

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

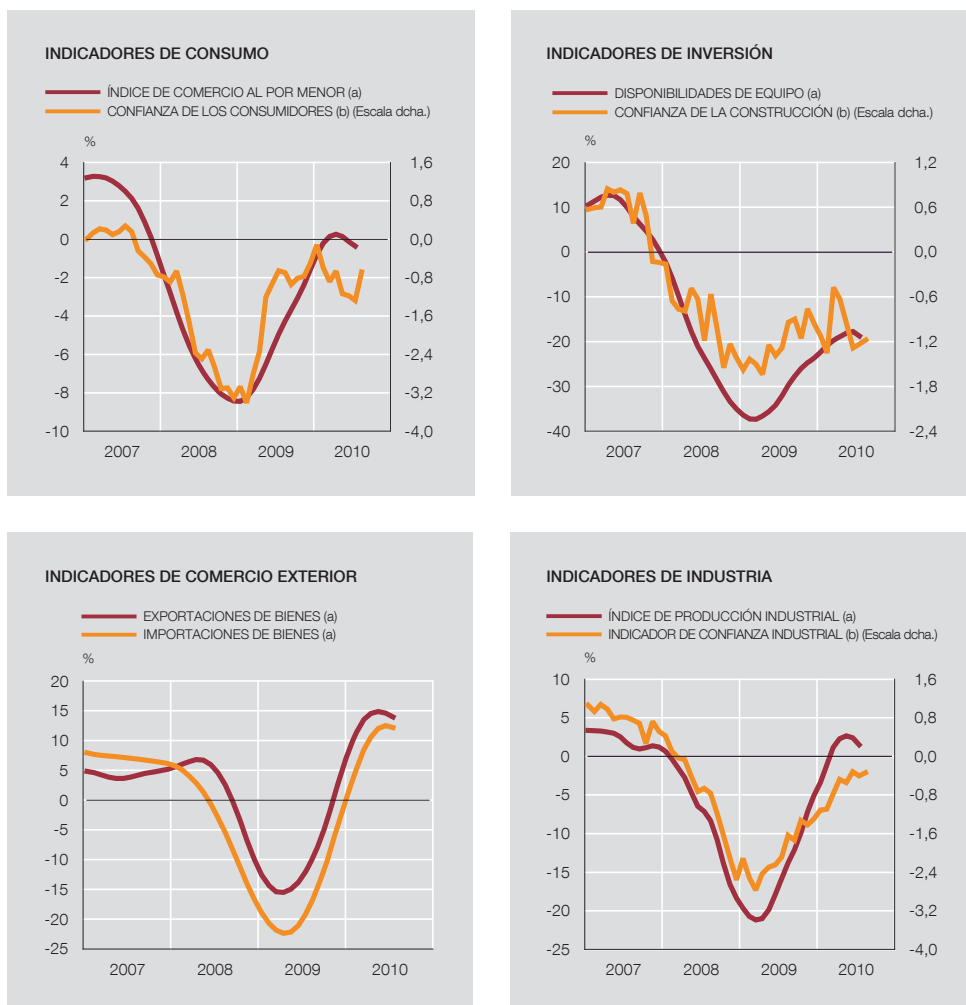
## Evolución reciente de la economía española

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

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicadas por el Instituto Nacional de Estadística, en el segundo trimestre de 2010 la actividad económica mantuvo el tono de lenta recuperación que se observó en el primero. En concreto, el PIB mostró un aumento intertrimestral del 0,2%, aunque, en términos interanuales, aún registró un retroceso del 0,1%. La demanda nacional siguió afianzando su crecimiento, tras avanzar un 0,7% respecto al trimestre anterior. Por componentes, destacó el fuerte repunte de la inversión en bienes de equipo (4,6% intertrimestral), mientras que el ritmo de expansión del consumo privado y del consumo público se acrecentó más modestamente (hasta el 1,2% y 0,7%, respectivamente). El resto de componentes de la inversión continuó registrando descensos. En el caso de la construcción, la disminución —del 2,2%— fue menos acusada que en el primer trimestre, al moderarse la caída de la inversión en vivienda, mientras que, por el contrario, la del resto de construcciones se acentuó. Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios crecieron un 0,7% y un 2,8%, respectivamente, de modo que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB fue de -0,6 puntos porcentuales (pp). Por su parte, el empleo moderó su ritmo de descenso interanual en 1,2 pp, hasta el -2,5%. Como el recorte en la tasa de caída del empleo fue similar al del PIB, la productividad aparente mantuvo estable en el 2,5% su ritmo de crecimiento interanual. Finalmente, el ritmo de avance interanual del defactor del PIB fue del 0,3% en el segundo trimestre, dos décimas menos que en el primero. Junto con la estimación de la CNTR del segundo trimestre, el INE revisó la serie de cuentas nacionales de 2006 a 2009. En términos del crecimiento anual del PIB, la única variación ha sido la revisión a la baja en una décima de la tasa correspondiente a 2009, hasta el -3,7%.

Los datos disponibles sobre el tercer trimestre del año, que solo recogen información parcial correspondiente a los meses de julio y agosto, sugieren que la actividad podría haberse debilitado, especialmente como consecuencia de la finalización de algunas de las medidas que habían venido dando apoyo público a ciertas partidas de la demanda y de la reversión temporal de los efectos de anticipación de gasto que se observaron con anterioridad a la subida de tipos del IVA. El debilitamiento que se observa en algunos indicadores también podría venir influido por la moderación de la inversión pública derivada de las medidas de austeridad aprobadas. En sentido positivo, las tensiones que experimentaron los mercados financieros —en particular, los de deuda pública— entre mayo y julio han remitido en las últimas semanas, especialmente tras la publicación de las pruebas de resistencia financiera a las que fue sometida la banca europea y que, en el caso español, despejaron muchas dudas que estaban poco fundadas. Por último, el 9 de septiembre el Parlamento aprobó la Ley de reforma del mercado de trabajo, que modifica en algunos aspectos el Real Decreto-Ley del pasado 16 de junio, y entre cuyos objetivos se encuentran el fomento de los contratos indefinidos, el reforzamiento de los mecanismos de flexibilidad interna dentro de las empresas y el aumento de las posibilidades de contratación de los desempleados.

Por lo que respecta al consumo privado, la finalización del período de vigencia de las medidas que favorecieron el adelanto de las adquisiciones de automóviles por parte de los hogares (Plan 2000E), unida al incremento de la imposición indirecta, podrían explicar las fuertes caídas interanuales que, en los meses de julio y agosto, ha registrado la matriculación de estos vehículos (en torno al 24%). También el índice de comercio al por menor registró en julio una tasa interanual negativa (-1,9%), tras el incremento del 1,5% alcanzado en junio. El indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea experimentó en agosto



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

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

una notable mejora, de seis puntos, aunque en la media de julio y agosto se situó al mismo nivel que en el segundo trimestre y por debajo de los registros de comienzos de año (véase gráfico 1). La confianza de los comerciantes minoristas en julio y agosto fue inferior a la del segundo trimestre.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, el indicador de clima industrial del sector productor de estos bienes, así como la cartera de pedidos de este sector, superó en el promedio de julio y agosto los registros del trimestre anterior. Además, el grado de utilización de la capacidad productiva volvió a repuntar en el tercer trimestre, hasta el 72,7%, desde el 70,9% anterior, aunque todavía se encuentra lejos de la media de este indicador, en torno al 78%. La producción de bienes de equipo retrocedió en julio, si bien las importaciones de estos bienes repuntaron en dicho mes. Posiblemente como consecuencia de la desaparición del Plan 2000E, las matriculaciones de vehículos de carga registraron caídas interanuales en torno al 10% en los meses de julio y agosto, tras el avance, superior al 20%, registrado en el segundo trimestre.

