

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

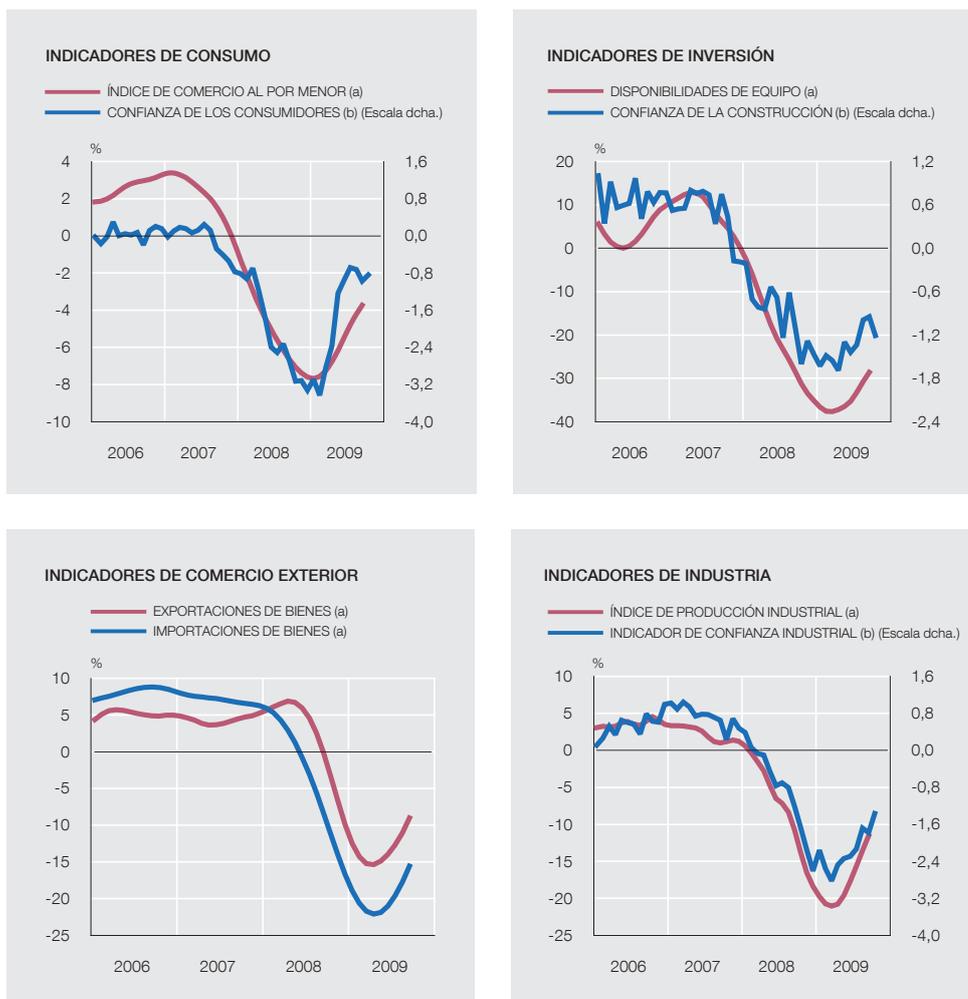
Evolución reciente de la economía española

Evolución del sector real de la economía española

Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), la actividad económica siguió contrayéndose en el tercer trimestre de 2009, aunque a un ritmo menos intenso que en la primera mitad del año. En concreto, el PIB real registró una disminución intertrimestral del 0,3% (frente a la tasa del -1,1% observada en el segundo trimestre). En términos de su tasa interanual, sujeta por definición a mayor inercia, el PIB descendió un 4% en el tercer trimestre, frente al retroceso del 4,2% del trimestre anterior. La suavización de la tasa de descenso del producto vino acompañada de un comportamiento análogo, tanto en términos intertrimestrales como interanuales, de los principales componentes de la demanda privada y de los flujos de intercambios exteriores. En términos interanuales, la demanda nacional disminuyó un 6,2%, un ritmo de caída que fue 0,8 puntos porcentuales (pp) más moderado que en el trimestre precedente, en tanto que la aportación de la demanda exterior neta se redujo en siete décimas, hasta los 2,5 pp. Dentro de la demanda nacional, solo el consumo público y la inversión en otras construcciones presentaron tasas de variación interanual positivas, mientras que los restantes componentes moderaron, en general, sus tasas negativas. Aun así, el consumo privado disminuyó un 4,9%, y la inversión en equipo, en vivienda y en otros productos, a tasas iguales o superiores al 20%. En relación con el sector exterior, las exportaciones de bienes y servicios moderaron en 4 pp su ritmo de caída, hasta el 11,1%, mientras que las importaciones lo hicieron en 5 pp, hasta el 17%. En términos de las tasas intertrimestrales, destaca el aumento del 1,9% de la inversión en bienes de equipo, así como el moderado descenso del consumo privado (-0,1%), frente a las fuertes caídas de los dos primeros trimestres del año. También debe reseñarse que tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios mostraron notables crecimientos intertrimestrales (por encima del 2%).

Por el lado de la oferta, todas las ramas de la economía de mercado registraron un menor descenso en términos interanuales, con la excepción de la construcción, cuyo valor añadido se redujo un 6,6%, al igual que en el trimestre previo. El valor añadido de las ramas de industria y energía y el de los servicios de mercado cayeron, respectivamente, un 14,5% y un 2,4% (frente al -15,8% y -2,5% del segundo trimestre), mientras que el de los servicios de no mercado aumentó un 2,6%. La destrucción de empleo en términos interanuales se mantuvo en el -7,2%, si bien su ritmo de descenso intertrimestral fue inferior al del trimestre precedente, y la productividad aparente del trabajo siguió creciendo a un ritmo interanual elevado (3,4%). El aumento de la remuneración por asalariado se situó en el 3,9%, ocho décimas inferior al del segundo trimestre, de modo que el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) se redujo en 1 pp, hasta el 0,4%. Por último, el deflactor del PIB registró tasas negativas, mostrando una caída del 0,4%, frente al crecimiento del 0,2% en el trimestre anterior, en tanto que el deflactor del consumo privado experimentó un recorte de una décima, hasta disminuir un 1,4%.

Los indicadores más recientes son compatibles, en conjunto, con una continuación de la ralentización del ritmo de descenso de la actividad. En el caso de los indicadores referidos al consumo privado, los últimos datos también reflejan una cierta mejora. Entre los indicadores cualitativos, tanto la confianza de los consumidores como la de los comerciantes minoristas se han estabilizado en octubre y noviembre en comparación con la media observada en el tercer trimestre (véase gráfico 1). Entre los indicadores cuantitativos, el índice real de ventas del comercio al por menor sin estaciones de servicio, corregido de estacionalidad y calendario, disminuyó un 2,8% en tasa interanual en octubre, frente al -3,9% observado en septiembre. Más positiva fue la evolución de las matriculaciones de automóviles en octubre y noviem-



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).

bre, pues su tasa interanual volvió a mejorar, hasta el 37,3%, en ese último mes, como consecuencia del impulso del Plan 2000E sobre el segmento de ventas a particulares.

