a las PYME, que aún se encuentra pendiente de aprobación final en el Parlamento.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, los datos preliminares del PIB del tercer trimestre acentúan una caída de la actividad en Estonia y Letonia, y muestran una desaceleración acusada en Hungría, mientras que la República Checa y Eslovaquia mantienen un notable dinamismo. La inflación siguió disminuyendo en octubre de forma generalizada y, en promedio, se situó en el 5,9% interanual, si bien los países bálticos y Bulgaria todavía mantienen tasas superiores al 10%. En este contexto, hubo una tendencia hacia la suavización de la política monetaria en las economías de la región. El agravamiento de las tensiones financieras y de la vulnerabilidad exterior llevó a la revisión a la baja de los *ratings* en varios países. Hungría recibió un paquete de ayuda financiera por parte del FMI, la Comisión Europea y el Banco Mundial, por un total de 20 mm de euros, y el BCE acordó con Polonia una línea de financiación mediante operaciones *repo* por 10 mm de euros.

En China, el PIB se desaceleró al 9% interanual en el tercer trimestre (10,1% en el segundo) y los indicadores de octubre dan signos de un mayor debilitamiento, por la desaceleración de la producción industrial, de la inversión en activos fijos y de las ventas al por menor. En un contexto de estabilidad del tipo de cambio del renminbi frente al dólar, el superávit comercial en octubre se incrementó en un 30% en términos interanuales, mientras que se moderaron las importaciones. La inflación descendió por sexto mes consecutivo, hasta el 4% interanual, al tiempo que la oferta monetaria y el crédito moderaron o mantuvieron su crecimiento interanual. Las autoridades adoptaron varias medidas de estímulo al sector bancario, entre las que destacan una nueva reducción de los tipos de interés y del coeficiente de reservas bancarias y la supresión de límites a la concesión de préstamos. En el ámbito fiscal, se anunció un plan de estímulo por valor de 4 billones de yuanares durante dos años —en torno a un 15% del PIB, aunque el monto de las medidas estrictamente nuevas se estima que es notablemente inferior— y un aumento de la deducción fiscal a un elevado número de exportaciones. En el resto de Asia, el PIB también se desaceleró en el tercer trimestre de forma generalizada. La inflación se redujo en octubre, como reflejo de la moderación general de los precios de la energía y de los alimentos, si bien en algunos países se mantienen tasas elevadas. En este contexto, a inicios de noviembre se redujeron los tipos de interés oficiales en India y Corea del Sur.

En América Latina, los indicadores de actividad del tercer trimestre apuntan a una fuerte desaceleración del PIB, ya confirmada con los datos oficiales de México —crecimiento del

		2008					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	-0,4	-1,1	-0,7	-2,7		
	Comercio al por menor (b)	-3,2	-1,5	-1,7	-1,4	-2,1	
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	-6,6	-8,6	-8,6	-9,7	-14,2	
	Indicador de confianza de los consumidores	-17,0	-20,0	-19,0	-19,0	-24,0	-25,0
	Indicador de confianza industrial	-5,0	-8,0	-9,0	-12,0	-18,0	-25,0
	IAPC (b)	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	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	
	<i>De los cuales:</i>						
	— 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 28 de noviembre 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.

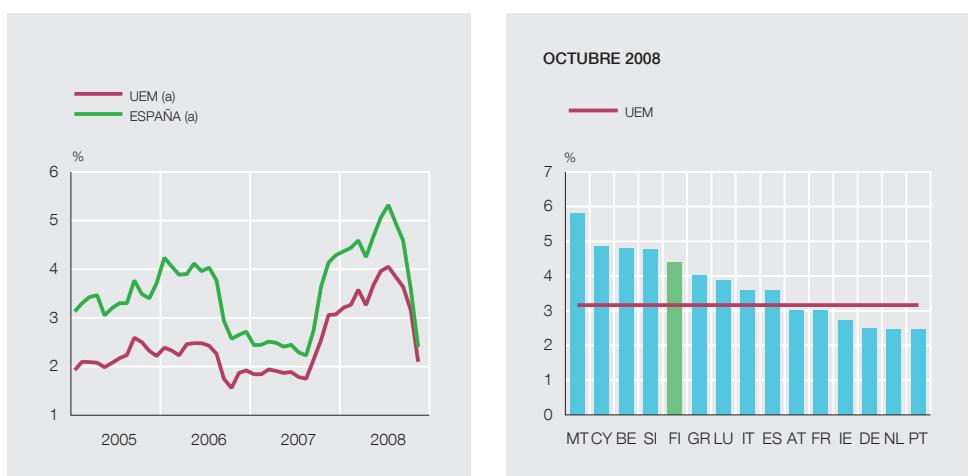
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 28 de noviembre de 2008.