Los datos más recientes relativos a la construcción indican que el proceso de ajuste en este componente de la inversión continúa su curso. Así, en términos del empleo, los afiliados de

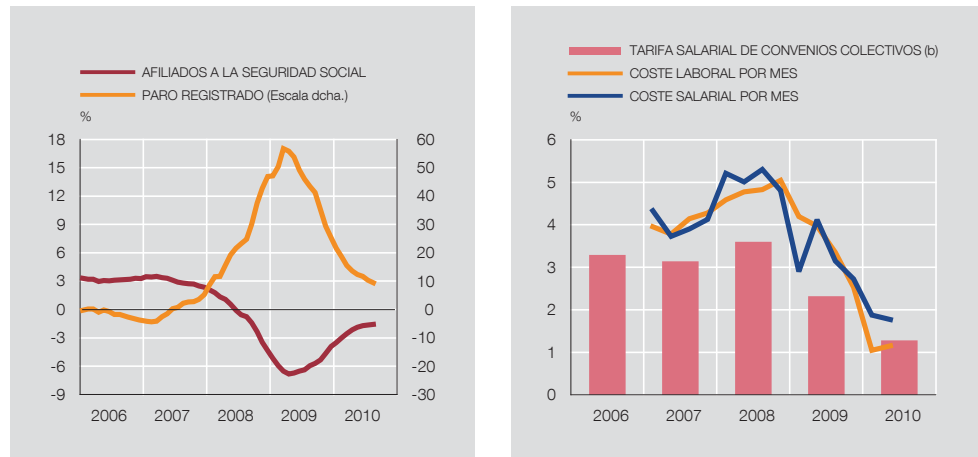
esta rama a la Seguridad Social disminuyeron un 12,5% interanual en agosto, un descenso apenas dos décimas inferior al del mes anterior. En cuanto a los indicadores de consumos intermedios, el índice de producción industrial de minerales no metálicos registró en julio una caída más intensa que la observada en junio. Entre los indicadores adelantados, los datos más recientes acerca del volumen de obra pública licitado anticipan una peor evolución de este componente en la segunda mitad del año, mientras que el modesto aumento del número de visados de nuevas viviendas debería contribuir a moderar la caída de la edificación residencial.

De acuerdo con los datos de Aduanas, el comportamiento expansivo de las exportaciones reales de bienes fue algo menos vigoroso en julio. En concreto, las ventas al exterior crecieron a un ritmo interanual del 9%, frente al 15% alcanzado en el segundo trimestre. En términos de tasas intermensuales calculadas sobre los datos ajustados de estacionalidad, la evolución fue más positiva, pues se registró un aumento intermensual relativamente elevado, superior al 2%. Por tipos de productos, en julio destacaron los aumentos en las ventas al exterior de alimentos (un 6,8% interanual) y, sobre todo, de bienes intermedios (25,6%). Por el contrario, las exportaciones de bienes de equipo y de consumo no alimenticio experimentaron retrocesos interanuales, que fueron más acusados en el segundo caso (-14,2%). Por áreas geográficas, aumentaron tanto las exportaciones comunitarias como las dirigidas al resto del mundo (8,4% y 10,1%, respectivamente). También las importaciones avanzaron en julio a una tasa interanual inferior a la del segundo trimestre, un 11%, frente a 16,6%, si bien la tasa intermensual habría sido positiva, por encima del 2%. Por grupos de productos, las partidas más dinámicas fueron las de bienes intermedios y de equipo, mientras que las compras de bienes de consumo no alimenticio retrocedieron, tras el fuerte empuje que mostraron las importaciones de bienes duraderos en los meses anteriores a la subida del IVA. En julio, el déficit comercial nominal creció casi un 33%, en un contexto de modesto deterioro de la relación real de intercambio. En términos acumulados, el incremento del déficit comercial fue del 11,5% en los siete primeros meses del año en curso.

Los últimos indicadores disponibles relativos al turismo han resultado muy favorables. En los meses de julio y agosto, de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera, el número de pernoctaciones de viajeros procedentes del extranjero en establecimientos hoteleros aumentó un 13,7% interanual (frente al 4,1% del segundo trimestre). Las llegadas de turistas internacionales, según FRONTUR, registraron un incremento interanual del 4,3% en el conjunto de julio y agosto. Finalmente, el gasto total realizado por los turistas no residentes aumentó un 3,7% interanual en julio, según la información que proporciona EGATUR.

De acuerdo con los datos más recientes de Balanza de Pagos, el déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado hasta junio se situó en 25,8 mm de euros, un 19% por debajo del saldo registrado en el mismo período de 2009. Esta disminución se debió, principalmente, a la reducción del déficit de rentas. Los cambios en las restantes balanzas fueron menores, con repuntes en los déficits de las balanzas comercial y de transferencias corrientes. La cuenta de capital generó en los seis primeros meses del año un superávit de 3,8 mm de euros, aproximadamente el doble que en el mismo período de 2009.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial moderó en julio su ritmo de avance, situándose su tasa interanual en términos de la serie corregida de efectos de calendario en el 1,6%, frente al 3,2% de junio. La producción en la rama de energía aumentó significativamente (un 6,5%), mientras que todos los componentes no energéticos registraron tasas de variación interanuales inferiores a las alcanzadas el mes anterior, especialmente los bienes intermedios no energéticos y los bienes de equipo. También los índices de cifra de negocios y de



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

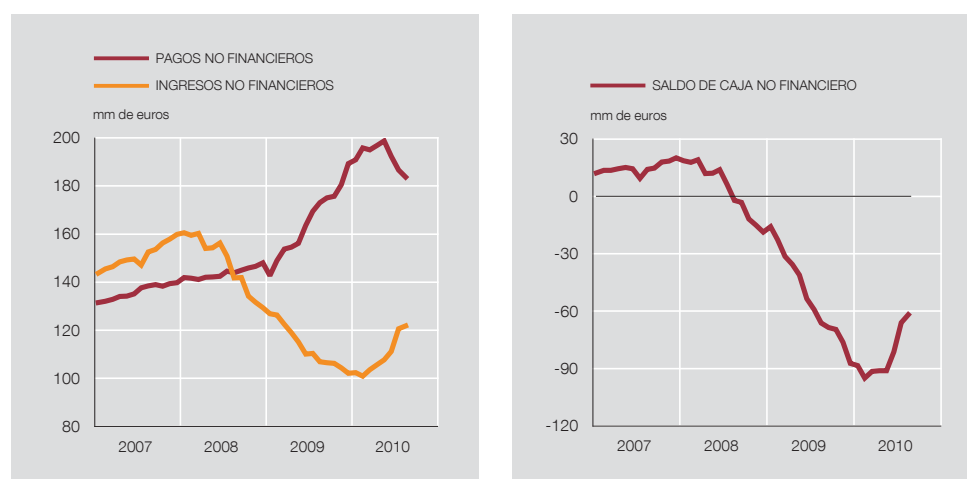
b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta agosto de 2010.

entradas de pedidos —en términos reales y corregidos de efectos calendario— experimentaron en julio ritmos de crecimiento interanual inferiores a los de junio, del 3,6% y del 2,8%, respectivamente. Entre la información referida a agosto, los afiliados a la Seguridad Social recortaron dos décimas su tasa de caída interanual, hasta el -3,8%, mientras que la confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea se mantuvo en julio y agosto en torno al nivel del segundo trimestre y el índice PMI retrocedió ligeramente respecto a ese período, si bien continúa situado por encima de los 50 puntos.

En el caso de los servicios, los indicadores cualitativos no fueron favorables en los meses de verano. Así, el índice PMI disminuyó en julio y, sobre todo, en agosto, hasta situarse por debajo del nivel de referencia de 50 puntos, y el índice de confianza que elabora la Comisión Europea también registró caídas en esos dos meses. En la misma línea, el indicador de cifra de negocios del sector servicios registró un descenso interanual, en términos reales, del 2,7% en julio, que contrasta con el incremento del 2,9% observado el mes anterior. Los indicadores del mercado de trabajo mostraron cierto estancamiento en su trayectoria de recuperación, con un incremento interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social de esta rama del 0,3% en agosto, ligeramente inferior al registrado en julio.

