

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las cifras más recientes de la CNTR publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), que ya fueron objeto de análisis en el *Boletín Económico* de noviembre, el PIB de la economía española se contrajo un 0,3 % en términos intertrimestrales en el tercer trimestre del año, caída que es una décima menor que la observada en el segundo. La información más reciente relativa al último trimestre del año, aunque todavía incompleta, apuntaría a una continuación de la caída de la actividad económica como resultado de la contracción de la demanda interna.

Por lo que respecta al consumo privado (gráfico 1), las matriculaciones de vehículos particulares reflejaron en noviembre el impacto del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE), con un aumento intermensual del 5,3 %, en términos de la serie corregida de efectos calendario y estacionalidad, lo que sitúa su tasa interanual en el -16,6 %. Dado que está previsto que el PIVE se prolongue hasta finales de marzo o hasta el agotamiento de los fondos (75 millones de euros), su efecto podría mantenerse en los próximos meses. Por otro lado, sin embargo, la evolución reciente de la mayoría del resto de los indicadores ha mantenido, en general, una tónica contractiva. Así, el índice de comercio al por menor registró en octubre un retroceso intermensual del 0,5 %, en términos ajustados de estacionalidad y calendario, situando la tasa interanual en el -8,1 %. Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores elaborado por la Comisión Europea siguió situándose en noviembre en niveles muy bajos, similares a los observados desde el mes de agosto. Por el contrario, el indicador análogo referido a los comerciantes minoristas registró una mejora significativa.

Con relación a la inversión en bienes de equipo, el indicador de clima industrial mostró una mejoría en noviembre tanto en el conjunto de ramas como en la relativa a la producción de bienes de equipo. Entre los indicadores cuantitativos, la producción industrial y las importaciones de bienes de equipo crecieron en octubre un 4,4 % y un 8,6 % intermensual, respectivamente, tras las fuertes caídas de septiembre, mes en el que entró en vigor la subida del IVA anunciada en julio, lo que tuvo un cierto impacto en los perfiles del consumo y de la producción de los meses de agosto y septiembre. Sin embargo, la evolución reciente de las matriculaciones de vehículos de carga ha sido menos favorable, con una intensificación de la caída intermensual hasta el 6,7 % en noviembre.

En cuanto a la inversión en construcción, la información referente al cuarto trimestre apunta a una prolongación del período de contracción de la actividad del sector. Entre los indicadores contemporáneos, los referidos a los consumos intermedios han tendido a aminorar recientemente sus ritmos de caída interanual, aunque estos siguen siendo muy elevados. Así, en octubre la producción industrial de minerales no metálicos y el consumo aparente de cemento cayeron un 12,8 % y un 24,7 %, respectivamente. Por lo que hace referencia a los indicadores contemporáneos relativos al empleo en la construcción, la afiliación media a la Seguridad Social durante el mes de noviembre, corregida de efectos estacionales y calendario, registró una caída intermensual del 1,4 %. En términos interanuales, el retroceso fue del 15,5 %, prolongándose así la lenta moderación de los descensos que viene observándose desde la primavera. Por su parte, la confianza de los empresarios del sector según la encuesta de la Comisión Europea registró una notable disminución en noviembre, hasta alcanzar el mínimo de la serie histórica. Entre los indicadores adelantados de la actividad constructora, la superficie

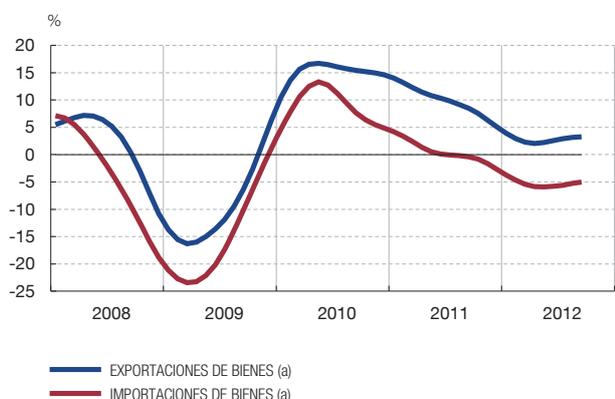
INDICADORES DE CONSUMO



INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



INDICADORES DE INDUSTRIA



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

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

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

visada en proyectos de obra nueva de vivienda experimentó una contracción interanual del 57 %, mientras que el retroceso del indicador análogo relativo a la edificación no residencial fue del 41 %.

El crecimiento interanual de las exportaciones reales de bienes repuntó en octubre hasta el 8,6 %, de acuerdo con los datos más recientes de Aduanas. Por grupos de bienes, destacaron los incrementos de las ventas de bienes de equipo e intermedios no energéticos. Por áreas geográficas, es muy reseñable el fuerte impulso de las ventas extracomunitarias, que avanzaron un 30,3 %. Por el contrario, las exportaciones a los países de la UE retrocedieron ligeramente (un 0,6 %). Por su parte, las importaciones reales de bienes prosiguieron su tónica contractiva, cayendo un 6,3 % interanual en octubre. El retroceso fue generalizado por componentes, a excepción de las importaciones energéticas. Como consecuencia de esta evolución de los intercambios de mercancías, el déficit comercial se redujo un 59 % en términos interanuales en octubre, con lo que en el acumulado de los diez primeros meses del año la corrección del saldo comercial se situó en el 28 %.