1,6% interanual, frente a un 2,7% en el segundo trimestre — y Venezuela —4,6%, frente al 7,2%—, mientras que en Chile la tasa interanual se incrementó —del 4,5% al 4,8%—, pero cayó en términos intertrimestrales. La agudización de la crisis financiera internacional y las repercusiones desfavorables sobre la actividad económica en los países de la región impulsaron a algunos bancos centrales a mantener los tipos de interés oficiales, en lugar de aumentarlos, como venían haciendo en los últimos meses, a pesar de que la inflación volvió a incrementarse en octubre —del 8,6% al 8,8%, para el conjunto de la región—. En el plano financiero, destacó la mejoría de la mayoría de indicadores —cotizaciones bursátiles, diferenciales soberanos y tipos de cambio— en la primera mitad de noviembre, por la buena acogida de las medidas de suministro de liquidez concertadas entre los bancos centrales de Brasil y México y la Reserva Federal, si bien esta tendencia se revirtió en la segunda mitad del mes. La agencia *Fitch* revisó a la baja las perspectivas del rating soberano para México —de estables a negativas— y Chile —de positivas a estables—, y *Standard & Poor's* rebajó la calificación soberana de Argentina, B a B-, tras la nacionalización de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

En cuanto a la UEM, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, entre julio y septiembre el producto interior bruto de la zona del euro decreció por segundo trimestre consecutivo a una tasa del -0,2%, en relación con los tres meses anteriores. Esto ha supuesto, además, una disminución de su ritmo de expansión interanual, que se ha situado en el 0,7%. La ralentización de la actividad en el conjunto del área obedece, en gran medida, a la contracción experimentada por tres de las cuatro mayores economías: Alemania e Italia, cuyas tasas

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

a. El último dato representado, referido a noviembre de 2008, se corresponde con la estimación *flash* publicada por Eurostat, en el caso de la UEM, y con el indicador adelantado del IAPC que publica el INE, en el caso de España.

intertrimestrales de aumento se han estimado en el -0,5%, y España, con una tasa del -0,2%. En contraposición, el PIB de Francia mostró un ligero incremento, del 0,1%.