Por lo que respecta al empleo en el conjunto de la economía, la moderación en el ritmo de destrucción de puestos de trabajo a la que apuntaban los datos de la CNTR del segundo trimestre parece haber continuado en los meses transcurridos del tercero. En particular, en julio y agosto el número de afiliados a la Seguridad Social retrocedió a una tasa promedio del 1,6% interanual (frente al -1,9% del segundo trimestre), mientras que el número de parados registrados en las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo se desaceleró en agosto hasta una tasa interanual del 9,4% (véase gráfico 2).

En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta agosto de 2010 se saldó con un déficit de 37 mm de euros, notablemente inferior al saldo también negativo de 62,5 mm de euros registrado en el mismo período del año anterior (el gráfico 3 recoge estas cifras en los totales móviles de 12 meses). Los ingresos mantuvieron prácticamente inalterado su fuerte crecimiento acumulado en el año, con una tasa de aumento del 33,4% (frente a la previsión presupuestaria inicial de un aumento del 18,8%), dado que la fuerte aceleración de la recaudación por imposición indirecta (especialmente, de la correspondiente al IVA) solo se ha visto



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

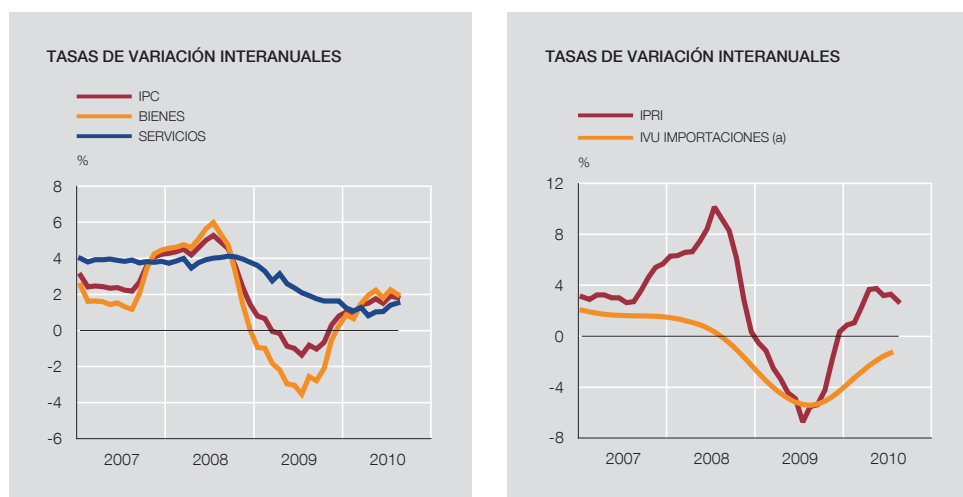
a. Último dato: agosto de 2010.

parcialmente compensada por la ralentización de los ingresos relativos al impuesto de sociedades. Por su parte, los gastos acentuaron su ritmo de caída, hasta una tasa interanual del 4,6% (frente a la previsión presupuestaria inicial del 2,3%), a lo que contribuyeron todos los capítulos del presupuesto.

### Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado continuó moderando su ritmo de avance en el segundo trimestre de 2010, hasta situarse en el 1,4% interanual (frente a un aumento del 1,8% en el trimestre anterior). Dado que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo permaneció en el 2,5%, los costes laborales unitarios acentuaron su tasa de caída hasta el -1%. Más recientemente, la información relativa a los acuerdos alcanzados en el marco de la negociación colectiva sitúa el incremento medio de las tarifas salariales pactado en los convenios registrados hasta el 31 de agosto en el 1,3% para 2010. Casi todos estos convenios corresponden a acuerdos plurianuales firmados en años anteriores, que incorporan un aumento salarial similar a ese 1,3%. Los convenios de nueva firma son más escasos y reflejan un crecimiento de salarios del 1,1%, algo por encima del límite superior establecido en el pacto alcanzado por los agentes sociales en el pasado mes de febrero. Los convenios registrados hasta agosto afectan a algo más de 4 millones de trabajadores, frente a los más de 7 millones de hace un año.

En agosto, la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) disminuyó una décima, hasta el 1,8% (véase gráfico 4), mientras que la variación intermensual fue del 0,3%. La caída en la tasa interanual se explica por la desaceleración de los precios de la energía (de casi 2 pp, hasta el 8,9%), mientras que en el resto de componentes se registró un mayor dinamismo, que, en parte, se debió a los efectos desfasados del aumento en julio de los tipos impositivos del IVA. En concreto, los precios de los alimentos elaborados y no elaborados acentuaron su ritmo de avance, en una y cinco décimas, respectivamente, hasta el 0,8% y 1,6%. Los precios de los servicios también se aceleraron en una décima hasta el 1,5%, en parte porque el habitual aumento de precios de los viajes organizados en estas fechas superó al del año anterior, mientras que los de los bienes industriales no energéticos crecieron un 0,2%, la primera tasa positiva desde finales de 2008. En consecuencia, los ritmos de crecimiento interanual del IPSEBENE y del IPC sin energía repuntaron dos décimas, hasta el 1% en ambos casos. También el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) redujo en



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

agosto su ritmo de variación interanual en una décima, hasta el 1,8%. Como el indicador análogo en la zona del euro disminuyó en esa misma magnitud, hasta el 1,6%, el diferencial respecto a la UEM permaneció estable en 0,2 pp. Sin tener en cuenta la energía y los alimentos no elaborados, el diferencial negativo entre ambas áreas se estrechó en una décima, hasta -0,1 pp.

En agosto, la tasa de crecimiento interanual del IPRI descendió seis décimas, hasta el 2,7%, retomando así la senda descendente que había interrumpido en julio. Por componentes, la mayor desaceleración correspondió a los precios energéticos (2,8 pp), de forma que el IPRI sin energía registró un crecimiento del 1,7%, 1 décima menos que en julio. Por su parte, también ralentizaron su moderado crecimiento los precios de los bienes de consumo, tanto duradero como no duradero. Por el contrario, repuntaron levemente los precios de producción de los bienes intermedios y los de los bienes de equipo.

En julio, los precios de exportación, aproximados mediante los índices de valor unitario (IVU), se incrementaron un 3,8%, aumento más acusado que el registrado en el segundo trimestre de 2010. Los precios industriales de exportación elaborados por el INE avanzaron con más intensidad, un 5,4%. Los IVU de importación se incrementaron un 5,1% en julio de 2010, ritmo también más elevado que el del segundo trimestre, a pesar de que el ascenso del precio del petróleo en términos interanuales se moderó. Por su parte, los precios industriales de importación aumentaron en julio un 9,2%, tasa similar a la del segundo trimestre.

**Evolución económica y financiera en la UEM**

La evolución de los mercados financieros internacionales durante agosto y septiembre se vio condicionada por las dudas sobre el vigor de la recuperación, principalmente en Estados Unidos, tras la publicación de varios indicadores económicos negativos en ese país, lo que generó un repunte de la aversión al riesgo y de la volatilidad en los mercados. En este contexto, en agosto aumentó la demanda de activos por motivo refugio, lo que se reflejó en descensos significativos en la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo de países como Estados Unidos, Alemania o el Reino Unido. A mediados de septiembre se hizo público el acuerdo internacional del Comité de Basilea sobre nuevos requerimientos de capital a las entidades financieras. Este anuncio tuvo un impacto positivo, pero limitado, sobre los mercados, que ya estaban mostrando un mejor comportamiento desde inicio de mes, ayudados también por

una batería de datos algo más favorables, por lo que el conjunto del período se saldó con ganancias moderadas en las economías avanzadas. En los mercados cambiarios, en agosto el dólar actuó como activo refugio y se apreció frente al euro, para posteriormente corregir este movimiento, mientras que el yen continuó apreciándose frente a las principales monedas y llegó a cotizar en niveles máximos de los últimos quince años frente al dólar, lo que propició a mediados de septiembre la intervención del banco central nipón para limitar su fortalecimiento. En general, los mercados de las economías emergentes se movieron en línea con los desarrollados y, aunque mostraron una elevada volatilidad, saldaron el período con ganancias bursátiles y menores diferenciales soberanos. Por su parte, los precios de las materias primas, especialmente los metales, continuaron recuperándose de las caídas producidas en mayo, y el precio del petróleo tipo Brent se mantuvo en el entorno de los 75 dólares por barril.