Los indicadores de la inversión en bienes de equipo han mostrado una evolución algo más favorable, dentro de un tono general negativo, a pesar de la mejora observada en el tercer trimestre en este tipo de inversión. Así, las matriculaciones de vehículos de carga continuaron moderando su retroceso interanual en octubre, favorecidas por el Plan 2000E, y el indicador de clima industrial del sector productor de bienes de equipo reanudó ese mes la mejora interrumpida en septiembre. En la misma línea, el nivel de utilización de la capacidad productiva al inicio del cuarto trimestre del año registró, de acuerdo con los empresarios del conjunto de la industria, el primer aumento en dos años, aunque permanece muy por debajo de su media histórica.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores más recientes muestran que las tendencias contractivas continúan moderándose. Esta evolución parece venir explicada por la revitalización de la obra civil, impulsada por el Fondo de Inversión Local para el Empleo, que estaría compensando el deterioro adicional de la inversión residencial, a medida

que se finalizan obras que no son reemplazadas por otras nuevas. Así, entre los indicadores del mercado de trabajo referidos a octubre, las afiliaciones a la Seguridad Social en este sector reflejaron, por sexto mes consecutivo, una caída del empleo menos acusada, hasta el -20,1% interanual, al tiempo que la tasa interanual de aumento del número de parados registrados (32,8%) ha sido la más reducida de todo 2009. La confianza de los empresarios del sector mejoró en noviembre, de acuerdo con los datos de la encuesta de la Comisión Europea. En cambio, por lo que respecta a los indicadores de consumos intermedios, tanto el IPI de materiales de construcción como el consumo aparente de cemento registraron en septiembre un descenso más intenso que en el mes previo, hasta el -23,9% y el -23,7%, respectivamente. En lo que se refiere a los indicadores adelantados, la última información disponible acerca de la concesión de visados de obra nueva se refiere al mes de septiembre. En ese mes, el retroceso interanual de la superficie visada de viviendas nuevas se moderó en 2 pp, hasta el -52%. En el caso de la edificación no residencial, la superficie visada descendió a un ritmo del 31%, frente al -48% del mes anterior. Finalmente, el volumen de licitación oficial del conjunto de AAPP registró una caída en septiembre (-14%), tras el aumento de agosto (22%).

De acuerdo con la información de Aduanas, el ritmo de descenso interanual de las exportaciones reales de bienes se acrecentó en septiembre hasta el 12,2%. Con este dato, la caída en el tercer trimestre se ralentizó hasta el -9,6% (frente al -14,7% del segundo). Por grupos de productos, destaca el descenso interanual de las ventas al exterior de bienes de consumo no alimenticio, a pesar de que las ventas de automóviles continuaron comportándose favorablemente. Por el contrario, las exportaciones de bienes de equipo e intermedios atenuaron su ritmo de caída. Por áreas geográficas, los descensos experimentados por las exportaciones reales dirigidas a la Unión Europea y al resto del mundo fueron muy similares en septiembre, aunque en el conjunto del trimestre la disminución fue superior en el segundo caso. En la vertiente importadora, el ritmo de caída de las compras exteriores de bienes en el mes de septiembre fue, por primera vez desde el comienzo del año, comparativamente menor que el observado en el caso de las exportaciones. En concreto, las importaciones ralentizaron ese mes su tasa de caída interanual hasta el -10,4%. Para el conjunto del trimestre, el ritmo de descenso fue del 13,8%, unos 12 pp inferior al retroceso observado en el segundo. En septiembre se observó una significativa aminoración de los descensos de las compras al exterior de bienes intermedios no energéticos. Por el contrario, las compras de bienes de consumo no alimenticio moderaron sustancialmente sus tasas positivas de crecimiento. Por último, el déficit comercial en términos nominales ralentizó su ritmo de caída en septiembre, que, no obstante, fue del 26,9%, especialmente en el caso del déficit no energético.

Respecto al turismo receptor, según la CNTR los ingresos reales disminuyeron un 9,5% en el tercer trimestre de 2009, manteniendo el ritmo de caída observado en el segundo. En el período comprendido entre enero y septiembre, el superávit de turismo de la Balanza de Pagos experimentó un descenso del 7,7% en términos interanuales. La información más reciente apunta a una mejoría al inicio del cuarto trimestre. Así, según la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH), las pernoctaciones hoteleras de extranjeros se redujeron un 5,4% en términos interanuales, caída que es inferior en 4 pp a la observada en el conjunto del tercer trimestre. En el último mes, las entradas de turistas, según FRONTUR, registraron una mejora de análogo magnitud, cayendo un 3,6%. También el retroceso interanual del gasto nominal de los turistas se moderó en octubre, de acuerdo con la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), hasta el -3,7% (frente a la tasa del -7,4% del tercer trimestre).

De acuerdo con los datos de Balanza de Pagos, la necesidad de financiación acumulada hasta septiembre ascendió a 39,7 mm de euros, cifra que supone una reducción del 48% en

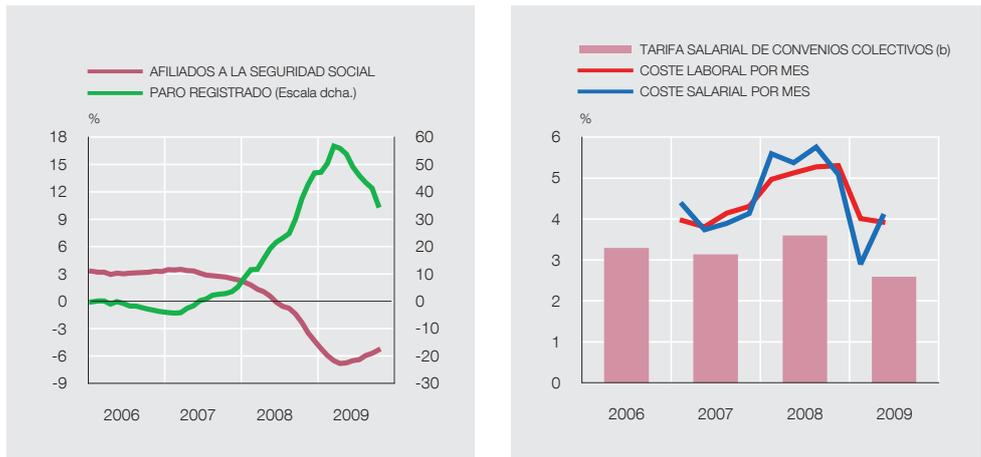
comparación con los nueve primeros meses de 2008. Ello fue consecuencia, sobre todo, del retroceso del déficit comercial (en un 51%), aunque también disminuyeron —en magnitudes cercanas al 15%— los saldos negativos de rentas y transferencias.

En la vertiente de la oferta, tanto el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea como el índice PMI de noviembre retrocedieron respecto al mes anterior. Por su parte, los indicadores laborales del sector, referidos a octubre, recogen una evolución menos negativa que en meses precedentes, moderándose tanto la caída de los afiliados a la Seguridad Social como el avance del paro registrado. Sin embargo, el IPI —que constituye el indicador más relevante del sector, aunque presenta información más retrasada, referida a septiembre— intensificó su caída en dicho mes en seis décimas, hasta el $-13,1\%$, en términos corregidos de calendario. Por destino económico de los bienes, este empeoramiento se explica, sobre todo, por el componente de bienes de equipo, cuyo retroceso se acrecentó en 1 pp, hasta el $-17,8\%$, y, en menor medida, por el de bienes energéticos, cuya producción cayó un $6,9\%$ (dos décimas más que en agosto), en tanto que los bienes de consumo, tanto alimenticio como no alimenticio, y los intermedios no energéticos moderaron ligeramente sus ritmos de caída, aunque esta continuó siendo cercana al 20% en el último caso.

En cuanto a los servicios, la información coyuntural apunta a una ralentización adicional de las caídas. El índice de actividad del sector continuó moderando su ritmo de descenso interanual en el mes de septiembre, hasta alcanzar un $-11,9\%$ en términos reales y ajustados de calendario ($-14,9\%$ en agosto). Las encuestas de opinión han mostrado una cierta variabilidad en los últimos meses, aunque el indicador de confianza elaborado por la Comisión mejoró sustancialmente en noviembre. El índice de directores de compras siguió repuntando en octubre, pero se mantiene todavía en zona de contracción. Finalmente, los últimos indicadores del mercado de trabajo parecen confirmar una cierta desaceleración del ritmo de deterioro de la actividad: las afiliaciones a la Seguridad Social atenuaron su descenso en octubre, hasta el $-2,6\%$ (frente al $-2,9\%$ de septiembre), y el número de parados registrados continuó moderando su crecimiento, hasta el $33,9\%$.