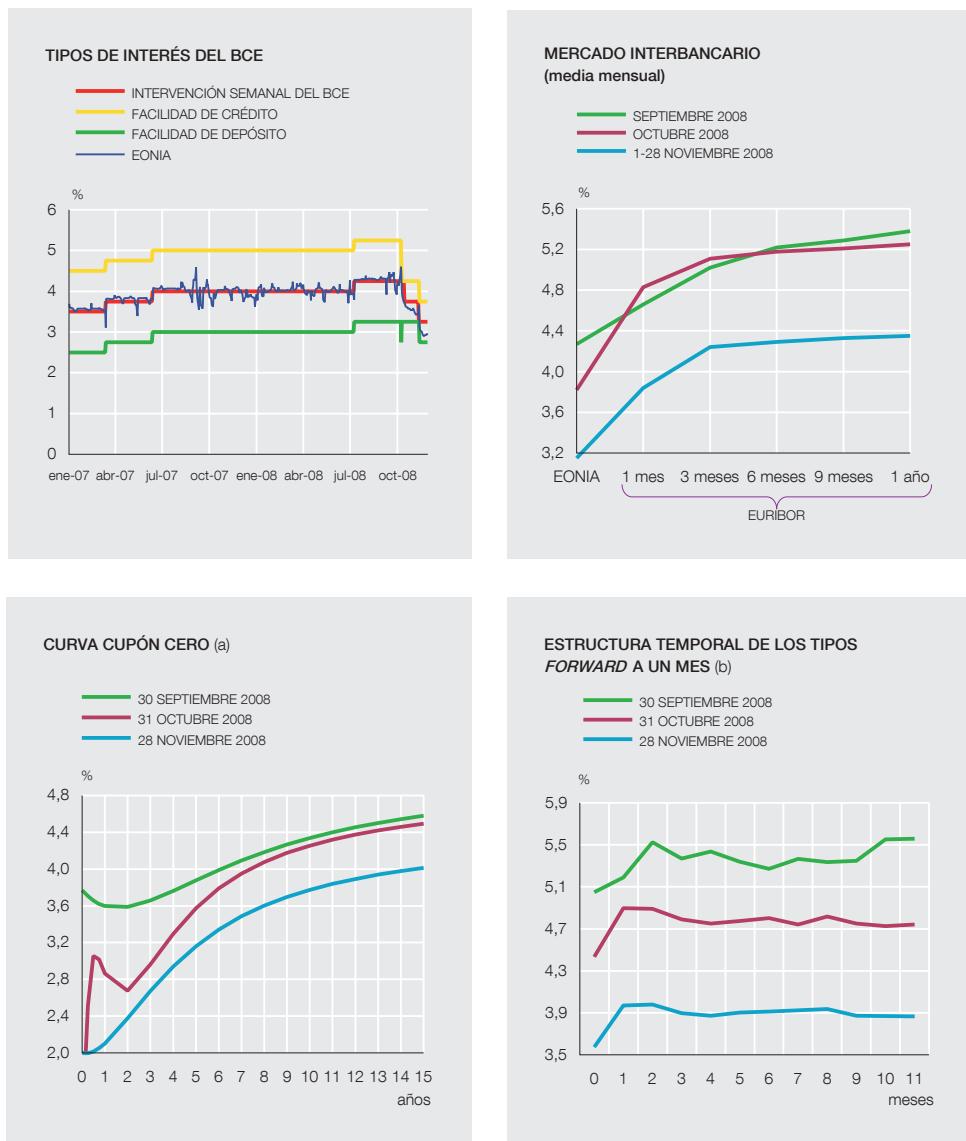
De hecho, como resultado del desarrollo de la crisis financiera y de sus previsibles efectos sobre la economía real, los organismos internacionales han publicado en otoño escenarios macroeconómicos que suponen una revisión a la baja en el crecimiento del PIB, que es moderada en 2008 y bastante más sustancial en 2009. En concreto, la Comisión Europea (CE), el FMI y la OCDE prevén un avance para 2008 del 1% o ligeramente superior. Para 2009, el incremento sería del 0,1%, -0,5% y -0,6% según la CE, el FMI y la OCDE, respectivamente, más de un punto por debajo de sus previsiones de primavera. Además, dichos organismos señalan que estas previsiones están sometidas a riesgos a la baja, así como a un elevado grado de incertidumbre, como consecuencia de la intensificación de la crisis financiera en los últimos meses, y de la dificultad para anticipar con precisión sus efectos sobre la demanda.

La información más reciente referida a la coyuntura económica señala un marcado retroceso de la actividad. En la vertiente de la oferta, la producción industrial de la UEM se redujo en septiembre un -1,6%, y los pedidos industriales, un -3,9%, ambos en relación con el mes anterior. Los indicadores de confianza de la industria y los servicios elaborados por la Comisión Europea mostraron una disminución adicional en noviembre (véase cuadro 1), mientras que los índices de la encuesta de directores de compras de las ramas manufacturera y de servicios alcanzaron en dicho mes sus mínimos históricos. Por el lado de la demanda, las matriculaciones de automóviles y las ventas al por menor experimentaron un retroceso en octubre, como lo hizo también la confianza de los consumidores en octubre y noviembre. Por último, los indicadores sobre demanda externa, referidos a las expectativas de exportación del cuarto trimestre y la cartera de pedidos exteriores de noviembre, empeoraron.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró en noviembre un crecimiento interanual del 2,1%, un punto y una décima menos que el mes anterior (véase gráfico 5). Aunque todavía no se dispone del desglose por componentes, es previsible que esta nueva disminución de la inflación —que acumula una caída de dos puntos porcentuales desde el