En Estados Unidos, la estimación preliminar del PIB del segundo trimestre arrojó un crecimiento del 1,6% en tasa trimestral anualizada, frente al 3,7% del primer trimestre y por debajo de la estimación de avance, debido al menor aporte de la variación de existencias y una contribución más negativa de la demanda externa. En tasa interanual, el crecimiento del PIB ha pasado del 2,4%, en el primer trimestre, al 3%, en el segundo. Los indicadores más recientes confirman, en general, la desaceleración de la economía estadounidense. Así, pese a ciertos síntomas positivos en la confianza empresarial y ventas minoristas, la producción industrial y la confianza del consumidor apuntan a una ralentización en los próximos meses. Por su parte, la evolución del mercado laboral siguió siendo negativa en agosto, con una destrucción de 54.000 empleos y un repunte de la tasa de paro hasta el 9,6% de la población activa. Asimismo, el mercado inmobiliario residencial se resintió tras la desaparición de las ayudas fiscales para compra de vivienda, ante la debilidad de la demanda privada. En cuanto a los precios de consumo, la tasa de inflación se redujo una décima en agosto, hasta el 1,1% interanual, mientras que la subyacente se mantuvo en el 0,9% por quinto mes consecutivo. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el rango del 0% al 0,25% en agosto, reiteró que este permanecerá en niveles reducidos por un tiempo prolongado y anunció su intención de reinvertir en títulos del Tesoro las amortizaciones de los bonos de las agencias hipotecarias en su poder, para evitar la reducción del tamaño de su balance.

En Japón, la segunda estimación del PIB del segundo trimestre mostró una notable revisión al alza, del 0,1% al 0,4% trimestral (2,4% interanual), que supone una desaceleración menos pronunciada respecto al trimestre anterior (1,2% trimestral, 4,7% interanual), debido al mayor dinamismo de la inversión no residencial. Los indicadores más recientes muestran una mayor desaceleración de la producción industrial en agosto, ligada al menor empuje de las exportaciones, y un repunte del consumo privado, por las elevadas temperaturas estivales y el alza de las ventas de automóviles antes del fin de las ayudas a la compra. La tasa de paro se redujo una décima en julio, hasta el 5,2% de la población activa. El superávit por cuenta corriente se amplió en julio, gracias a la evolución de la balanza comercial. En cuanto a los precios de consumo, continuaron cayendo en julio, un 0,9% interanual la inflación general y un 1,5% la subyacente. En un contexto de temores a la desaceleración de la demanda mundial y de fuerte apreciación nominal del yen, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1% y decidió ampliar la facilidad de crédito a tipo fijo aprobada en diciembre de 20 billones a 30 billones de yenes (un 6,3% del PIB); asimismo, intervino en los mercados de divisas vendiendo yenes por un importe estimado del 0,4% del PIB. Asimismo, el Gobierno anunció un nuevo paquete de estímulo fiscal, por importe de un billón de yenes (0,2% del PIB), destinado, principalmente, a subvencionar la compra de viviendas y a fomentar el empleo.

En el Reino Unido, el PIB del segundo trimestre creció un 1,2% trimestral (1,7% interanual), una décima más que en la estimación inicial y muy por encima del 0,3% del primer trimestre



(-0,2% interanual). Todos los componentes de la demanda interna tuvieron una aportación positiva, mientras que la demanda exterior neta volvió a suponer un freno al crecimiento. Sin embargo, los indicadores más recientes —como los PMI de manufacturas y servicios— señalan una notable ralentización de la actividad y del empleo, en un contexto de notable incertidumbre en torno a los efectos del ajuste fiscal. La tasa de paro continuó estabilizada en el 7,8% de la población activa, gracias a la contención salarial y a la mayor contratación a tiempo parcial, si bien la creación de empleo ha empezado a resentirse por el recorte en el empleo público. El mercado inmobiliario entró en una fase de atonía, con una moderación de las ventas y un debilitamiento progresivo de la demanda y de los precios. En cuanto a los precios de consumo, la tasa de inflación se mantuvo en agosto en el 3,1% y la subyacente subió dos décimas, hasta el 2,8%. En este contexto, el Banco de Inglaterra rebajó sus previsiones de crecimiento y elevó las de inflación en el corto plazo, y ha mantenido el tipo de interés oficial en el 0,5%, así como el volumen de su programa de compra de activos, en 200 mm de libras.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB del segundo trimestre creció un 1,8% interanual, en promedio, superior al 0,5% del primer trimestre, aunque siguió habiendo notables diferencias por países. Destaca el afianzamiento de la recuperación en Polonia (3,5%) y el avance de Estonia (3,1%). La favorable evolución continuó impulsada por el dinamismo de las exportaciones, salvo en Polonia, donde el crecimiento se apoyó en el consumo privado. Los indicadores del tercer trimestre confirman una recuperación gradual de la producción industrial y muestran signos de reactivación del consumo privado. La inflación se mantiene en niveles moderados (un 3% interanual en agosto, en promedio). En este contexto, no se produjeron variaciones en los tipos de interés oficiales.

En China, los indicadores económicos de agosto mostraron un repunte generalizado, tras unos meses de suave desaceleración, destacando la solidez de la inversión y del consumo privado, mientras que la inversión pública y las exportaciones moderaron su impulso. El sector inmobiliario continuó ajustándose de forma gradual, tras las medidas restrictivas adoptadas en abril. La tasa de inflación aumentó dos décimas en agosto, hasta el 3,5%. En el resto de Asia, el PIB mostró un gran dinamismo en el segundo trimestre, con un promedio del 8,4% interanual, ligeramente inferior al 8,7% del primer trimestre, con una evolución positiva de los indicadores de actividad y del sector exterior. La tasa de inflación se mantuvo constante en un promedio del 6,4% en agosto y no se produjeron variaciones en los tipos de interés oficiales, excepto en Tailandia y en la India, donde aumentó en 25 puntos básicos (pb), hasta el 1,75% y el 6%, respectivamente.

En América Latina, a falta de conocer las cifras de Colombia, el PIB del segundo trimestre creció un 7,7% interanual, en promedio, tras el 5,6% del trimestre anterior, con un incremento de la tasa interanual del PIB en todos los países, con la excepción de Brasil, que, sin embargo, también mantuvo un ritmo muy elevado (8,8%). La actividad vino impulsada por la demanda interna y, dentro de esta, destacó el fuerte repunte de la inversión. Los indicadores de mayor frecuencia del tercer trimestre apuntan, en la mayoría de los países, a una moderación de la actividad. La inflación del conjunto de la región se moderó una décima, situándose en el 6,3% interanual en agosto, con descensos en Brasil, México y Venezuela y repuntes en Chile y Argentina. En este contexto, los bancos centrales de Perú y Chile continuaron retirando parte de los estímulos monetarios, mientras que Colombia y México decidieron mantenerlos ante las favorables perspectivas para la inflación. El banco central de Brasil interrumpió su proceso de endurecimiento de la política monetaria en agosto, con un escenario de inflación más benigno. Los datos de balanza de pagos del segundo trimestre mostraron una cierta moderación de las entradas de capitales de cartera, junto con un repunte de las entradas de inversión directa. En el mismo sentido, se han producido cuantiosas emisiones de deuda soberana y corporativa

en los mercados internacionales, al tiempo que las agencias de *rating* elevaron la calificación soberana de Ecuador, Uruguay y Argentina, y mejoraron las perspectivas de Perú.