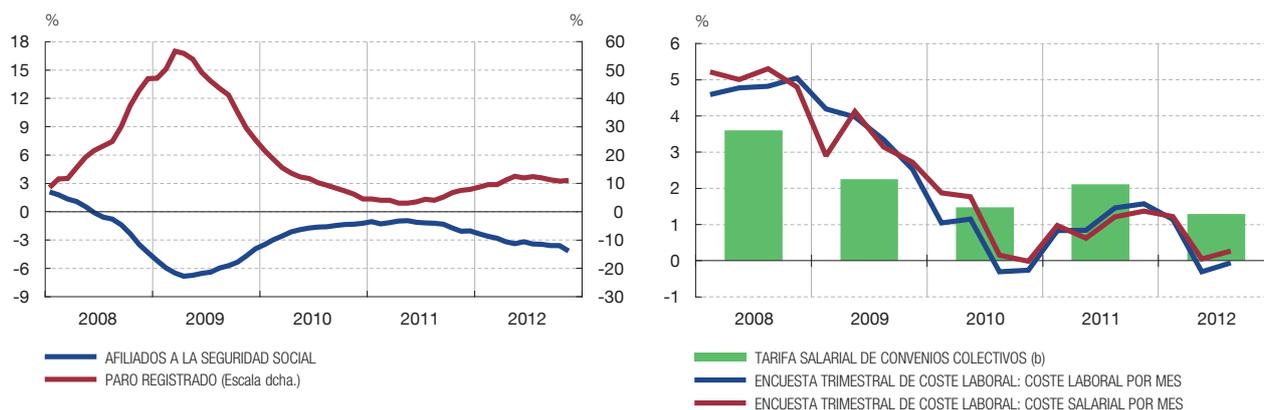
Los indicadores conocidos relativos a la evolución del turismo receptor en el cuarto trimestre apuntan a una moderación del dinamismo mostrado en la parte central del año. Así, tanto las entradas de turistas no residentes como sus pernoctaciones hoteleras se

mantuvieron relativamente estables en el mes de noviembre en relación con el mismo mes del año anterior, al registrar un aumento del 0,2 % interanual y del 0,5 % interanual, respectivamente. Esta estabilidad, junto a la debilidad del mes de octubre, contrasta con el relativo buen comportamiento observado en el tercer trimestre. Finalmente, el gasto total nominal de los turistas no residentes registró una variación interanual nula en octubre, que fue el resultado de una disminución del 3,2 % de las entradas de turistas y un aumento de su gasto medio del 3,3 %.

De acuerdo con los datos más recientes de la Balanza de Pagos, en septiembre se registró, por tercer mes consecutivo, capacidad de financiación, por un importe de 423 millones de euros. Con ello, durante los nueve primeros meses de 2012 las necesidades de financiación de la economía fueron de 12,6 mm (1,6 % del PIB), una cifra muy inferior a la contabilizada en el mismo período del año anterior (26,1 mm). Esta mejora se debe, sobre todo, a la reducción del déficit de la balanza comercial, de casi 9 mm, aunque también fue muy notable el aumento del saldo positivo de servicios (de unos 3,5 mm), tendencias que se vienen observando desde el inicio de la crisis. Entre los restantes componentes, el déficit de rentas se redujo en unos 2,7 mm durante los nueve primeros meses de 2012 en relación con el mismo período del año anterior, lo que se explica por los menores pagos netos asociados a la inversión de cartera, mientras que tanto el superávit de rentas de inversión directa como el déficit de la otra inversión se deterioraron. Finalmente, el déficit de transferencias aumentó en 1,2 mm, como consecuencia del aumento del saldo negativo de las transferencias netas con la UE.

Por el lado de la oferta, los indicadores correspondientes a la actividad industrial siguen mostrando una caída de la producción durante el cuarto trimestre. Los indicadores cualitativos han mostrado una cierta mejora en noviembre, aunque se mantienen en valores reducidos, coherentes con un entorno recesivo. Así, el PMI manufacturero registró un avance de 1,8 puntos, hasta un nivel -45,3- que, no obstante, es indicativo de una continuación de la contracción. Un comportamiento análogo pudo apreciarse durante ese mes en el indicador de confianza de la Comisión Europea y en los componentes de la cartera de pedidos prevista y de producción de la Encuesta de Coyuntura Industrial. Entre los indicadores cuantitativos, el índice de producción industrial (IPI), corregido de calendario y desestacionalizado, creció en octubre un 1,5 % en tasa intermensual, tras la fuerte caída de septiembre (5,5%), por los motivos ya señalados. Por ramas, en términos intermensuales destacan las mejoras de la producción de los bienes de consumo duradero y de equipo, con incrementos superiores al 4 %. Finalmente, el empleo industrial, medido a través del número de afiliados a la Seguridad Social, descendió un 0,6 % intermensual en noviembre, en términos de la serie ajustada de estacionalidad y calendario, prolongando así la tendencia mostrada durante los últimos meses. En términos interanuales, los afiliados en la industria disminuyeron en noviembre un 6 %.

Por lo que se refiere al sector servicios, los indicadores cualitativos disponibles registraron una evolución divergente en noviembre. En concreto, el índice PMI de servicios repuntó, aunque sigue situándose por debajo de 50, nivel considerado como frontera entre la contracción y la expansión. Por otro lado, a la hora de interpretar la evolución de la cifra de cotizantes del sector a la Seguridad Social es preciso tener en cuenta el cambio normativo introducido por el RD 20/2012, según el cual los cuidadores no profesionales, que en octubre totalizaban 173.000 afiliados, han dejado de tener derecho a la cotización gratuita. Como resultado, en noviembre se dieron de baja del sistema unas 85.000 personas, y no es descartable que una parte sustancial de las restantes lo haga en diciembre. Si se descuentan los cuidadores no profesionales, el empleo en los servicios descendió



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

a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

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

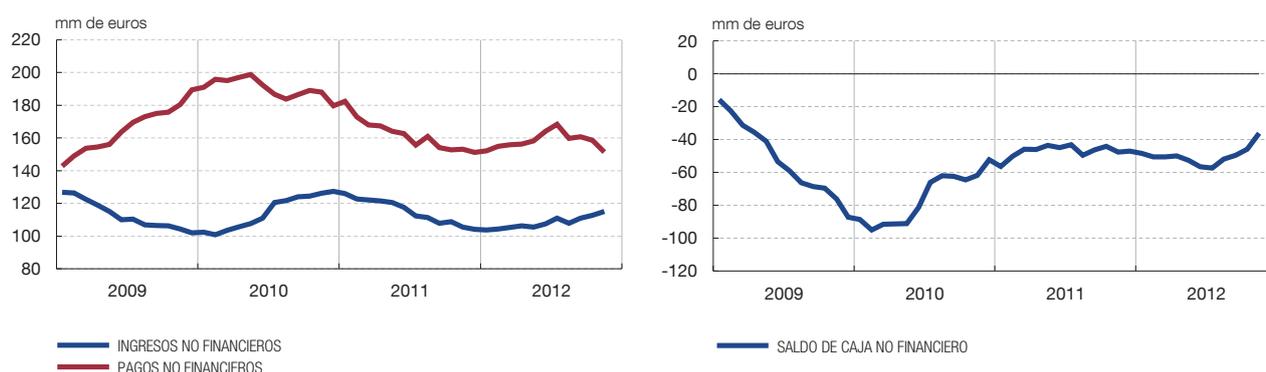
un 0,3 % en términos de la serie corregida de calendario y de estacionalidad (caída del 2 % interanual).