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

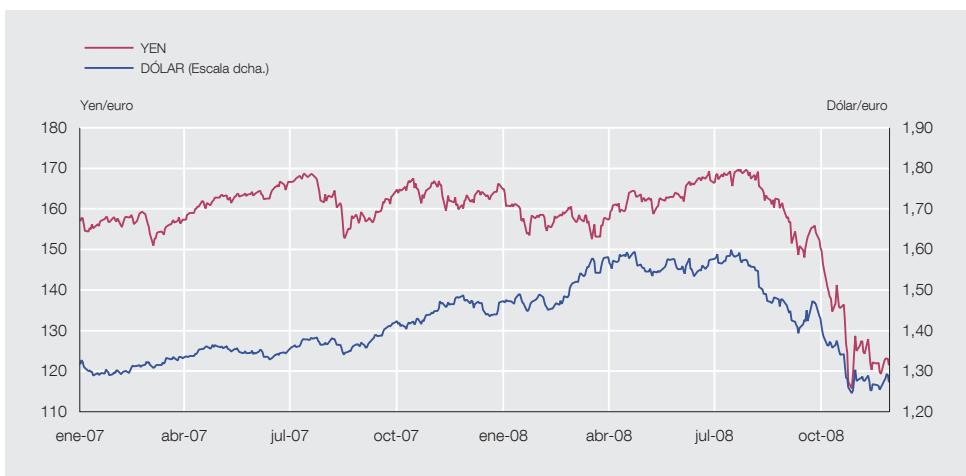
- a. Estimación con datos del mercado de swaps.
 b. Estimados con datos del EURIBOR.

máximo alcanzado en julio— se explique por una nueva desaceleración de las partidas más volátiles, los precios de los bienes energéticos, en línea con el comportamiento reciente de la cotización del barril de petróleo, y los de los alimentos. Por último, el índice de precios industriales (IPRI) prolongó en septiembre la tendencia descendente de su tasa de variación interanual, hasta alcanzar el 7,9%, seis décimas inferior a la de agosto. Aunque esta trayectoria del IPRI sigue dominada por el comportamiento de los precios energéticos, los demás componentes también registraron, en general, recortes de sus ritmos de avance.

La Comisión Europea, ante la magnitud del impacto que se estima está teniendo la crisis financiera sobre la economía europea, propuso el 26 de noviembre un plan de relanzamiento económico coordinado. Este consistiría en un estímulo fiscal de 200 billones de euros (1,5% del PIB), destinados a potenciar la demanda y restablecer la confianza, acompañado de un plan de acción para redirigir los esfuerzos de reforma estructural hacia actuaciones de corto plazo que mejoren la competencia europea a largo plazo.

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

El Banco Central Europeo disminuyó los tipos de interés oficiales en su reunión del 4 de diciembre en 75 puntos básicos. Esta decisión se produce tras las dos reducciones, de 50 puntos básicos cada una, anunciadas en su reunión del 6 de noviembre y en la acción coordinada con los principales bancos centrales del 8 de octubre. En conjunto, estos movimientos han supuesto una rebaja de 1,75 puntos porcentuales en los últimos dos meses, situando el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 2,5%, y los de las facilidades de depósito y marginal de crédito en el 2% y en el 3%, respectivamente. En esta ocasión, el Consejo de Gobierno señaló que el grado de incertidumbre sobre las perspectivas económicas sigue siendo muy elevado. No obstante, el descenso de los precios de las materias primas y la marcada ralentización de la actividad económica, consecuencia de la intensificación y ampliación de la crisis financiera, han supuesto un alivio de los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo. De este modo, se espera que la inflación se sitúe en línea con el objetivo de estabilidad de precios en ese horizonte.