Por su parte, en la zona del euro, según la primera estimación de Contabilidad Nacional, el PIB aumentó un 1% en términos intertrimestrales en el segundo trimestre de 2010, muy por encima del 0,3% registrado en los primeros meses del año. Esta fortaleza de la actividad respondió al dinamismo de la demanda interna, excluidas las existencias, que contribuyó 0,7 pp al crecimiento del producto. Dentro de esta, todos los componentes se incrementaron, si bien destacó el elevado aumento de la inversión en equipo y en construcción. La variación de existencias, por su parte, aportó dos décimas a la tasa de avance del PIB, mientras que el saldo neto exterior contribuyó tan solo una décima, ya que el notable crecimiento de las exportaciones se vio compensado por el aumento de las importaciones. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 1,9%, frente al 0,8% del trimestre precedente. Por países, cabe señalar la fuerte recuperación de la actividad en Alemania, donde el impulso del comercio mundial y algunos factores domésticos de carácter temporal situaron su ritmo de avance en el segundo trimestre en el 2,2% (0,5% en los primeros meses del año).

A pesar de la recuperación de la actividad, el empleo continuó sin dar muestras de mejora en el segundo trimestre, dado el retraso con el que esta variable reacciona respecto al crecimiento. En particular, el número de empleados volvió a registrar una tasa de avance nula, de forma que, en términos interanuales, la caída fue del 0,7%. Al mismo tiempo, la tasa de paro permaneció en el 10% en julio por quinto mes consecutivo.

La información disponible derivada de indicadores cuantitativos y de opinión apunta a que la actividad se ralentizará notablemente en el tercer trimestre, lastrada por un menor dinamismo de la economía mundial y por la desaparición de algunos de los factores temporales que previamente habían impulsado el crecimiento. De hecho, la Comisión Europea, en la actualización que ha realizado en septiembre de sus previsiones de primavera, estima que el avance del PIB se reducirá hasta el 0,5% y que sufrirá un nuevo recorte en la parte final del año. Entre los indicadores por el lado de la oferta, la producción industrial se estancó en julio, y la cartera de pedidos cayó en ese mismo mes (véase cuadro 1). Por su parte, los indicadores de confianza de la industria y del sector servicios de la Comisión Europea y de las encuestas a los directores de compras moderaron en algunos casos o interrumpieron en otros los avances que se habían registrado en el trimestre anterior. En la vertiente de la demanda, las ventas al por menor registraron tan solo un tímido avance en julio, y en agosto las matriculaciones se recuperaron solo en parte de la caída de julio. Por otro lado, el indicador de confianza de los consumidores, tras dos meses de mejoras sostenidas, aumentó de forma marginal en septiembre, según la estimación preliminar. En cuanto a la inversión, tanto la valoración de la cartera de pedidos (con datos hasta agosto), como el grado de utilización de la capacidad productiva continuaron su trayectoria ascendente en el tercer trimestre. Finalmente, los datos de la balanza comercial muestran un retroceso de las exportaciones nominales en julio, mientras que la valoración de la cartera de pedidos exteriores (con datos hasta agosto) y las expectativas de exportación mejoraron en el trimestre en curso.

La tasa de variación interanual del IAPC se situó en agosto en el 1,6%, una décima por debajo de lo registrado en el mes anterior, debido a la desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos y, sobre todo, de la energía (véase gráfico 5). De esta forma, el IPSEBENE, la medida de inflación que excluye los componentes más volátiles —energía y alimentos no elaborados—, se mantuvo inalterado en el 1% en agosto. Por su parte, los precios industriales se aceleraron en julio una décima, hasta el 4%.

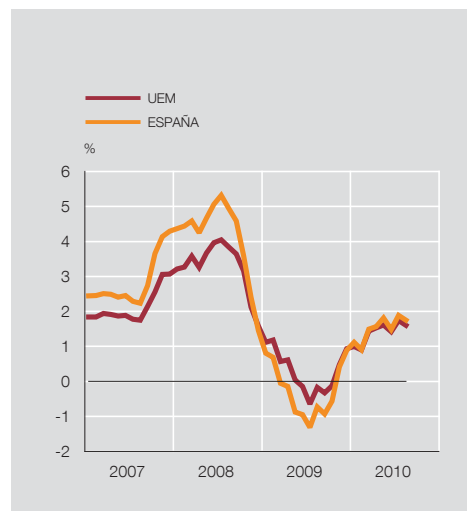
		2010					
		ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	9,4	9,9	8,3	7,2		
	Comercio al por menor	-0,4	0,9	1,3	1,2		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-10,0	-13,1	-8,8	-24,3	-10,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-15,0	-18,0	-17,0	-14,0	-11,0	
	Indicador de confianza industrial CE	-7,0	-6,0	-6,0	-4,0	-4,0	
	PMI de manufacturas	57,6	55,8	55,6	56,7	55,1	53,6
	PMI de servicios	55,6	56,2	55,5	55,8	55,9	53,6
	IAPC	1,5	1,6	1,4	1,7	1,6	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	-0,2	0,0	0,2	0,2		
	M1	10,7	10,3	9,2	8,1		
	Crédito a los sectores residentes	1,9	1,7	1,5	1,9		
	AAPP	8,7	9,4	8,1	7,6		
	Otros sectores residentes	0,4	0,1	0,1	0,6		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	2,5	2,6	2,8	2,8		
	— Préstamos a sociedades no financieras	-2,5	-2,1	-1,6	-1,3		
	EONIA	0,35	0,34	0,35	0,48	0,43	0,44
	EURIBOR a tres meses	0,64	0,69	0,73	0,85	0,90	0,88
	EURIBOR a un año	1,23	1,25	1,28	1,37	1,42	1,42
	Rendimiento bonos a diez años	4,16	3,68	3,70	3,62	3,44	3,48
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,30	-0,22	-0,46	-0,61	-0,73	-0,79
	Tipo de cambio dólar/euro	1,341	1,257	1,221	1,277	1,289	1,296
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-5,0	-12,0	-13,2	-7,6	-11,6	-5,8

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

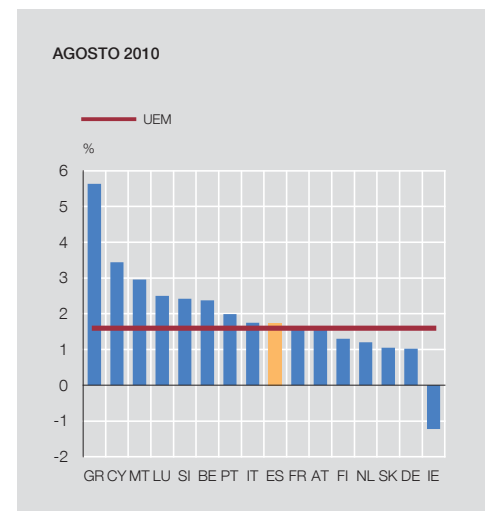
- a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.  
 b. Datos hasta el día 24 de septiembre de 2010.  
 c. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