Para el conjunto de la economía, la disminución de la cifra de cotizantes a la Seguridad Social en el mes de noviembre fue de unos 205.000, si bien esa cifra queda reducida a unas 120.000 personas una vez descontado el efecto anterior relativo a los cuidadores no profesionales. Este dato representa una caída del 0,4 % del número total de cotizantes con respecto al mes anterior y un -3,7 % en términos interanuales (véase gráfico 2).

De acuerdo con las cuentas de las AAPP publicadas hasta el tercer trimestre del año, el conjunto del sector registró un déficit acumulado de 65 mm de euros durante los primeros nueve meses del año. No obstante, estos datos se encuentran afectados por el impacto al alza en el gasto de las AAPP debido a las transferencias de capital a determinadas instituciones financieras, por una magnitud de 9,96 mm de euros. Excluyendo el impacto de dichas ayudas, el déficit de las AAPP en los tres primeros trimestres de 2012 se habría situado en 55 mm de euros, unos 5,8 mm de euros inferior al observado en el mismo período del año pasado. Por subsectores, los déficits contabilizados por la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social ascienden, respectivamente, a 55,5 mm de euros (45,5 mm si se excluyen las ayudas a las instituciones financieras), 9,8 mm y 2 mm, mientras que las Corporaciones Locales registraron un superávit de 2 mm de euros.

Para lo que resta de 2012, debe tenerse en cuenta que en el cuarto trimestre se concentra una parte significativa del impacto de las medidas presupuestarias aprobadas durante el ejercicio, entre las que destacan los incrementos del IVA y del impuesto sobre sociedades, y la eliminación de la paga extra de diciembre de los empleados públicos. Por último, cabe destacar la decisión recientemente adoptada de suspender en este ejercicio el ajuste de las pensiones por la desviación de la inflación de noviembre frente al aumento inicialmente recogido en los Presupuestos, lo que contribuirá a moderar el crecimiento de las prestaciones sociales en la parte final del año.

Finalmente, los datos más recientes de ejecución presupuestaria se refieren al Estado, que, en términos de caja, acumuló hasta noviembre un déficit de 28 mm de euros, sensiblemente menor que el registrado un año antes. Esta tendencia, mostrada en el gráfico 3 en términos de la suma móvil de doce meses, debería acelerarse en diciembre.



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a Último dato: noviembre de 2012.

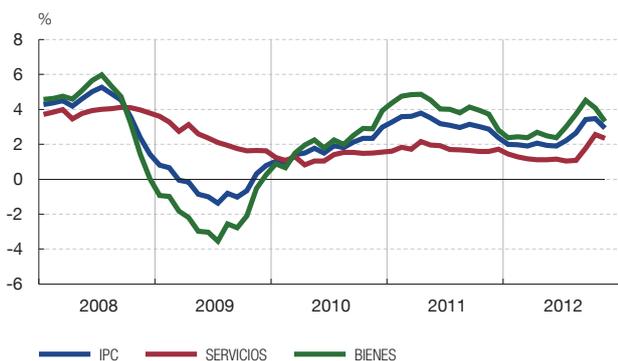
Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, el coste laboral medio decreció en términos interanuales un 0,1 % en el tercer trimestre de 2012, moderando ligeramente la caída interanual del trimestre precedente (-0,3 %). Esta evolución es coherente con la de la remuneración por asalariado registrada en la CNTR en la economía no agrícola. El estancamiento del coste laboral en el tercer trimestre fue el resultado de un ligero aumento del coste salarial (del 0,3 %) y una reducción del no salarial (-0,9 %). La información disponible acerca de la evolución de la negociación colectiva, que abarca hasta noviembre, muestra un incremento acumulado de las tarifas salariales para el año 2012 del 1,3 %, tasa ligeramente superior a la registrada hasta octubre. En noviembre, se produjo un avance notable de la negociación, al firmarse los convenios de casi un millón de trabajadores. No obstante, el grado de progreso en la negociación sigue siendo bajo en términos históricos, con 5,8 millones de trabajadores con convenio firmado entre enero y noviembre, la cifra más reducida para ese período durante los últimos 18 años. En concreto, el avance observado en noviembre se concentró en los convenios revisados, con un incremento medio de las tarifas del 1,5 %, frente al 0,7 % de los de nueva firma, un nivel próximo al 0,5 % recomendado en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva. Dado que los convenios de nueva firma contienen aumentos menores y que está pendiente de cierre una proporción elevada de estos acuerdos, cabe esperar que el incremento medio total se modere en diciembre.