En el último mes, las condiciones financieras siguen reflejando un nivel elevado de endurecimiento. Desde mediados de octubre se ha producido una considerable reducción de los tipos de interés de los depósitos interbancarios, pero todavía se sitúan muy por encima de los de las operaciones interbancarias con garantías —*Eurepos*—. Así, los tipos interbancarios a un mes y a un año se situaban a finales de noviembre en el 3,6% y en el 4%, 130 pb y 136 pb por debajo de los de mediados de octubre (véase gráfico 6), pero algo más de 100 pb y 200 pb por encima de los correspondientes *Eurepos*. Las rentabilidades a diez años del bono alemán también han descendido desde mediados de octubre 84 pb, hasta el nivel actual del 3,3%. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos disminuyó 109 pb, lo que ha aumentado el diferencial negativo entre los rendimientos de la deuda de este país y los de Alemania hasta los 28 pb.

Los mercados de renta variable siguen mostrando una elevada volatilidad. A pesar de una cierta recuperación de las cotizaciones a finales de octubre, el índice Dow Jones EURO STOXX 50 se situaba, a fecha de cierre de este Boletín, un 6% por debajo del nivel alcanzado a mediados de octubre y algo menos de un 50% respecto al registrado a finales del año pasado. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro continuó la tendencia depreciatoria con respecto al dólar que se viene manifestando desde el verano, situándose en torno a un valor de 1,27 dólares a finales de noviembre (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, desde mediados de octubre la moneda europea se devaluó de forma menos acusada (1,4%).

		2005	2006	2007	2008				
		DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	3,46	4,74	5,53	5,94	6,18	6,21
	Crédito para consumo y otros fines	6,27	7,32	8,34	8,82	9,58	9,47
	Depósitos	1,23	1,79	2,72	3,11	3,14	3,21
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,59	4,77	5,80	6,06	6,06	6,11
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,58	3,69	4,01	4,40	4,35	4,28	3,13	2,69
	Deuda pública a cinco años	3,04	3,78	4,12	4,69	4,26	4,20	4,04	3,53
	Deuda pública a diez años	3,37	3,82	4,35	4,80	4,56	4,57	4,47	4,15
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	0,03	0,09	0,29	0,34	0,46	0,57	0,56
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,39	0,26	0,64	0,85	0,80	0,97	1,71	2,14
	IBEX 35 (f)	18,20	31,79	7,32	-21,74	-22,89	-27,63	-39,96	-41,31

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 28 de noviembre 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 relación con la evolución de los agregados monetarios, la tasa de incremento interanual de M3 se mantuvo en octubre en el 8,7%. Esto fue consecuencia de la fuerte aceleración de M1 (efectivo y depósitos vista) por el recrudecimiento de las tensiones financieras y la ampliación de las garantías de depósitos, que compensó la desaceleración registrada en el resto de partidas. El análisis de sus contrapartidas muestra que, en el caso de los préstamos al sector privado no financiero, la ralentización fue algo más moderada en los destinados a empresas no financieras que en los préstamos a hogares (véase cuadro 1). Estos últimos se desaceleraron por la pérdida de ritmo tanto de los empleados para adquisición de vivienda como de los dirigidos a bienes de consumo. De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de octubre, la oferta de préstamos en la UEM se volvió más restrictiva en el tercer trimestre, y de forma más pronunciada para las sociedades no financieras, tónica que se espera que continúe en el cuarto trimestre. El endurecimiento de la oferta es general por países, aunque destaca la menor intensidad observada en Alemania. Por su parte, la demanda de préstamos también se contrajo de nuevo, de forma más intensa y generalizada en el caso de la financiación a vivienda.

Evolución financiera en España

Al igual que ocurrió en el resto del mundo, durante octubre y noviembre la evolución de los mercados financieros españoles estuvo condicionada por la preocupación de los participantes por la estabilidad financiera y el crecimiento económico a nivel internacional. Así, las cotizaciones bursátiles experimentaron un notable retroceso, que vino acompañado de un importante ascenso de su volatilidad, y los diferenciales crediticios aumentaron hasta niveles no observados desde el año 2002. La revisión a la baja en las cifras de avance del producto mundial y en la trayectoria prevista de los tipos de interés oficiales y la mayor preferencia de los inversores por los instrumentos de menor riesgo se tradujeron en recortes de las rentabilidades de la deuda pública, especialmente en los plazos más cortos. Por otra parte, los datos más recientes sobre los balances financieros de los hogares y las sociedades, referidos al mes de septiembre, muestran una continuidad de la senda de desaceleración de la financiación