De acuerdo con la CNTR, el empleo disminuyó, en el tercer trimestre del año, un $7,2\%$ en términos interanuales, coincidiendo con la tasa registrada en el período abril-junio. Los indicadores relativos al conjunto del mercado laboral apuntan a una ralentización de las caídas del empleo en octubre. Así, la afiliación media a la Seguridad Social descendió un $5,3\%$ interanual (frente al $-5,7\%$ de septiembre y al -6% del tercer trimestre) y el número de parados inscritos en el SPEE se incrementó un $35,1\%$, frente a las tasas superiores al 40% de septiembre y del conjunto del tercer trimestre (véase gráfico 2).

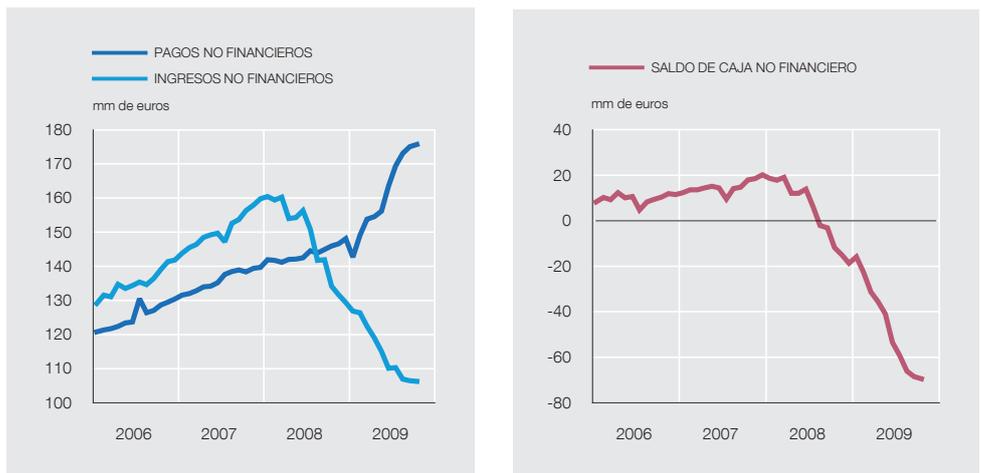
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta octubre de 2009 un déficit de 59,3 mm de euros (el $5,7\%$ del PIB), notablemente por encima del déficit de 8,5 mm de euros ($0,8\%$ del PIB) registrado hasta octubre de 2008. Los recursos no financieros experimentaron una caída del $21,24\%$ respecto al mismo período del año anterior, siendo el crecimiento de los empleos no financieros de un $20,8\%$. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta octubre de 2009 se saldó con un déficit de 57,6 mm de euros, frente al déficit de 6,8 mm de euros registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Los ingresos atenuaron ligeramente las tasas de variación negativas, registrando una caída del $20,5\%$. A esta evolución contribuyeron prácticamente todas las partidas de impuestos, cuyas tasas de variación parecen haber tocado los mínimos en la parte central del año. Por el contrario, los gastos se desaceleraron ligeramente, hasta registrar un crecimiento del $23,2\%$. Estas elevadas



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 2009.

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



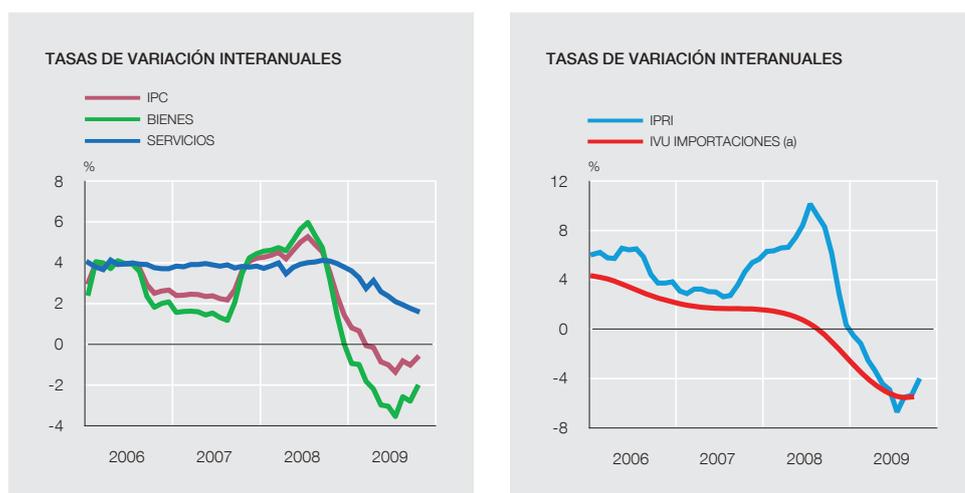
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Último dato: octubre de 2009.

tasas se deben, sobre todo, a las transferencias realizadas por el Fondo Estatal de Inversión Local.

Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía experimentó un crecimiento del 3,9% en el tercer trimestre de 2009, 0,8 pp inferior a la registrada en el trimestre anterior. Por su parte, según la última información relativa a la negociación colectiva, los convenios colectivos registrados entre enero y octubre, que afectan a 8,4 millones de trabajadores, contienen un incremento de las tarifas salariales para el presente ejercicio del 2,6%. Este aumento es casi un punto inferior al pactado en 2008, lo que estaría reflejando, aunque con una intensidad limitada, el notable descenso de la inflación y el fuerte deterioro de la situación en el mercado de trabajo. Por otro lado, si bien los convenios de nueva firma continúan representando una proporción pequeña del total, en meses recientes vienen moderan-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

do paulatinamente su ritmo de crecimiento, hasta registrar un aumento salarial acumulado en octubre del 2,3%, casi tres décimas inferior respecto a los revisados (esto es, los acuerdos firmados en ejercicios precedentes con efectos en 2009). Por ramas de actividad, el incremento de tarifas en la construcción es del 3,6% (tasa prácticamente idéntica a la del año 2008), mientras que en el resto de ramas se sitúa en torno al 2,5% (aproximadamente, 1 pp menos que en el ejercicio anterior).

En octubre, el IPC aumentó su ritmo de variación interanual tres décimas, hasta situarse en el -0,7% (véase gráfico 4). Ello fue consecuencia, sobre todo, de la gradual reversión de los efectos de base en los precios de los bienes energéticos, cuya tasa de variación aumentó casi en 4 pp, hasta situarse en el 6,6%. En cambio, el IPC sin energía y el IPSEBENE mantuvieron sus tasas en un -0,1% y un 0,1%, respectivamente. Dentro de estos agregados, los precios de los servicios continuaron su desaceleración, hasta el 1,6%, lo que supone un nuevo mínimo histórico, mientras que los de los alimentos elaborados se estabilizaron en tasas positivas, aunque cercanas a cero, y los de los bienes industriales no energéticos mantuvieron su caída en el -2,1%. Finalmente, los alimentos no elaborados aumentaron en una décima su retroceso, hasta registrar una tasa del -2,6%. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) moderó en cuatro décimas su ritmo de caída en octubre, hasta el -0,6%. En el área del euro, el descenso del IAPC se amortiguó en 0,2 pp, hasta el -0,1%, por lo que el diferencial de inflación, favorable a España por undécimo mes consecutivo, se estrechó, en valor absoluto, en dos décimas, hasta -0,5 pp. Finalmente, según los correspondientes indicadores adelantados, el IAPC en España y en el área del euro habría vuelto a mostrar tasas positivas en noviembre, del 0,4% y del 0,6%, respectivamente. Tras esta evolución, que cabe atribuir, sobre todo, a la continuación de la reversión de los efectos de base en el componente energético, el diferencial entre la inflación española y la del conjunto del área quedaría establecido, de forma provisional, en -0,2 pp.