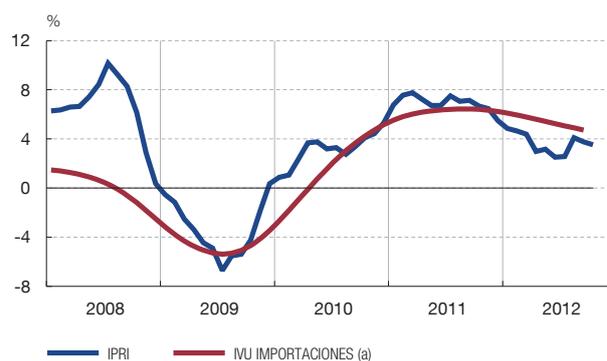
En noviembre, la tasa de variación interanual del IPC se situó en el 2,9 %, seis décimas menos que en octubre (véase gráfico 4). Esta desaceleración se explica, sobre todo, por la evolución del componente energético y, dentro del mismo, de los carburantes, cuyo precio disminuyó un 4,6 % intermensual, lo que representa una caída algo superior a la que se derivaría de la reciente moderación del precio del petróleo. Los bienes industriales no energéticos y los servicios ralentizaron en tres décimas sus tasas de avance, mientras que la inflación de los alimentos registró un aumento moderado. De modo análogo al indicador nacional, la tasa de variación interanual del IAPC se redujo en medio punto porcentual en noviembre, hasta el 3 %. En el área del euro, la ralentización de los precios fue de 0,3 puntos porcentuales (pp), hasta el 2,2 %. Como resultado, el diferencial de inflación entre España y el área del euro se recortó en dos décimas, hasta 0,8 pp.

El índice general de precios industriales se desaceleró seis décimas en noviembre hasta una tasa interanual del 2,8 %. Por componentes, tanto los precios energéticos como,

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

en mucha menor medida, los no energéticos ralentizaron su ritmo de crecimiento: en 2,3 pp (hasta un 5,6 %) y 0,1 pp (hasta un 1,8 % interanual), respectivamente. Esto último se explica por la modesta ralentización que experimentaron los precios de los bienes de consumo, ya que los de los bienes intermedios repuntaron y los de los bienes de equipo se mantuvieron estables. Por otra parte, los índices de precios de exportación y de importación de productos industriales moderaron su ritmo de crecimiento interanual en octubre en aproximadamente medio punto porcentual, hasta el 2,6 % y 2,1 %, respectivamente. En ambos casos, la ralentización se debió fundamentalmente al componente energético, mientras que, por el contrario, se aceleraron los precios de los bienes intermedios.

Evolución económica y financiera en la UEM

La evolución de los mercados financieros internacionales durante el último mes ha estado condicionada por las negociaciones sobre el llamado «precipicio fiscal», en Estados Unidos, por el desarrollo de la crisis europea y por las perspectivas de un nuevo giro expansivo en las políticas monetarias de las economías avanzadas. Las principales bolsas experimentaron subidas, aunque con un repunte en la volatilidad. En el mercado de renta fija, la rentabilidad de las referencias consideradas como más seguras aumentaron en las últimas semanas. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció frente al euro y el yen registró una sustancial depreciación frente a las divisas de las principales economías avanzadas, ante la expectativa de cambios importantes en la política monetaria del Banco de Japón, tras las elecciones. En los mercados emergentes se observaron fuertes subidas de las bolsas, mientras que los indicadores de riesgo de crédito tendieron a estabilizarse, salvo en los casos de Argentina y Venezuela, donde registraron movimientos idiosincráticos significativos. Las entradas de capitales en deuda y, especialmente, en bolsa (con una preferencia por las bolsas asiáticas) volvieron a ser muy importantes y se mantuvo un ritmo elevado de emisiones de renta fija. Por su parte, en el último mes los precios de las materias primas han prolongado la tendencia bajista iniciada en octubre, con la excepción de los metales industriales, que han repuntado con fuerza. El precio del petróleo Brent osciló en un rango de entre 107 y 113 dólares, sin apenas cambios en el conjunto del período.

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre fue revisado al alza desde una tasa de crecimiento trimestral anualizada del 2 %, en la estimación de avance, hasta el 3,1 % en la estimación final. El aumento obedece a la contribución de las existencias y de las exportaciones

netas, mientras que se produjo una reducción de la aportación positiva del consumo privado. La creación de empleo volvió a situarse por encima de lo esperado en noviembre (146.000 empleos), aunque se revisaron a la baja los dos datos anteriores, y la tasa de paro se redujo dos décimas (hasta el 7,7%), debido al descenso en la participación. Muchos indicadores de mayor frecuencia se han visto afectados por el huracán Sandy, aunque de manera temporal: así, la producción industrial y las ventas al por menor revirtieron en noviembre las caídas experimentadas en octubre. Los indicadores del mercado inmobiliario residencial siguieron ofreciendo señales predominantemente positivas. La inflación se redujo cuatro décimas en octubre, hasta el 1,8% interanual, mientras que la tasa subyacente disminuyó una décima, hasta el 1,9%. Amparada en un diagnóstico de baja inflación y elevado desempleo, en su reunión de diciembre la Reserva Federal decidió prolongar sus adquisiciones de titulizaciones hipotecarias, por un volumen neto de 40 mm de dólares mensuales, a las que se añadirán compras netas de bonos públicos de medio y largo plazo por 45 mm de dólares más, hasta que se produzca una mejora sustancial en el mercado de trabajo, lo que supondrá una notable expansión del balance del banco central. Por otro lado, la Reserva Federal ha comenzado a utilizar valores numéricos de las tasas de paro e inflación para guiar las expectativas sobre los movimientos futuros del tipo de interés oficial, señalando que mantendrá el tipo de interés de los fondos federales en el rango 0%-0,25% mientras que la tasa de paro se sitúe por encima del 6,5% y siempre que la previsión de inflación a doce años no supere en medio punto su objetivo del 2%. Mientras, el presidente Obama y las cámaras legislativas siguen negociando para evitar el llamado «precipicio fiscal», a principios de 2013.

En Japón, el PIB experimentó una contracción del -0,9% intertrimestral (crecimiento del 0,5% interanual) en el tercer trimestre, destacando la contribución negativa del sector exterior. Los indicadores adelantados apuntan a una contracción de la actividad manufacturera y a una evolución algo más positiva del sector servicios. En el ámbito externo, la balanza comercial de noviembre registró un déficit de 868,5 mm de yenes. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo en octubre en el 4,2% y la variación del IPC volvió a ser negativa (-0,4% interanual), igual que la tasa subyacente (-0,5%). En su reunión de diciembre, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,1%, aumentó en 10 billones de yenes el importe total de su Programa de Compra de Activos, hasta los 101 billones, especificó los detalles operativos de la nueva Facilidad de Estímulo al Préstamo Bancario y anunció que en la reunión de enero se discutirá su objetivo de inflación de medio y largo plazo. El resultado de las elecciones generales celebradas el 16 de diciembre dio la victoria al principal partido de la oposición, cuyo líder abogó por una política monetaria aún más activa para superar la situación de deflación, lo que ha inducido una depreciación del yen y un repunte de la bolsa en el último mes.