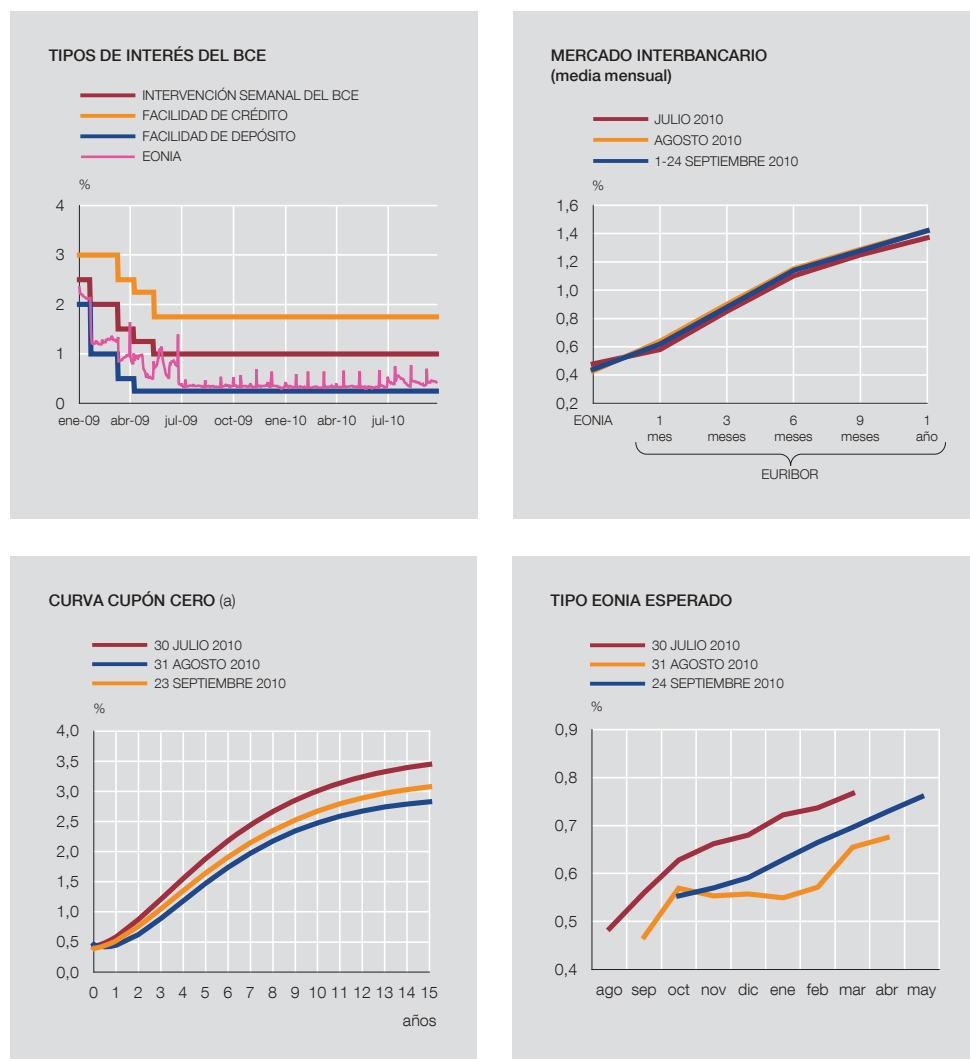


En sus reuniones de principios de agosto y de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE dejó inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 1,75% y 0,25% para las facilidades de crédito y depósito, respectivamente. El Consejo consideró que el nivel de los tipos era el adecuado, ya que resultaba previsible que los precios evolucionaran de forma moderada en el horizonte relevante para la política monetaria y las expectativas de inflación continuaban firmemente ancladas. Adicionalmente, en la reunión de septiembre, también se presentó el ejercicio de previsión del BCE. Este contempla una inflación de entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, y de entre el 1,2% y el 2,2% en 2011, lo que ha supuesto una revisión ligeramente al alza respecto al ejercicio de junio, como resultado principalmente de la evolución de las materias primas. En relación con la actividad económica, las nuevas previsiones reflejan también el comportamiento mejor de lo esperado del producto en los trimestres centrales del año y su efecto arrastre en el año próximo, de forma que la tasa de avance del PIB se prevé que se sitúe entre el 1,4% y el 1,8% en 2010 y entre el 0,5% y el 2,3% en 2011.

Asimismo, en la reunión de septiembre, el Consejo decidió que las operaciones principales de financiación a una semana (MRO) y las operaciones especiales de refinanciación con vencimiento de un período de mantenimiento continuarían realizándose mediante subastas a tipo fijo y con adjudicación plena tanto tiempo como sea necesario y al menos hasta final de año, así como llevar a cabo las operaciones de financiación a tres meses de los próximos octubre, noviembre y diciembre con adjudicación plena y con un tipo fijo calculado como la media de los tipos de las MRO correspondientes con el período de vencimiento de estas operaciones.

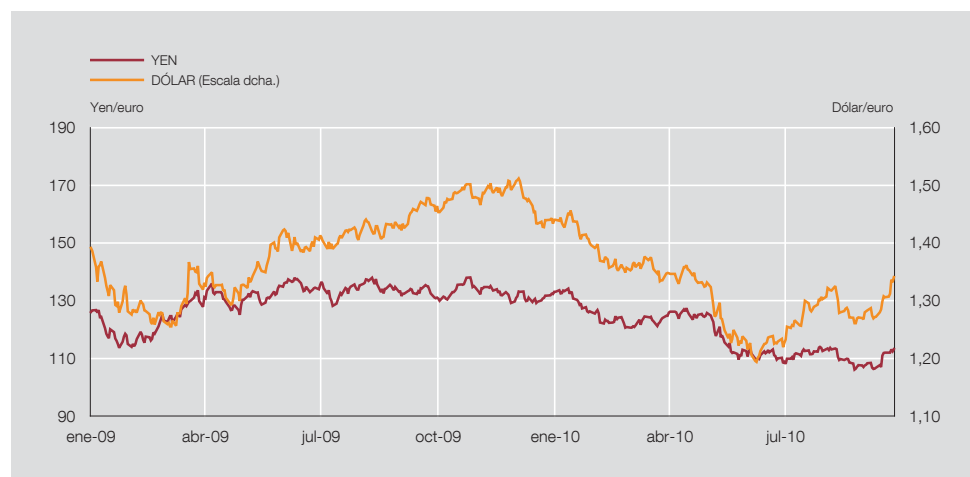
En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos permanecieron en los niveles de finales de julio (en el 0,9% y en el 1,4% para las operaciones a tres meses y un año, respectivamente), mientras que los de las operaciones con garantías —*eurepos*—, tras disminuir ligeramente a mediados de agosto y permanecer luego relativamente estables, han vuelto a recuperar, en los últimos días, los niveles de finales de julio (véase gráfico 6). De esta forma, los diferenciales entre ambos apenas han variado. En los mercados de deuda pública, la huida por parte de los inversores hacia activos más seguros llevó el tipo de la deuda alemana a niveles históricamente reducidos a finales de agosto, tendencia que, en el período transcurrido de septiembre, solo se ha corregido parcialmente. Esta evolución, unida al incremento de los rendimientos de los bonos soberanos de Irlanda, Grecia y Portugal provocado por la incertidumbre sobre la sostenibilidad de sus finanzas y por la rebaja de la calificación de la deuda irlandesa a finales de agosto, derivó en un aumento notable de los diferenciales de estos tres países respecto a los bonos alemanes. En Italia y España, el incremento de los diferenciales ha sido considerablemente menor. En relación con las cotizaciones bursátiles, las dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica mundial arrastraron los índices de renta variable europeos durante el mes de agosto, si bien los datos favorables sobre el pulso de la actividad en el segundo trimestre impulsaron de nuevo las expectativas de crecimiento y las bolsas europeas, de forma que el EUROSTOXX 50 se sitúa un 1,9% por encima de los niveles de finales de julio. Finalmente, el tipo de cambio del euro se ha depreciado desde comienzos de agosto, afectado por el deterioro de la confianza en los mercados financieros, aunque en las últimas semanas las dudas sobre la recuperación de Estados Unidos han vuelto a revalorizar el euro. Desde finales de julio y hasta la fecha de cierre de este Boletín, el euro acumula una ganancia del 0,9% en términos efectivos nominales y del 3% frente al dólar (véase gráfico 7).