El índice general de precios industriales (IPRI) registró en octubre una caída interanual del 4,2%, frente al -5,4% del mes anterior. La desaceleración del retroceso se explica, sobre todo, por la evolución del componente energético, aunque también aminoraron sus ritmos de descenso los precios industriales de los bienes intermedios y de consumo. Por el contrario, los bienes de equipo —la única rúbrica que registra tasas positivas, aunque muy pequeñas— crecieron algo menos que en septiembre.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), ralentizaron su ritmo de caída en septiembre, al reducirse un 12,9%, frente al -16,4% del mes de agosto. Esta evolución se debe a la moderación del descenso del componente no energético (en más de 3 pp, hasta el -8,2%), en tanto que los precios de los bienes energéticos acrecentaron levemente su fuerte retroceso (hasta el -31,4%). En la vertiente exportadora, los IVU también frenaron su caída, hasta el -8,6% (frente al -11,2% del mes precedente), comportamiento que fue compartido tanto por los precios energéticos como por los no energéticos. Respecto a los índices de precios de comercio exterior de bienes industriales publicados por el INE, el último dato, referido al mes de septiembre, muestra una intensificación de 0,1 pp del descenso de los precios de las exportaciones, hasta el -4,8% interanual, al acentuarse la caída de los precios de los bienes de consumo y de la energía y reducirse el crecimiento del componente de bienes de equipo. En la vertiente importadora se moderó el ritmo de caída de los precios industriales en seis décimas, hasta el -9,2%, evolución que vino determinada por la reducción de tres puntos en el descenso en los precios de la energía, mientras que los restantes componentes, por el contrario, aumentaron sus caídas o redujeron su crecimiento, llegando incluso, en el caso de los bienes de consumo, a registrar tasas negativas.

Evolución económica y financiera en la UEM

En noviembre, los mercados financieros internacionales consolidaron los avances alcanzados durante el mes de octubre, en un contexto en el que la publicación de resultados empresariales del tercer trimestre fue mejor de lo esperado y los datos macroeconómicos mostraron señales de que la moderada recuperación en marcha se va extendiendo geográficamente. En líneas generales, los índices bursátiles registraron, en el conjunto del último mes, cambios leves y en los mercados de crédito y de deuda pública apenas se observaron variaciones significativas. La atención se dirigió a los mercados cambiarios y, en particular, a la evolución del dólar, que mantuvo su debilidad frente a las principales monedas, tanto de los países desarrollados como de los emergentes. Asimismo, a finales de mes se produjo la reestructuración de un fondo de inversión controlado por Dubái, que generó un episodio de volatilidad de los mercados. Los mercados financieros de las economías emergentes continuaron con una evolución en línea con la de los desarrollados, si bien los diferenciales de la deuda soberana aumentaron ligeramente. No obstante, las fuertes entradas de capital de corto plazo registradas en meses anteriores condujeron a algunos países a adoptar controles para desalentar esos flujos (destacando Brasil y Taiwán) o facilitar la salida (como en China) y, de este modo, ayudar a contener la tendencia a la apreciación de sus monedas y frenar la tónica alcista de algunos de sus mercados de activos. Por su parte, los precios del petróleo y de los metales industriales se mantuvieron alrededor de los niveles alcanzados el mes anterior, mientras el oro alcanzó niveles máximos históricos.

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre creció un 0,7% trimestral (2,8% en tasa anualizada), la primera expansión desde el segundo trimestre de 2008. Los indicadores más recientes muestran una evolución mixta. Así, los índices ISM, la producción industrial y la utilización de la capacidad instalada evolucionaron favorablemente en octubre. En el mercado inmobiliario continuó la caída de las viviendas iniciadas y aumentaron los impagos, si bien se observó una clara recuperación de las ventas. En cuanto al consumo, aunque las ventas minoristas y la renta personal mejoraron en octubre, la confianza del consumidor se mantuvo deprimida en noviembre. El mercado de trabajo mantuvo un tono negativo y la destrucción de empleo continuó siendo intensa, aunque más moderada que en el primer trimestre, de forma que la tasa de paro se incrementó hasta el 10,2% en octubre. En el ámbito externo, el déficit comercial aumentó debido al repunte de las importaciones. En cuanto a los precios, la tasa de inflación se situó en el -0,2% interanual en octubre, frente al -1,3% de septiembre, mientras que la

tasa subyacente aumentó dos décimas, hasta el 1,7%. La Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0% al 0,25%, mientras que ha suprimido o reducido el tamaño de algunas facilidades de liquidez y financiación, cuyo uso ha disminuido ante la progresiva recuperación de la actividad económica y la normalización del sector financiero.

En Japón, la primera estimación del PIB del tercer trimestre mostró un fuerte crecimiento del 1,2% trimestral, cinco décimas superior al del segundo trimestre. Destacaron la recuperación del consumo y la inversión privada —en gran parte, por el impulso de las políticas públicas—, que se añade a la contribución positiva de la demanda externa por segundo trimestre consecutivo. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia presentaron una evolución mixta: la producción industrial y, sobre todo, los pedidos de maquinaria crecieron sensiblemente en septiembre, mientras que las ventas minoristas y el sentimiento del consumidor continuaron deprimidos en septiembre y octubre, respectivamente. Con todo, el paro disminuyó dos décimas, hasta el 5,1%, en octubre. El superávit por cuenta corriente se amplió en octubre, situándose en el nivel del año anterior, gracias principalmente a la evolución de la balanza comercial. Los precios continuaron cayendo en octubre respecto al año anterior, un -2,5% el índice general y un -1,1% el subyacente. En este entorno, el Banco de Japón no modificó los tipos de interés oficiales y anunció la paulatina y ordenada retirada de las medidas especiales de adquisición de bonos y pagarés privados, aunque cautelosamente, al comprometerse a ofertar más fondos si fuera necesario.

En el Reino Unido, el PIB se contrajo un 0,3% trimestral (-5,1% interanual) en el tercer trimestre, tres décimas menos que en el segundo, debido a la menor caída del gasto privado. Sin embargo, los datos de mayor frecuencia muestran una mejoría significativa en los últimos meses. Así, la producción industrial se incrementó considerablemente en septiembre respecto al mes anterior y las encuestas empresariales, como las del PMI y CBI, se afianzaron en terreno expansivo en octubre. Por el lado de la demanda, la confianza del consumidor, aunque continúa en terreno negativo, se situó en máximos de los últimos dos años y las ventas al por menor mantuvieron los avances de meses anteriores. En el mercado de la vivienda, la demanda siguió creciendo en octubre, aunque a un ritmo menor, mientras que la oferta consolidó su reactivación y los precios continuaron su avance. El mercado laboral mostró un menor deterioro en septiembre y la tasa de paro se mantuvo en el 7,8%. En cuanto a la actividad crediticia, los flujos de financiación a empresas y consumidores fueron débiles y únicamente el crédito hipotecario avanzó en octubre, en un entorno de difíciles condiciones de financiación. La inflación aumentó cuatro décimas, hasta el 1,5% interanual, en octubre y el Banco de Inglaterra prevé un repunte mayor, aunque retornaría a tasas inferiores al objetivo del 2%. En este entorno, el banco central decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5% y amplió su programa de compra de activos hasta 200 mm de libras.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del tercer trimestre moderó su caída interanual de forma generalizada —con la excepción de Bulgaria—, mientras que en Polonia se mantuvieron tasas positivas de crecimiento. La evolución de la actividad siguió marcada por el intenso ajuste de la demanda interna y la debilidad de las exportaciones, si bien la contribución de la demanda externa neta fue positiva, debido al desplome de las importaciones. En consecuencia, han continuado reduciéndose los déficits por cuenta corriente e incluso algunos países registraron superávits hasta el tercer trimestre. Los datos más recientes de producción industrial y exportaciones muestran una tendencia hacia caídas interanuales más moderadas en la mayoría de los países. La inflación interanual siguió en su trayectoria descendente en octubre, favorecida por los menores precios de los

alimentos, y, en promedio, se redujo desde el 3,1% al 2,7%. En este contexto, los países han mantenido sus tipos de interés oficiales, salvo Hungría, que los redujo en 50 puntos básicos (pb), hasta el 6,5%.