En el Reino Unido, la tercera estimación del PIB supuso una pequeña revisión a la baja del crecimiento intertrimestral, que se estima fue del 0,9% (0% interanual) en el tercer trimestre, destacando las aportaciones positivas del consumo privado y de la demanda externa (0,5 pp). No obstante, los indicadores del cuarto trimestre vuelven a apuntar a la debilidad de la actividad, salvo en el caso del empleo, que sigue aumentando, focalizado en la contratación a tiempo parcial. La producción industrial cayó en octubre y los indicadores de opinión sobre el sector servicios y la construcción registraron deterioros en noviembre. Asimismo, las ventas minoristas empeoraron, con datos hasta noviembre, y el déficit de la balanza comercial se incrementó en octubre, tras la mejora del tercer trimestre, por la debilidad de las exportaciones. La inflación se mantuvo estable en noviembre —tanto el índice general, en el 2,7% interanual, como el subyacente, en el 2,6%— tras el repunte de cinco décimas que experimentó el mes anterior. No hubo

cambios de política monetaria en diciembre, pero se publicaron los primeros datos sobre la utilización de la facilidad de financiación (FLS) a 30 de septiembre, que reflejan un impacto todavía limitado. La agencia de responsabilidad presupuestaria (OBR, por sus siglas en inglés) revisó a la baja sus previsiones de crecimiento para el período 2013-2017 y retrasó en un año el cumplimiento del objetivo de estabilización de la ratio de deuda pública.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció, en el tercer trimestre, un 0,1 % intertrimestral (igual que en el trimestre anterior) y, en promedio, un 0,8 % interanual. Cabe destacar las importantes diferencias entre países: la actividad se contrajo en Rumanía, República Checa y Hungría, mientras creció algo más del 1 % en los países bálticos. La demanda interna mantuvo una notable atonía —salvo en Lituania—, mientras que las exportaciones se debilitaron, si bien esto fue compensado por la contracción de las importaciones. Los indicadores más recientes mantienen el tono negativo ante el deterioro de la demanda externa. Por otra parte, la tasa de inflación armonizada de la región se redujo en noviembre en 0,6 pp, hasta el 3,3 % interanual, por la contención de los precios energéticos. En este entorno, los bancos centrales de Hungría y Polonia volvieron a bajar los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 5,75 % y el 4,25 %, respectivamente. Finalmente, Standard & Poor's redujo el *rating* soberano de largo plazo de Hungría hasta BB.

En China, tras la desaceleración del PIB hasta el 7,4 % interanual en el tercer trimestre, los datos posteriores apuntan a una estabilización de la actividad. En noviembre, la confianza empresarial, la producción industrial y las ventas minoristas fueron mejores de lo anticipado, y la inversión fija mantuvo un elevado dinamismo. Sin embargo, tras los buenos datos de comercio exterior de octubre, las exportaciones se debilitaron sustancialmente, al tiempo que las importaciones se estancaron en términos interanuales. La inflación repuntó del 1,7 % al 2 % interanual, por debajo de lo anticipado, mientras que la tasa subyacente aumentó hasta el 1,7 %. En el plano financiero, la moderación del crecimiento del crédito de noviembre continúa reflejando la cautela del banco central en la introducción de una mayor acomodación monetaria. En el resto de Asia emergente, la producción industrial y las exportaciones mostraron un comportamiento heterogéneo por países en octubre. En noviembre, la inflación interanual se redujo en la mayoría de los países de la región, aunque no se registraron variaciones en los tipos de interés oficiales.

En América Latina, el PIB regional se incrementó un 2,4 % interanual en el tercer trimestre, tres décimas menos que en el segundo. En Brasil, el crecimiento fue del 0,9 % interanual, superior al observado en el trimestre previo, pero alejado de las expectativas, debido a la fuerte caída de la inversión. En Perú, el avance de la actividad alcanzó el 6,5 % interanual, desde el 6,3 % previo, mientras que en Colombia la desaceleración fue muy notable (2,1 %, frente al 4,9 % del segundo trimestre). Finalmente, en Argentina la actividad creció un 0,7 % interanual, desde la tasa previa del 0 %. La caída de las exportaciones (-1,3 % interanual a nivel regional) y la desaceleración de la inversión (0,6 %, frente al 2 % previo) explicarían la menor tasa de crecimiento. La inflación disminuyó en noviembre hasta el 6 %, una décima menos que en octubre, tendencia observada en todos los países salvo en Brasil. No hubo cambios en los tipos de interés oficiales, incluido Brasil, donde el ciclo de relajación monetaria se detuvo. En este país, el Banco Central intervino en el mercado de divisas para contener la depreciación del real y se relajaron los controles de capitales instrumentados mediante el impuesto sobre las transacciones financieras. Además, se anunciaron nuevos estímulos públicos a la construcción y las infraestructuras, y se extendió a 2013 el Programa de Apoyo a la Inversión. En México, la nueva Administración firmó

un pacto de amplio alcance con el resto de las fuerzas políticas para impulsar reformas estructurales. Por último, en Argentina, las decisiones judiciales sobre la deuda reestructurada y los *holdouts* mantienen el diferencial soberano elevado, si bien el riesgo de impago técnico de las obligaciones externas se ha mitigado.