En relación con el crédito, los préstamos a sociedades no financieras continuaron reduciéndose en julio, aunque a un ritmo inferior al del mes anterior, y los préstamos a hogares mantuvieron un crecimiento moderado, ya que el mayor dinamismo de los préstamos para compra



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

de vivienda compensó el mayor descenso de los préstamos para consumo y la ralentización de los otorgados para otros fines (véase cuadro 1). El agregado monetario M3 mantuvo su tasa de crecimiento interanual en el 0,2% en julio, aunque sus componentes más líquidos (efectivo en circulación y depósitos a la vista) se desaceleraron.

El 7 de septiembre, los ministros de Economía de la UE aprobaron la entrada en vigor del denominado «semestre europeo» a partir de enero de 2011, lo que supone un avance importante para reforzar la gobernanza macroeconómica en el área. En particular, el semestre europeo comenzará cuando el Consejo ECOFIN, con base en un informe de la Comisión, identifique los principales retos económicos de los Estados miembros y recomiende las políticas que se han de adoptar, para que los países, siguiendo dichas recomendaciones, establezcan sus estrategias presupuestarias a medio plazo y los programas de reformas estructurales que las acompañen. También en ese mismo Consejo se ratificó el acuerdo alcanzado con el Parlamento Europeo sobre la reforma del marco europeo de supervisión del sistema financiero, que pone particular énfasis en los aspectos macroprudenciales. El acuerdo prevé la creación, a partir de enero de 2011, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) y tres Autoridades Supervisoras Europeas (ESA), que velarán por el buen funcionamiento de los sectores bancarios, de seguros y pensiones y de valores.

### ***Evolución financiera en España***

Durante la parte transcurrida de septiembre se ha producido una recuperación de los índices bursátiles nacionales que ha venido acompañada de un leve ascenso de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo, si bien ello ha sido compatible con un ligero retroceso del diferencial frente a la referencia alemana. Esta evolución supone una corrección de las tendencias observadas durante el mes precedente, en el que el curso de las cotizaciones en los mercados españoles e internacionales estuvo condicionado por las dudas sobre las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense. La información más reciente sobre los pasivos de los agentes no financieros, que corresponde a julio, sigue mostrando una estabilidad en el saldo del crédito de los hogares, una moderada contracción de los recursos ajenos de las sociedades y un elevado dinamismo de la deuda de las AAPP. Por su parte, durante el mismo período los activos líquidos mantenidos por el sector privado continuaron avanzando a un ritmo débil, similar al de junio. Los datos provisionales de los balances de las empresas y familias referidos a agosto apuntan a un mantenimiento de las pautas del mes precedente.

En el mercado de deuda pública las rentabilidades negociadas han experimentado una evolución diferenciada por plazos durante la parte transcurrida de septiembre. Así, mientras que en el tramo corto se ha observado una cierta estabilidad, en el medio y el largo se ha producido un ligero repunte, si bien en términos medios mensuales este ha sido muy moderado. De este modo, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de las obligaciones a diez años se situaron, en media, en el 1,54% y el 4,09%, respectivamente, niveles similares a los de agosto (véase cuadro 2), e inferiores en 38 pb y 34 pb a los correspondientes a julio. Por su parte, tanto el diferencial de rentabilidad a diez años frente a la referencia alemana como las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se han reducido ligeramente a lo largo de septiembre, alcanzando en promedio los 174 pb y 153 pb, respectivamente.

En los mercados de renta variable las cotizaciones se han recuperado algo en la parte transcurrida de septiembre, evolución que ha venido acompañada de ligeros descensos de las volatilidades implícitas. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 5,3% por encima del nivel de finales de agosto, cifra inferior a la ganancia registrada durante el mismo período por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (6,5%) y a la del

		2007	2008	2009	2010				
		DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH:								
	Crédito para vivienda	5,53	5,83	2,62	2,50	2,39	2,54	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	8,38	8,83	6,96	6,98	6,05	6,36	...	...
	Depósitos	2,72	2,79	1,39	1,37	1,48	1,58	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:	Crédito (c)	5,80	4,87	2,95	2,73	3,04	2,78	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,01	2,18	0,80	0,94	2,04	1,92	1,57	1,54
	Deuda pública a cinco años	4,12	3,46	2,73	3,08	3,68	3,37	2,97	3,11
	Deuda pública a diez años	4,35	3,86	3,80	4,08	4,56	4,43	4,04	4,09
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,09	0,80	0,58	1,27	1,92	1,78	1,66	1,74
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,64	2,92	0,72	1,46	1,89	1,84	1,65	1,53
	IBEX 35 (f)	7,32	-39,43	29,84	-21,61	-22,42	-12,06	-14,68	-10,15

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 24 de septiembre de 2010.

b. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2008

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

### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

		2010	2008	2009	2010		
		JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
FINANCIACIÓN TOTAL		2.813,6	7,5	4,0	2,6	2,9	2,7
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH		2.214,6	6,4	-1,0	-1,3	-0,7	-0,9
Hogares e ISFLSH		904,6	4,4	-0,3	0,5	0,9	0,5
<i>De la cual:</i>							
– Crédito para adquisición de vivienda (c)		680,9	4,5	0,2	0,8	1,0	1,0
– Crédito para consumo y otros fines (c)		221,0	3,9	-1,9	-0,5	0,3	-0,9
Sociedades no financieras		1.310,0	7,9	-1,5	-2,6	-1,8	-1,9
<i>De la cual:</i>							
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)		907,1	6,8	-3,5	-4,4	-2,8	-2,4
– Valores de renta fija (d)		62,6	12,1	37,1	43,1	43,8	25,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)		599,0	13,5	29,5	20,5	19,1	18,8
Valores a corto plazo		83,4	58,3	62,6	16,2	13,7	12,7
Valores a largo plazo		415,0	8,1	27,4	22,2	20,6	20,5
Créditos y resto		100,7	13,8	14,9	17,6	17,4	17,6

FUENTE: Banco de España.

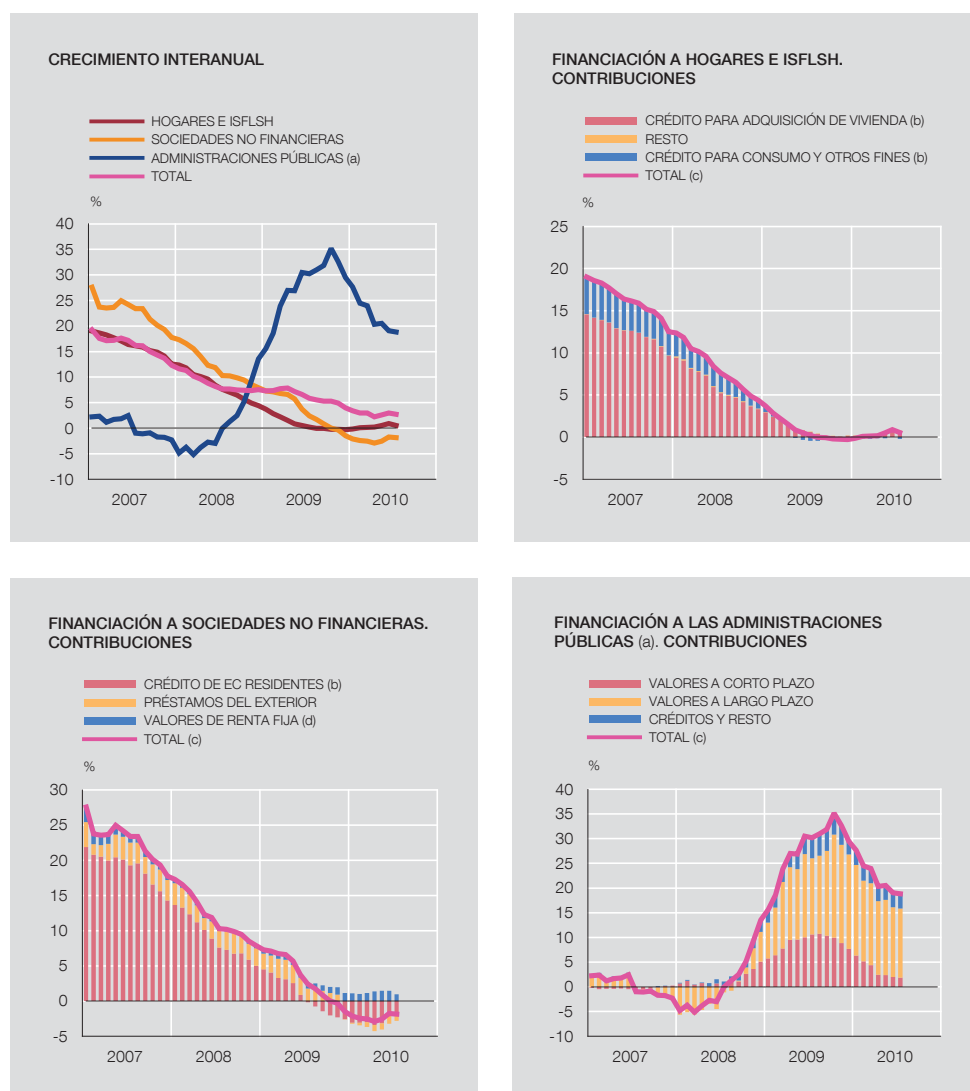
a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