En China, el PIB creció un 8,9% interanual en el tercer trimestre, 1 pp más que en el segundo, gracias, principalmente, a los estímulos públicos. Los indicadores de oferta y demanda de octubre evolucionaron positivamente e indicando una ligera recomposición hacia la demanda del sector privado. Así, la producción industrial se aceleró considerablemente y la confianza empresarial mejoró respecto a niveles que ya eran claramente expansivos. Las ventas al por menor crecieron con renovado vigor, al tiempo que la inversión en activos fijos moderó su rápida expansión, en un entorno de desaceleración del crédito. El superávit comercial prácticamente se duplicó en octubre (hasta 24 mm de dólares), debido al comportamiento algo más favorable de las exportaciones. La inflación interanual se situó en tasas menos negativas (un -0,5% según el IPC y un -5,8% según los precios de producción), debido a un menor efecto base. El banco central cambió la comunicación de su política cambiaria, lo que favoreció las expectativas del reinicio de la apreciación del renminbi respecto al dólar, detenida en julio de 2008. En el resto de Asia, el PIB continuó expandiéndose en el tercer trimestre. Asimismo, la producción industrial retomó un cierto dinamismo en septiembre, mientras que las exportaciones se recuperaron fuertemente en septiembre y octubre. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados, en un contexto en el que la inflación interanual tendió a mantenerse estable en septiembre y octubre, con solo una leve tendencia al alza.

En América Latina, los indicadores de actividad apuntarían hacia la continuidad de la recuperación económica en el tercer trimestre, aunque con diferencias notables entre países: un fuerte crecimiento en Brasil, más moderado en México, Argentina, Chile y Perú, y fuertes caídas en Venezuela, debido a la contracción de la inversión y del consumo privado. La inflación continuó moderándose —salvo en Argentina y Venezuela—, hasta el 5,7% interanual en octubre, la menor tasa desde noviembre de 2007. En este entorno, los bancos centrales no alteraron sus tipos de interés oficiales, con la excepción del banco central de Colombia, que los redujo 50 pb. Además, el Banco Central de Chile anunció la paulatina eliminación de los programas de provisión extraordinaria de liquidez en moneda nacional y extranjera. Los saldos fiscales volvieron a registrar un notable y generalizado deterioro. En este contexto, en México se aprobaron subidas impositivas —pese a lo cual Fitch rebajó su *rating* soberano—, mientras que, por el contrario, en Argentina se anunciaron medidas para permitir una mayor expansión del gasto público y aumentar los límites de endeudamiento de las provincias.

En la UEM, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, el PIB creció en el tercer trimestre un 0,4% en relación con los tres meses anteriores, tras cinco trimestres consecutivos de descensos. Esto supuso una moderación del ritmo de caída interanual hasta el -4,1%. La recuperación obedeció, en gran medida, a la favorable evolución experimentada por las mayores economías del área: Alemania, Francia e Italia, que registraron avances intertrimestrales del PIB del 0,7%, 0,3% y 0,6%, respectivamente. Por otra parte, las previsiones más recientes publicadas por organismos internacionales incorporaron revisiones al alza de la actividad en la zona del euro en 2010 y 2011. En particular, la Comisión Europea y la OCDE prevén que, tras la caída interanual del PIB del 4% en 2009, se produzca un crecimiento cercano al 1% en 2010, y del 1,5% y el 1,7% en 2011, respectivamente.

Las previsiones de otoño de la Comisión Europea también reflejan un fuerte deterioro de la posición presupuestaria en la UEM, con un déficit público que rebasa la referencia del 3% del PIB en todos los Estados miembros en 2010 y 2011. En este sentido, el Consejo Ecofin, en su reunión del 20 de octubre, discutió la estrategia de salida de las medidas de estímulo fiscal

		2009					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	-16,7	-15,9	-15,1	-13,0		
	Comercio al por menor	-1,9	-1,8	-2,2	-3,4		
	Matriculaciones de turismos nuevos	11,6	6,7	14,4	9,7	10,9	
	Indicador de confianza de los consumidores	-25,0	-23,0	-22,0	-19,0	-18,0	-17,0
	Indicador de confianza industrial CE	-32,0	-30,0	-25,0	-24,0	-21,0	-19,0
	PMI de manufacturas	42,6	46,3	48,2	49,3	50,7	51,2
	PMI de servicios	44,7	45,7	49,9	50,9	52,6	53,2
	IAPC	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1	0,6
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	3,6	3,0	2,6	1,8	0,3	
	M1	9,4	12,2	13,6	12,8	11,8	
	Crédito a los sectores residentes	4,2	3,4	2,8	3,0	2,9	
	AAPP	10,7	10,9	11,5	13,5	15,2	
	Otros sectores residentes	2,9	1,9	1,1	1,0	0,5	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	
	— Préstamos a sociedades no financieras	2,7	1,5	0,7	-0,2	-1,2	
	EONIA	0,70	0,36	0,35	0,36	0,36	0,36
	EURIBOR a tres meses	1,23	0,97	0,86	0,77	0,74	0,72
	EURIBOR a un año	1,61	1,41	1,33	1,26	1,24	1,23
	Rendimiento bonos a diez años	4,32	4,09	3,89	3,86	3,80	3,83
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,58	-0,51	-0,28	-0,43	-0,41	-0,40
	Tipo de cambio dólar/euro	1,402	1,409	1,427	1,456	1,482	1,491
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-2,0	7,6	13,2	17,2	11,9	14,1	

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

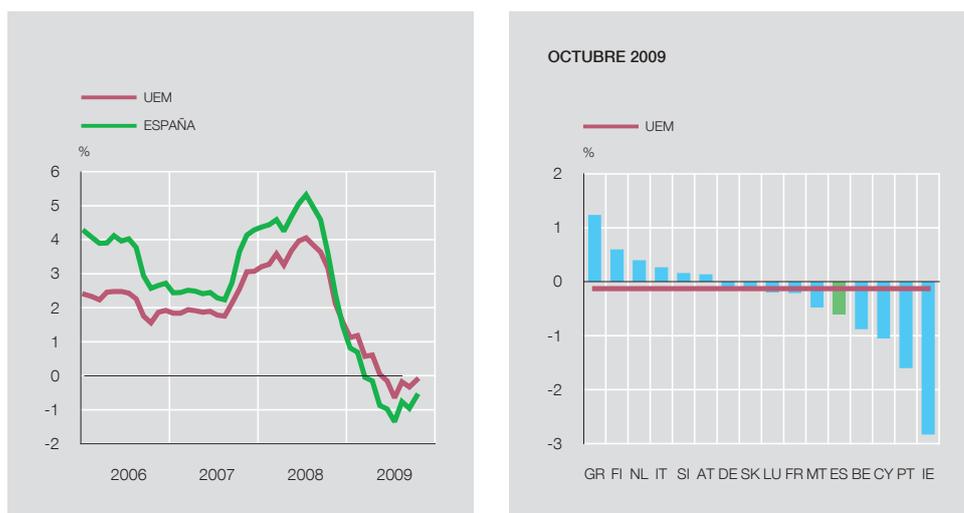
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 30 de noviembre de 2009.

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

y acordó que la consolidación presupuestaria debería empezar, como muy tarde, en 2011 y con reducciones anuales en el déficit estructural más ambiciosas que la referencia de un 0,5% del PIB anual. Dentro del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), la Comisión emitió sus recomendaciones para que los países en esta situación — 13 de los 16 integrantes de la UEM — conduzcan su déficit por debajo del límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En el caso de los PDE abiertos desde abril a Grecia, España, Francia e Irlanda, la Comisión evaluó positivamente las medidas adoptadas por parte de sus gobiernos, salvo en Grecia, y aprobó nuevas recomendaciones, concediendo un año adicional para la corrección del déficit excesivo, también con la excepción de Grecia.