En la zona del euro, la segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó que el PIB experimentó una caída, en términos intertrimestrales, de un 0,1 % para el período de julio a septiembre tras el descenso del 0,2 % en el segundo trimestre. Esta disminución del producto respondió al retroceso de la formación bruta de capital fijo y, en menor medida, del consumo público, mientras que el consumo privado permaneció estancado. De esta forma, la demanda interna contribuyó de forma negativa a la tasa de crecimiento del PIB, en la misma magnitud (0,2 %) que lo hicieron las existencias, mientras que el saldo neto exterior aportó tres décimas, resultado de un aumento de las exportaciones mayor que el de las importaciones, aunque en ambos casos se ha ralentizado su crecimiento. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB —ajustado de estacionalidad— se situó en el -0,6 %, una décima inferior a la observada en el trimestre precedente. En este contexto, el ejercicio de proyección de diciembre del Eurosistema contempla un crecimiento del PIB comprendido entre el -0,6 % y el -0,4 % para 2012, entre el -0,9 % y el 0,3 % en 2013 y entre el 0,2 % y el 2,2 % en 2014, lo que supone una significativa revisión a la baja de las perspectivas económicas. Estas proyecciones, por otra parte, continúan sujetas a riesgos a la baja.

En línea con el retroceso de la actividad, el empleo mostró un empeoramiento en el tercer trimestre, de forma que el número de empleados disminuyó un 0,2 % en relación con el período anterior, lo que supuso una caída del 0,7 % en términos interanuales. Al mismo tiempo, la tasa de paro aumentó una décima, hasta el 11,7 %, en octubre. Además, el crecimiento de la remuneración por asalariado en un momento en el que la productividad aparente del trabajo se mantuvo casi estancada se tradujo en un incremento de los costes laborales del 1,5 %. Por su parte, los márgenes empresariales se redujeron nuevamente.

La información más reciente apunta a que continuará el deterioro de la actividad del área en el cuarto trimestre, si bien los indicadores de oferta referidos a noviembre han mostrado un tono menos negativo que en el mes anterior. Así, la producción industrial disminuyó un 1,4 % en octubre (tras la caída del 2,3 % en el mes precedente) y los indicadores de opinión de noviembre mejoraron respecto al mes anterior —aunque permanecen en niveles que continúan sugiriendo que la actividad sigue contrayéndose—, al igual que lo hizo la estimación preliminar de las encuestas de directores de compras de manufacturas en diciembre. Este perfil se repite en el caso de los servicios, tanto para los indicadores de confianza de la Comisión Europea en noviembre como para las encuestas a los directores de compras en diciembre. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor se redujeron en octubre y el indicador de confianza de los consumidores retrocedió en el mes de noviembre, manteniéndose en diciembre, mientras que las matriculaciones mostraron un tímido avance (véase cuadro 1). En cuanto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos presentó una ligera mejora en noviembre. Finalmente, las ventas al exterior, según información procedente de la balanza comercial, disminuyeron en octubre, mientras que la valoración de la cartera de pedidos exteriores registró en noviembre una evolución menos negativa.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, disminuyó tres décimas en noviembre, hasta situarse en el 2,2 % (véase gráfico 5). Por componentes, se registró un descenso generalizado —con la excepción de los bienes industriales

		2012					
		Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	-2,7	-1,3	-2,8	-3,6		
	Comercio al por menor	-1,3	-0,7	-1,6	-3,6		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-15,3	-9,8	-12,0	-15,3	-15,2	
	Indicador de confianza de los consumidores	-21,5	-24,6	-25,9	-25,7	-26,9	-26,6
	Indicador de confianza industrial CE	-15,1	-15,4	-15,9	-18,3	-15,1	
	PMI de manufacturas	44,0	45,1	46,1	45,5	46,2	46,3
	PMI de servicios	47,9	47,2	46,2	46,0	46,7	47,8
	IAPC	2,4	2,6	2,6	2,5	2,2	
Variables monetarias y financieras	M3	3,6	2,9	2,6	3,9		
	M1	4,7	5,2	5,0	6,4		
	Crédito a los sectores residentes	1,0	0,5	0,5	0,5		
	AAPP	9,4	8,1	8,2	8,8		
	Otros sectores residentes	-1,0	-1,2	-1,2	-1,4		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	1,0	0,9	0,8	0,8		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-0,2	-0,4	-1,2	-1,5		
	Eonia	0,18	0,11	0,10	0,09	0,08	0,07
	Euríbor a tres meses	0,50	0,33	0,25	0,21	0,19	0,19
	Euríbor a un año	1,06	0,88	0,74	0,65	0,59	0,55
	Rendimiento bonos a diez años	3,25	3,01	2,43	2,31	2,25	2,11
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,74	-1,34	-0,71	-0,58	-0,59	-0,44
	Tipo de cambio dólar/euro	1,229	1,240	1,286	1,297	1,283	1,309
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	0,4	5,4	5,9	8,1	11,2	14,3

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 21 de diciembre de 2012.

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

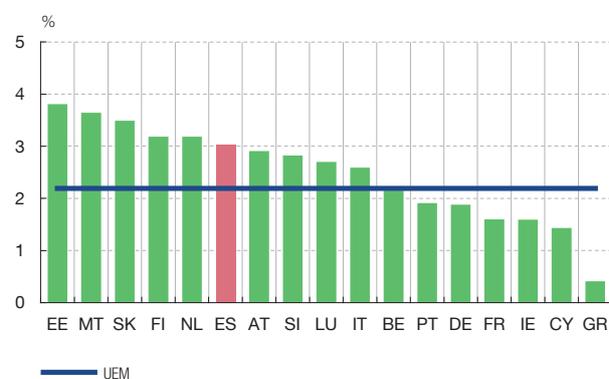
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO

Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



NOVIEMBRE 2012



FUENTE: Eurostat.

no energéticos—, aunque más acusado en la tasa de variación interanual del IAPC de energía. De esta forma, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se mantuvo en niveles moderados, del 1,6 %. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se redujo una décima en octubre, hasta el 2,6 %. El ejercicio de proyecciones del Eurosistema prevé una tasa de inflación en torno al 2,5 % para 2012, entre 1,1 % y 2,1 % en 2013 y de entre el 0,6 % y el 2,2 % para 2014, que supone, en comparación con el ejercicio de septiembre, una revisión a la baja para 2013. Estas proyecciones de la evolución de los precios continúan estando sujetas a riesgos equilibrados.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 6 de diciembre, mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación (OPF) y en el 0 % y el 1,50 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. Asimismo, el Consejo anunció que seguirá realizando las OPF mediante procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que sea necesario y, al menos, hasta el 9 de julio de 2013, fecha en que finaliza el sexto período de mantenimiento de 2013.