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.



FUENTE: Banco de España.

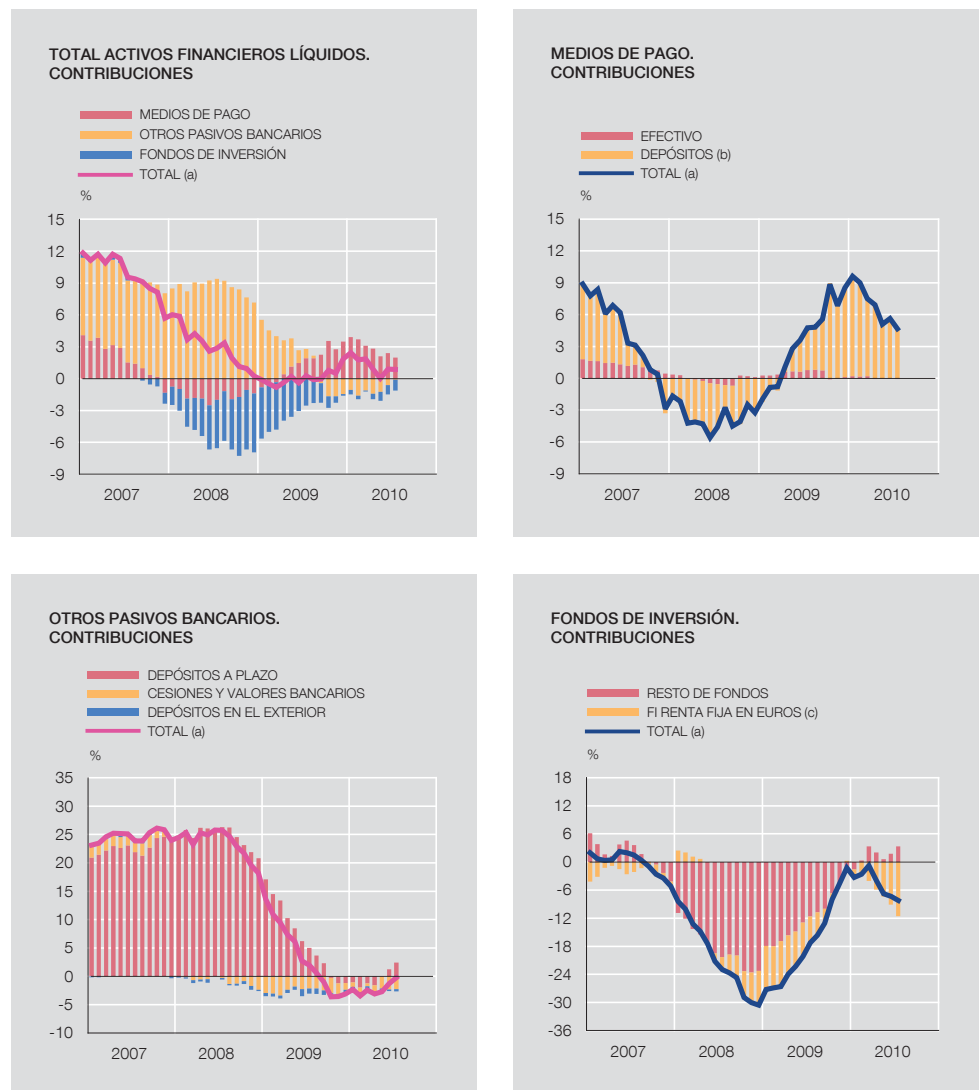
- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
b. Incluye los créditos titulizados.  
c. Crecimiento interanual.  
d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

S&P 500 de las de Estados Unidos (9,5%). Como resultado de ello, las pérdidas acumuladas en esa misma fecha desde finales de 2009 por el índice español se redujeron hasta el 10,2%, frente a la disminución del 5,9% de la referencia del área del euro y la revalorización del 3% de la estadounidense.

Los últimos datos disponibles, correspondientes a julio, de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en los préstamos a los hogares para la compra de inmuebles y para consumo y otros fines reflejan un aumento de 15 pb y de 31 pb, hasta situarse en el 2,54% y el 6,36%, respectivamente. Por su parte, los depósitos de las familias se remuneraron en promedio al 1,58%, frente al 1,48% de junio. En cambio, el coste de la financiación bancaria a las sociedades no financieras descendió 26 pb, hasta quedar en el 2,78%.

Durante julio, la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes se desaceleró ligeramente (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue el resultado de una pequeña





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.

reducción en la tasa de variación interanual del crédito concedido a las familias (que se situó en 0,5%, frente al 0,9% de junio), de una contracción de los recursos ajenos de las empresas similar a la del mes precedente (cercana al 2%), y de la moderación en el ritmo de expansión de los fondos captados por las AAPP, que, no obstante, continuó siendo elevado (18,8%).

La desagregación por finalidades muestra que en julio la tasa de avance interanual de los créditos a las familias para la adquisición de vivienda se mantuvo en el mismo valor del mes precedente (1%), mientras que la de los préstamos destinados a consumo y otros fines, más volátil, fue del -0,9%, frente al 0,3% de junio. Por su parte, el ritmo de descenso de los recursos ajenos de las sociedades no financieras apenas varió, ya que la moderación en la contracción de los fondos prestados por las entidades residentes (que disminuyó por cuarto mes consecutivo, hasta alcanzar el 2,4%) se vio prácticamente compensada por la importante desaceleración de la financiación mediante valores, que, no obstante, siguió creciendo a tasas muy elevadas (26%, frente al 44% en el mes precedente). La información provisional corres-

pondiente a agosto no evidencia cambios significativos en el dinamismo de los pasivos del sector privado no financiero.

El desglose por instrumentos de la financiación de las AAPP muestra que en julio se produjeron escasas variaciones en los ritmos de avance interanual de los dos componentes más dinámicos (valores a largo plazo y crédito), que se situaron por encima del 17%. Por su parte, la tasa de crecimiento de los valores a corto plazo siguió moderándose, hasta descender por debajo del 13%.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las familias y las empresas no financieras continuaron avanzando en julio a un ritmo débil, similar al de junio (véase gráfico 9). Esta evolución fue el resultado de la disminución de la contribución de los medios de pago (como consecuencia, fundamentalmente, del menor dinamismo de los depósitos a la vista) y de los fondos de inversión, que se vio prácticamente compensada por el aumento de la de los otros pasivos bancarios (y, en concreto, de la de los depósitos a plazo). La información provisional referida a agosto refleja una continuación de estas mismas tendencias.

24.9.2010.