La información más reciente sigue apuntando una recuperación gradual de la actividad del área desde los bajos niveles alcanzados a principios de año. Así, la producción industrial aumentó un 0,2% en septiembre en relación con el mes anterior, mientras que los nuevos pedidos industriales se incrementaron un 1,4%, de modo que el ritmo de descenso interanual de ambas variables se redujo (véase cuadro 1). Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, los índices de confianza de la Comisión Europea referidos a la industria, al sector servicios y a la construcción mejoraron en noviembre. También aumentaron los índices PMI elaborados a partir de las encuestas de directores de compras, que en noviembre, de acuerdo con la información preliminar, se situaron en registros superiores a 50 — que indican una expansión de la actividad —, tanto en las manufacturas como en los servicios. Desde la óptica de la demanda, las ventas al por menor volvieron a disminuir en septiembre, mientras que en octubre las matriculaciones de automóviles se incrementaron y la confianza de los consumidores mejoró li-

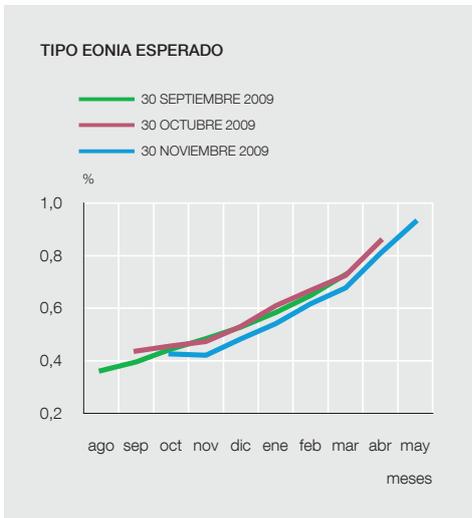
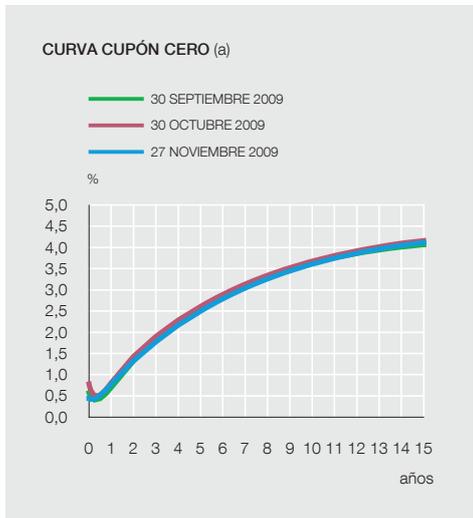
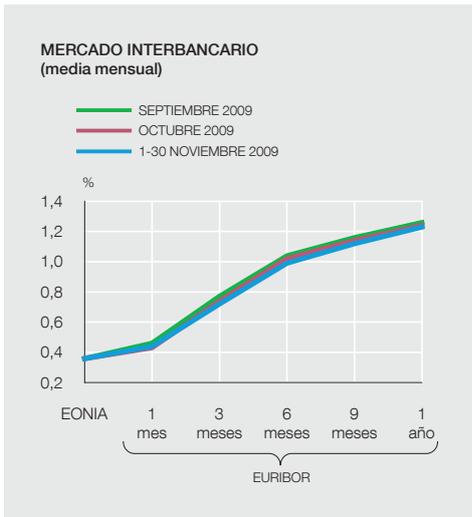
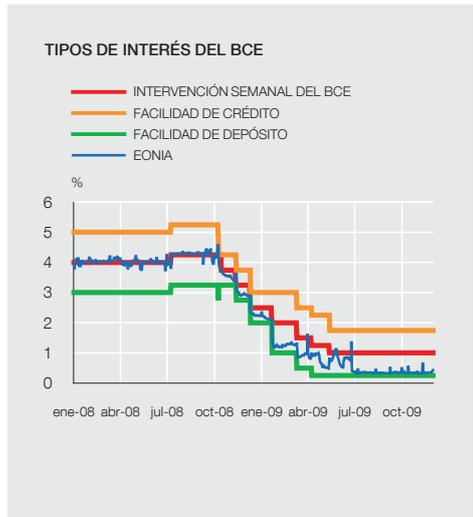


FUENTE: Eurostat.

geramente en noviembre. Por lo que respecta a la inversión, de acuerdo con la encuesta trimestral de coyuntura industrial de la Comisión Europea referida al cuarto trimestre, el nivel de nuevos pedidos mostró una mejora sustancial y el grado de utilización de la capacidad productiva registró su primer incremento desde el segundo trimestre de 2007. Por el lado de la demanda externa, las expectativas de exportación repuntaron en el cuarto trimestre y la cartera de pedidos exteriores también lo hizo en noviembre. Además, el retroceso interanual de las exportaciones nominales se moderó significativamente en septiembre.

La tasa de variación interanual del IAPC se incrementó dos décimas en octubre, aunque se mantuvo en valores negativos del $-0,1\%$ (véase gráfico 5), mientras que la estimación *flash* para el mes de noviembre apunta ya a un incremento del $0,6\%$. El repunte de octubre fue resultado del componente energético, ya que los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos siguieron desacelerándose, y la inflación en los servicios se mantuvo estable. Como consecuencia, el IPSEBENE —que excluye los alimentos no elaborados y la energía— redujo su tasa de crecimiento interanual una décima, hasta el 1% . Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se situó en septiembre en el $-7,7\%$.

El Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones de noviembre y diciembre, decidió mantener los tipos de interés en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el $0,25\%$ y el $1,75\%$ para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 6). El Consejo consideró que los tipos de interés oficiales se encuentran en niveles adecuados, en un contexto de previsible recuperación en los próximos meses de tasas de inflación positivas, aunque moderadas, y de mejora progresiva de la actividad —que, no obstante, se debe, en parte, a factores de naturaleza transitoria—. También destacó que las expectativas de inflación a medio y largo plazo continúan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Por otra parte, el Consejo del BCE de diciembre decidió comenzar a retirar de forma gradual algunas de las subastas de liquidez extraordinarias que había introducido en respuesta a la crisis financiera. En particular, el 16 de diciembre se celebrará la última operación a doce meses —con una remuneración que se fijará en función del tipo oficial vigente durante la vida del préstamo—, mientras que las inyecciones a seis meses se interrumpirán después de marzo de 2010. En cambio, el Consejo decidió continuar las operaciones principales de financiación a tipo fijo y adjudicación plena mientras sean necesarias y al menos

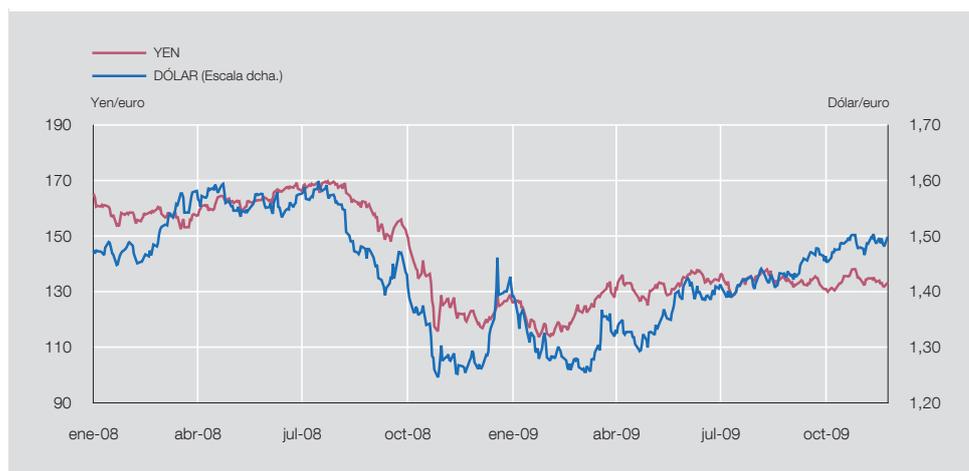


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

hasta el 13 de abril del próximo año. Este procedimiento seguirá también empleándose en las operaciones especiales a un mes.