Los diferenciales de deuda soberana de los países sometidos a tensiones financieras han continuado mostrando un comportamiento volátil en los días transcurridos de diciembre. En Grecia, los diferenciales se contrajeron tras la operación de recompra de bonos llevada a cabo por el Tesoro heleno y la aprobación por parte del Eurogrupo para que la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) libere el segundo desembolso —de 49,1 mm de euros— correspondiente a su segundo programa de ajuste. Por otro lado, las tensiones políticas surgidas en Italia a comienzos de mes se tradujeron en incrementos de los diferenciales tanto en el propio país como en España e Irlanda. Más tarde, volvieron a reducirse tras los avances en el proceso hacia una mayor unión bancaria en Europa.

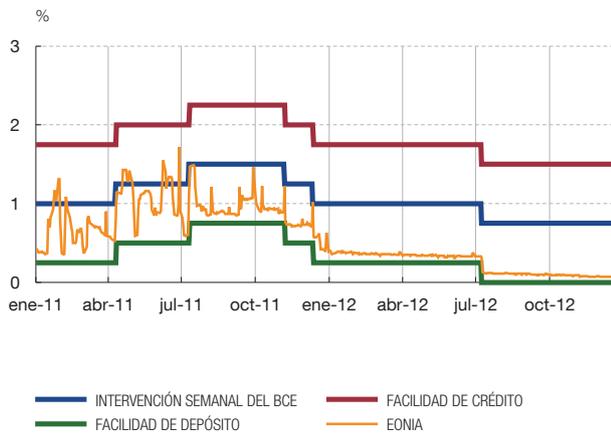
En este sentido, el Consejo Europeo ratificó los días 13 y 14 de diciembre las decisiones del ECOFIN del día anterior en el que se alcanzó un consenso en torno a una aproximación general al paquete legislativo que constituye la base para el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión. Según el acuerdo alcanzado, el mecanismo estará formado por las autoridades supervisoras nacionales y el BCE, que será el responsable directo de la supervisión de todas las entidades que superen un determinado umbral de activos y de aquellas que reciban asistencia financiera. La creación de un nuevo Consejo de Supervisión en el seno del BCE permitirá una separación rigurosa de las funciones de política monetaria y de supervisión. El BCE asumirá esta tarea el 1 de marzo de 2014 como muy pronto, o doce meses después de que entre en vigor esta legislación, cuyos detalles deberán ser finalizados entre el Parlamento y el Consejo Europeo. Por otra parte, el Consejo aprobó también una hoja de ruta para continuar avanzando hacia el objetivo de completar el diseño futuro de la Unión Económica y Monetaria. El calendario acordado establece que la Comisión Europea deberá presentar a lo largo de 2013 una propuesta para la puesta en marcha de un mecanismo integrado de resolución de entidades y también se estudiarán propuestas para aumentar la coordinación de las políticas económicas y la introducción de acuerdos contractuales para acelerar la implementación de reformas. Finalmente, el Consejo urgió a la finalización del denominado «Two-Pack», que contiene dos regulaciones para reforzar la supervisión macroeconómica y fiscal de los países de la zona del euro.

Los tipos de interés de los depósitos continuaron reduciéndose en los plazos más largos durante el mes de diciembre, situándose en el 0,1 % a un mes y en el 0,5 % para las operaciones con plazo de vencimiento a un año (véase gráfico 6).

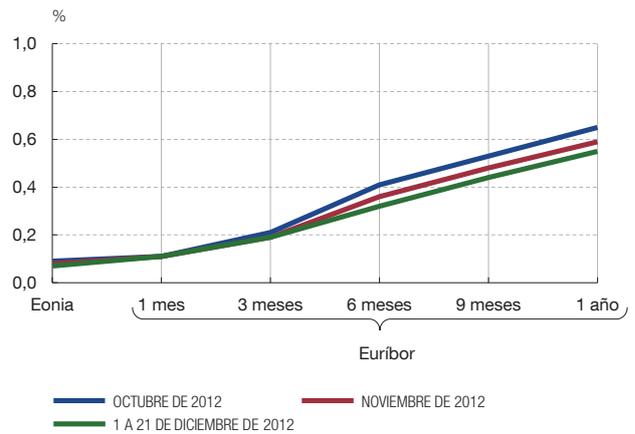
TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6

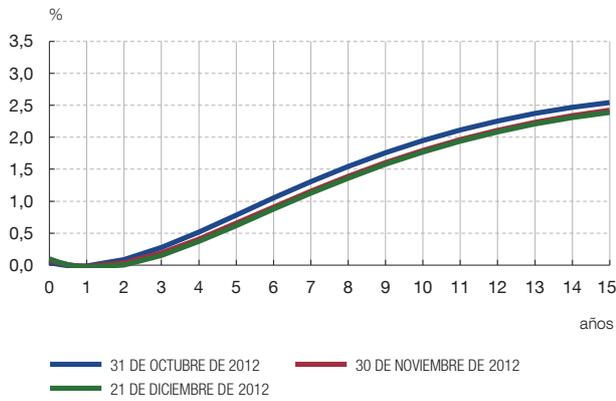
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



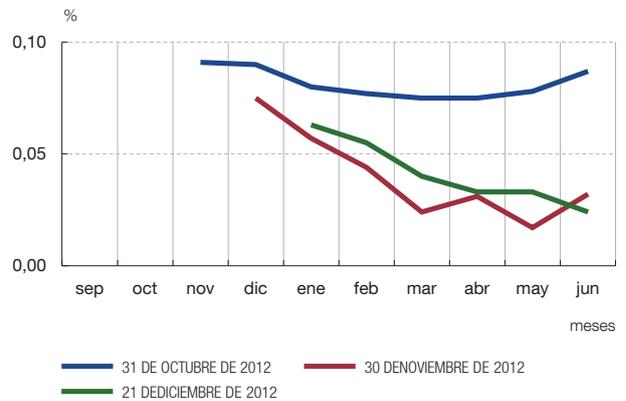
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO