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

CUADRO 3

	2008	2006	2007	2008		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
FINANCIACIÓN TOTAL	2.483,8	19,0	12,1	8,0	8,3	7,9
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.182,1	24,2	15,3	8,8	8,5	8,0
Hogares e ISFLSH	908,9	19,6	12,7	7,7	7,2	6,6
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	671,7	20,4	13,2	7,2	6,8	6,3
– Crédito para consumo y otros fines (c)	234,6	17,5	11,2	8,8	7,9	6,8
Sociedades no financieras	1.273,2	28,0	17,3	9,7	9,5	9,1
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	945,4	29,8	19,3	10,2	9,8	9,0
– Valores de renta fija (d)	38,8	134,2	18,1	9,8	9,7	6,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	301,8	-4,8	-7,2	1,7	6,3	7,3
Valores a corto plazo	37,3	-2,3	2,4	1,5	13,6	12,4
Valores a largo plazo	290,6	-0,4	-3,1	-1,5	-1,1	0,3
Créditos – depósitos (f)	-26,1	-13,1	-13,2	8,5	16,7	15,7

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

f. Variación interanual del saldo.

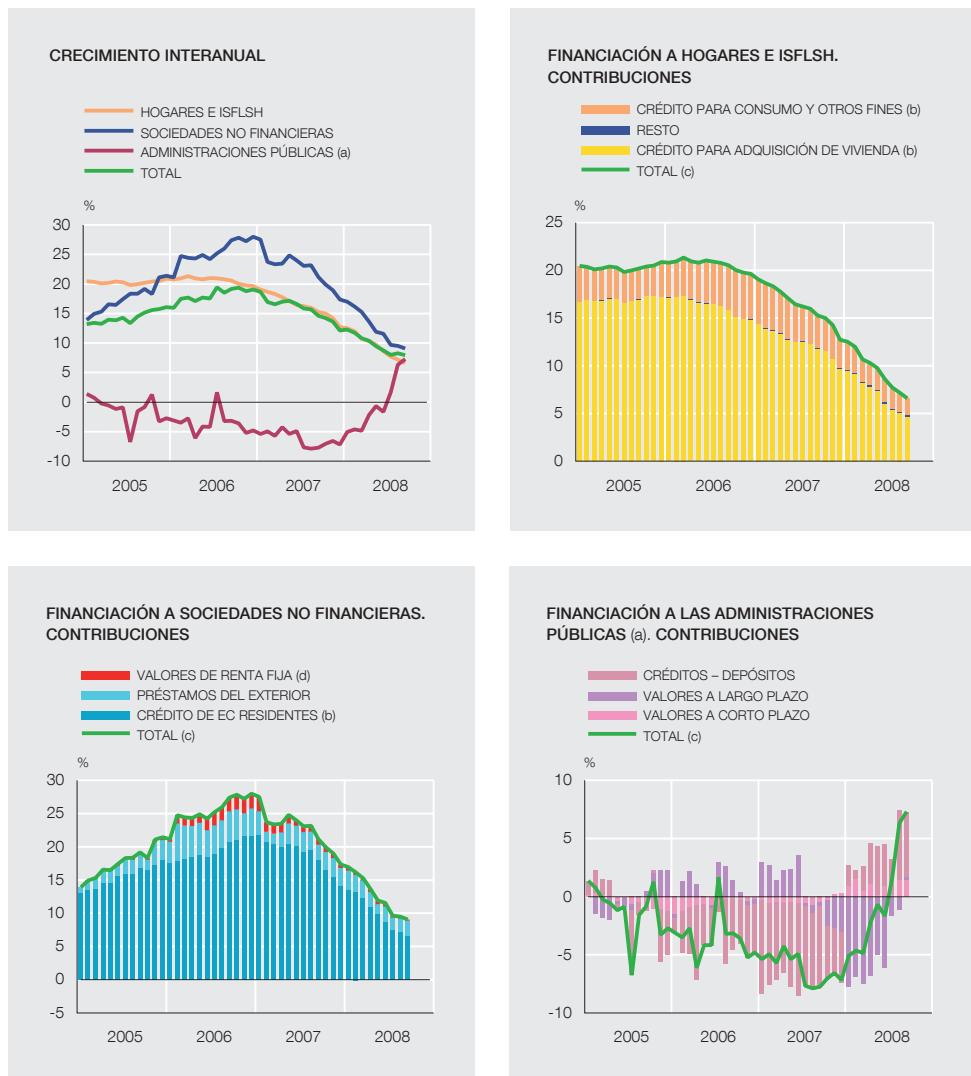
captada por ambos sectores y una reducción en el ritmo de expansión de sus activos líquidos. La información provisional correspondiente a octubre apunta a escasas variaciones en el dinamismo de dichos activos y del crédito destinado a las empresas, y a un nuevo descenso en la tasa de variación de la deuda de las familias.