En el mercado interbancario de la zona del euro las rentabilidades se mantuvieron estables a lo largo de noviembre en los plazos superiores a tres meses; el EURIBOR a un mes, por su parte, registró un leve incremento en los últimos días, hasta aproximarse al 0,5% (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de la deuda pública los rendimientos no experimentaron cambios significativos. El tipo a diez años en la zona del euro se mantuvo cercano al 3,8% en noviembre, al tiempo que se ampliaron las diferencias en la rentabilidad de los distintos bonos soberanos con respecto al *Bund* alemán, particularmente en el caso de Grecia. En relación con la deuda pública en Estados Unidos, el diferencial de tipos a largo plazo UEM-Estados Unidos se amplió hasta niveles cercanos a los 50 pb. Por otra parte, el coste de la financiación bancaria continuó disminuyendo en septiembre, de forma moderada y diferenciada por tipo de contrato. No obstante, los préstamos al sector privado siguieron perdiendo dinamismo en octubre por la reducción de los préstamos a sociedades no financieras, que experimentaron caídas superiores al 1% en términos interanuales. La financiación



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

bancaria a los hogares, en cambio, registró un incremento en octubre y la tasa interanual subió dos décimas, hasta el $-0,1\%$.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones retomaron una senda alcista en la primera mitad de noviembre, que se quebró posteriormente y que se tradujo en una revalorización cercana al 2% del índice Dow Jones EUROSTOXX 50 desde finales de octubre. Por su parte, la cotización del euro frente al dólar registró una apreciación durante noviembre —algo superior al 1%—, hasta situarse en niveles próximos a 1,50 dólares (véase gráfico 7). En términos efectivos nominales, el tipo de cambio del euro mostró una leve apreciación.

Finalmente, el agregado monetario M3 continuó desacelerándose en octubre, con un aumento interanual del 0,3%, frente al 1,8% del mes precedente.

Evolución financiera en España

En línea con lo ocurrido en los principales mercados internacionales, durante octubre y noviembre en España no se produjeron variaciones importantes en los precios de los activos financieros. Por su parte, los datos más recientes sobre los balances de los sectores no financieros muestran que, en septiembre, se mantuvieron las tendencias observadas en los meses precedentes. Así, mientras que la deuda de los hogares y las sociedades creció, en términos interanuales, a ritmos próximos a cero (presentando nuevos descensos en el caso de las empresas y una cierta estabilidad en el de las familias), la financiación neta de las AAPP siguió aumentando a tasas muy elevadas. El saldo de los activos más líquidos de la cartera de los agentes privados también se situó en torno a los mismos niveles de un año antes, con una evolución por instrumentos similar a la de los meses anteriores. La información provisional correspondiente a octubre apunta a una prolongación de todas estas pautas.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas no registraron movimientos significativos en los dos últimos meses. De este modo, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en media, en noviembre, en el 0,78% y el 3,79%, respectivamente, cifras similares a las observadas en septiembre (véase cuadro 2). De igual forma, el diferencial a diez años entre la rentabilidad de la deuda española y la alemana se mantuvo estable en torno a los 50 pb. En cambio, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras se redujeron 13 pb, hasta los 80 pb.

TIPOS		2006	2007	2008	2009				
		DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV
BANCARIOS (a)	HOGARES E ISFLSH:								
	Crédito para vivienda	4,74	5,53	5,83	3,07	2,99	2,82	2,78	...
	Crédito para consumo y otros fines	7,36	8,38	8,83	7,72	8,16	8,01	7,59	...
	Depósitos	1,79	2,72	2,79	1,52	1,50	1,37	1,39	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
	Crédito (b)	4,77	5,80	4,87	3,08	2,87	3,01	2,91	...
MERCADOS FINANCIEROS (c)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,69	4,01	2,18	0,91	0,71	0,80	0,78	0,78
	Deuda pública a cinco años	3,78	4,12	3,46	2,87	2,84	2,77	2,75	2,69
	Deuda pública a diez años	3,82	4,35	3,86	4,01	3,78	3,80	3,77	3,79
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,03	0,09	0,80	0,63	0,44	0,51	0,53	0,51
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,26	0,64	2,90	0,99	0,91	0,93	0,87	0,80
	IBEX 35 (e)	31,79	7,32	-39,43	18,04	23,59	27,84	24,13	26,63

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
b. 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.
c. Medias mensuales.
d. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2008.
e. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

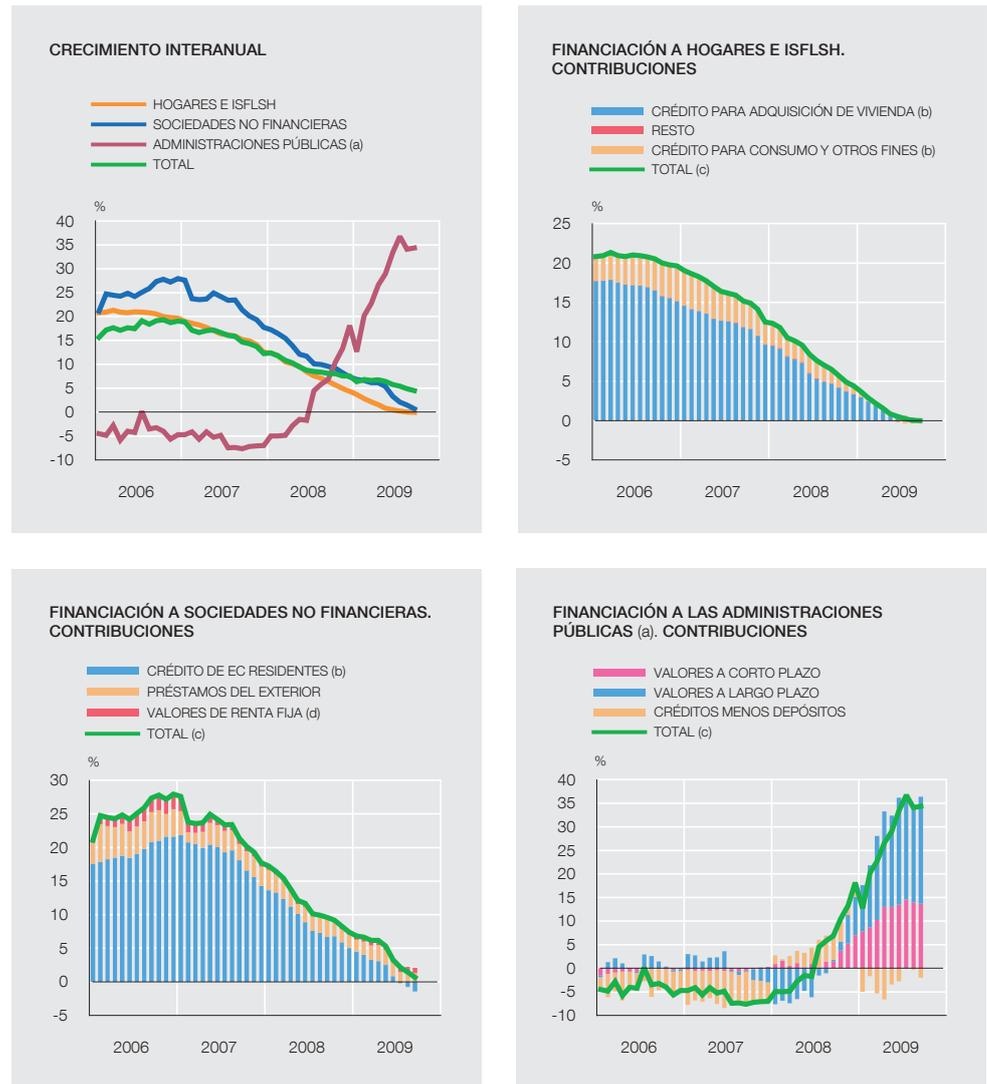
FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2009	2007	2008	2009		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
FINANCIACIÓN TOTAL	2.611,3	12,3	7,6	5,4	4,9	4,5
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.207,1	15,5	6,1	1,3	0,9	0,4
Hogares e ISFLSH	903,2	12,5	4,4	0,2	0,0	0,0
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	676,3	13,0	4,5	0,8	0,5	0,2
– Crédito para consumo y otros fines (c)	224,2	10,9	3,9	-1,4	-1,5	-0,9
Sociedades no financieras	1.303,8	17,7	7,4	2,1	1,5	0,7
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	924,9	19,5	6,8	-0,2	-1,1	-2,0
– Valores de renta fija (d)	49,3	18,4	12,1	26,2	25,4	26,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	404,2	-7,0	18,2	36,7	34,1	34,4
Valores a corto plazo	78,5	2,5	58,3	126,2	120,6	110,3
Valores a largo plazo	359,2	-3,1	8,2	21,0	21,6	23,5
Créditos – depósitos (f)	-33,5	-12,9	8,4	3,1	-1,0	-6,1

FUENTE: Banco de España.