En noviembre, la rentabilidad media de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situó en el 2,69% y el 4,15%, respectivamente, 159 pb y 42 pb por debajo de los correspondientes niveles de septiembre (véase cuadro 2). La disminución experimentada por el tipo de interés del bono alemán a diez años fue superior a la de la referencia española, lo que conllevó un aumento del diferencial entre ambas hasta cifras próximas a los 60 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se duplicaron durante el mismo período, superando los 200 pb.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones retrocedieron de forma intensa, al tiempo que se elevaron apreciablemente las volatilidades implícitas. Así, el día 28 de noviembre, el IBEX 35 perdía un 18,9% en relación con el nivel de finales de septiembre, descenso en línea con el experimentado por el EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM (20%) y algo inferior al mostrado por el S&P 500 de las de Estados Unidos (23,2%). Con estos retrocesos, la disminución acumulada en el año por el índice español se elevaba al 41,3%, frente a una caída del 44,8% y del 38,9% en el caso de las referencias del área del euro y de Estados Unidos, respectivamente.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS

GRÁFICO 8



FUENTE: Banco de España.

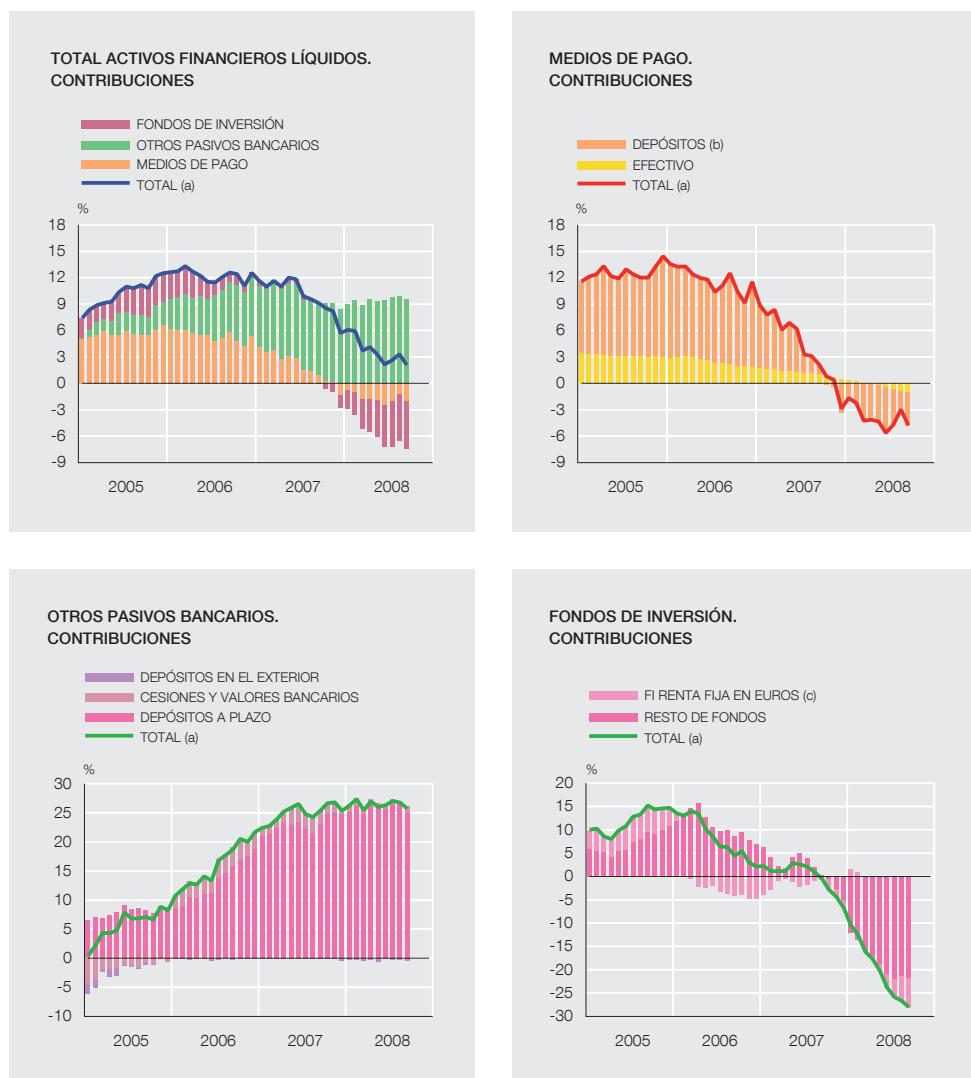
- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b. Incluye los créditos titulizados.
- c. Crecimiento interanual.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

En septiembre, el coste de la financiación bancaria a las sociedades no financieras, el de los créditos para adquisición de vivienda a los hogares y la remuneración de los depósitos de estos últimos aumentaron, respecto a los valores registrados en agosto, en 5 pb, 3 pb y 7 pb, hasta alcanzar el 6,11%, 6,21% y 3,21%, respectivamente. En cambio, el tipo de interés de los préstamos a las familias destinados al consumo y otros fines, que habitualmente tiene mayor variabilidad, disminuyó 11 pb, hasta el 9,47%.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros continuó desacelerándose en septiembre, con un diferente comportamiento sectorial (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, mientras que las tasas interanuales de crecimiento de la deuda de las familias y de las sociedades volvieron a reducirse, hasta situarse en torno al 7% y al 9%, respectivamente, los pasivos netos de las Administraciones Públicas se expandieron a un ritmo muy superior al registrado en los últimos meses.

**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.

La desagregación por finalidades muestra que en septiembre se produjo un descenso en el crecimiento interanual de los préstamos a las familias para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines, que se situó en torno al 6% y al 7%, respectivamente (frente a unos registros próximos al 7% y al 8% en agosto). Por su parte, la moderación de la tasa de variación de los fondos captados por las sociedades no financieras fue el resultado, fundamentalmente, de la disminución, en casi 1 pp, en el ritmo de avance del crédito otorgado por las entidades residentes, y, en menor medida, por la desaceleración experimentada por la emisión de valores de renta fija. De acuerdo con la información provisional más reciente, en octubre habría continuado el proceso de pérdida de dinamismo de los pasivos de los hogares, mientras que se habría mantenido la expansión interanual de la financiación bancaria de las empresas en niveles similares a los del mes precedente.

El aumento de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas ha propiciado que la tasa de crecimiento interanual de los fondos captados por dicho sector se haya si-

tuado, en septiembre, en el 7%, un nivel muy superior al que se venía observando durante los últimos años. Por instrumentos, en términos netos acumulados de doce meses, se produjeron emisiones de valores tanto a largo como, especialmente, a corto plazo, al tiempo que el saldo entre crédito y depósitos se elevó considerablemente.

La tasa de variación interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se redujo en septiembre, tras el repunte observado el mes precedente. Esta evolución fue el resultado de la desaceleración de todos los instrumentos, aunque fueron los depósitos a plazo, con un avance en relación con el nivel observado en el mismo período de año anterior cercano al 30%, los que más contribuyeron al crecimiento, ya que tanto los saldos materializados en fondos de inversión como los medios de pago presentaron ritmos de expansión interanuales negativos (véase gráfico 9). La información provisional correspondiente a octubre no evidencia, en general, cambios significativos en la trayectoria de estos activos, salvo en el caso del efectivo, que mostró un mayor dinamismo.

28.11.2008.