- a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.
b. Saldo en miles de millones de euros.
c. Incluye los créditos titulizados.
d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
f. Variación interanual del saldo, en miles de millones de euros.

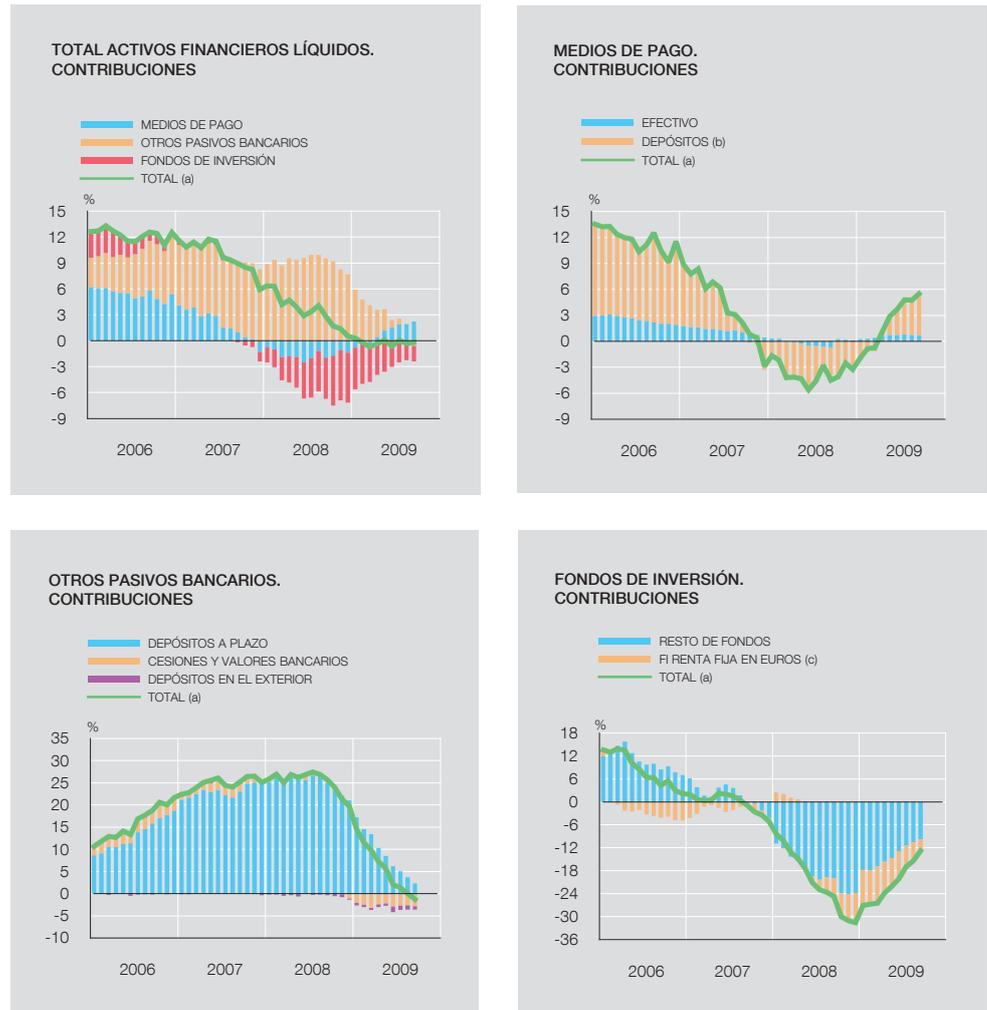


FUENTE: Banco de España.

- 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 los mercados de renta variable, las cotizaciones y las volatilidades implícitas oscilaron, durante los dos últimos meses, en torno a los niveles de cierre del tercer trimestre. De este modo, a finales de noviembre el IBEX 35 se situaba un 0,9% por debajo del valor con el que cerró en septiembre, una evolución algo menos favorable que la del S&P 500 de las de Estados Unidos (que se revalorizó un 3,6%) y ligeramente mejor que la experimentada por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (que retrocedió un 2,6%). Con estos movimientos, el índice español acumulaba en los once primeros meses del año una ganancia del 26,6%, revalorización más elevada que la registrada durante el mismo período por la referencia del área del euro y por la estadounidense (14,1% y 21,3%, respectivamente).

En septiembre y octubre, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo volvieron a reducirse. Así el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines y la remuneración de sus depósitos se situaron, en el último mes, en el 2,78%, 7,59% y 1,39%, respectivamente, lo



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

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

que supuso un descenso, en relación con los correspondientes registros de agosto, de 21 pb, 57 pb y 11 pb. En cambio, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras aumentó, en el mismo período, en 4 pb, hasta el 2,91%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros creció, en el mes de septiembre, a una tasa interanual del 4,5%, medio punto porcentual inferior a la registrada en agosto. Esta evolución fue el resultado del mantenimiento del elevado ritmo de expansión interanual de los pasivos netos de las Administraciones Públicas, que fue compensado por el escaso dinamismo de la deuda de las empresas y las familias, cuyo saldo se situó en ambos casos en torno a los mismos niveles de un año antes (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que el crecimiento nulo de los recursos recibidos por las familias en septiembre fue el resultado de una nueva reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda (hasta el 0,2%) y una ligera recuperación de la correspondiente a los destinados al consumo y otros fines, que, no obstante, continuaba en valores negativos próximos al 1%. Por su parte, el desglose por instru-

mentos de los fondos captados por las sociedades no financieras indica que el ritmo de expansión interanual del crédito otorgado por las entidades residentes se redujo casi 1 pp en relación con el mes precedente, hasta situarse en el -2%, cifra que contrasta con los incrementos en los saldos del resto de fuentes de financiación de este sector y, en especial, con el notable dinamismo de las emisiones de valores de renta fija. La información provisional correspondiente a octubre apunta a nuevos descensos en el avance interanual de la deuda de las empresas y a una cierta estabilidad en el caso de los pasivos de las familias.

La tasa de variación interanual de la financiación captada por las Administraciones Públicas se situó, en septiembre, en torno al 34%, nivel similar al de mes anterior. Por instrumentos, en términos netos acumulados de doce meses, continuó la importante captación de fondos a través de emisiones de valores de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, al tiempo que los depósitos crecieron por encima de lo que lo hicieron los créditos recibidos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y las familias mostraron en septiembre un comportamiento similar al experimentado desde comienzos de año, con un crecimiento interanual muy próximo a cero (véase gráfico 9). Por instrumentos, continuó la desaceleración de los depósitos a plazo, cuyo saldo viene reduciéndose desde enero, en contraste con la recuperación de los ritmos de avance de los medios de pago y de los fondos de inversión, aunque estos últimos continuaron presentando una tasa de expansión interanual negativa. La información provisional referida a octubre apunta a una continuidad de todas estas tendencias.

30.11.2009.