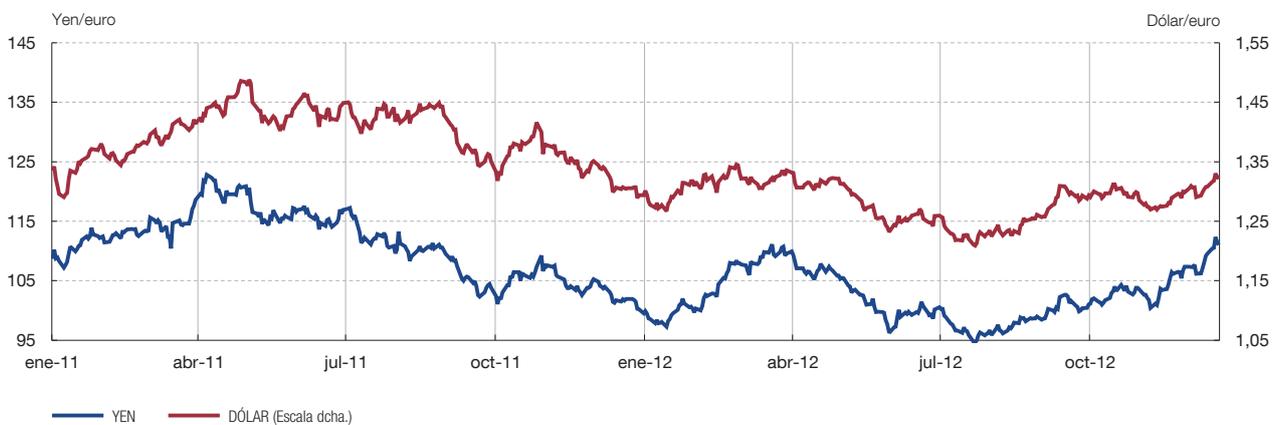


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTE: Banco Central Europeo.

En porcentaje

	2009	2010	2011	2012				
	Dic	Dic	Dic	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic (a)
Tipos bancarios (b)								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	2,62	2,66	3,66	3,31	3,18	3,18
Crédito para consumo y otros fines	6,96	6,35	7,29	7,76	7,50	7,34
Depósitos	1,39	1,70	1,72	1,50	1,72	1,70
Sociedades no financieras								
Crédito (c)	2,95	3,24	4,02	3,68	3,56	3,64
Mercados financieros (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	0,80	3,05	3,40	2,55	2,44	2,44	2,37	2,08
Deuda pública a cinco años	2,73	4,64	4,63	5,78	4,80	4,49	4,61	4,28
Deuda pública a diez años	3,80	5,37	5,50	6,58	5,92	5,65	5,69	5,35
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,62	2,47	3,43	5,21	4,42	4,15	4,33	4,01
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,72	1,70	2,69	3,56	2,85	2,49	2,32	1,89
IBEX 35 (f)	29,84	-17,43	-13,11	-13,38	-10,01	-8,44	-7,37	-3,21

FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Media de datos diarios hasta el 21 de diciembre de 2012.
- b En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines, como consecuencia de que, a partir de dicho mes, no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
- c Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- d Medias mensuales.
- e Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2010.
- f Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones marcaron una senda ascendente en diciembre, acumulando los principales índices, a la fecha de cierre de este Boletín, ganancias en torno al 2,9%. Por su parte, el tipo de cambio del euro frente al dólar se apreció alrededor del 1,7% en este mismo período, hasta situarse en torno a los 1,32 dólares/euro, y en términos efectivos nominales, un 1% (véase gráfico 7).

Los préstamos a las sociedades no financieras ajustados de ventas y titulaciones profundizaron su caída en octubre hasta el -1,5%, mientras que el crecimiento de los préstamos a hogares se mantuvo estable en el 0,8%. Por último, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 aumentó hasta el 3,9% frente al 2,6% de septiembre.

Evolución financiera en España

Durante los días transcurridos de diciembre se ha producido una ligera revalorización de los índices bursátiles nacionales, al tiempo que la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo ha oscilado alrededor del nivel registrado al cierre de noviembre. Por su parte, la información más reciente de los balances de los distintos agentes no financieros, correspondiente a octubre, muestra un incremento en el ritmo de contracción interanual de los recursos ajenos de las empresas, que ha venido acompañado de una cierta estabilidad en el crecimiento de la deuda de las AAPP y en el retroceso de los pasivos de las familias y de los activos más líquidos del sector privado. Los datos provisionales referidos a noviembre apuntan a que en dicho mes habría vuelto a elevarse la tasa de reducción interanual del crédito concedido a las sociedades no financieras, mientras que la de la financiación a los hogares se habría mantenido sin cambios y la de los activos financieros líquidos de ambos sectores se habría moderado.

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2012	2010	2011	2012		
	Oct (b)	Dic	Dic	Ago	Sep	Oct
Financiación total	2.860,7	3,2	1,6	1,0	1,1	0,9
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	2.044,3	0,4	-2,1	-3,5	-3,6	-3,9
Hogares e ISFLSH	838,1	0,2	-2,4	-3,4	-3,6	-3,5
<i>De la cual:</i>						
<i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>	645,4	0,7	-1,7	-3,1	-3,3	-3,4
<i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>	189,8	-1,3	-4,7	-4,4	-4,7	-4,0
Sociedades no financieras	1.206,2	0,6	-2,0	-3,6	-3,7	-4,2
<i>De la cual:</i>						
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i>	784,1	-1,0	-4,2	-5,9	-5,9	-6,8
<i>Valores de renta fija (d)</i>	72,4	10,6	7,6	8,6	9,5	13,0
Administraciones Públicas (e)	816,4	14,1	14,2	14,6	15,3	15,5
Valores a corto plazo	83,3	2,1	9,0	-20,3	-12,7	-7,6
Valores a largo plazo	562,8	15,5	15,4	14,4	15,0	13,8
Créditos y resto	170,4	19,4	13,7	41,4	37,5	39,6

FUENTE: Banco de España.

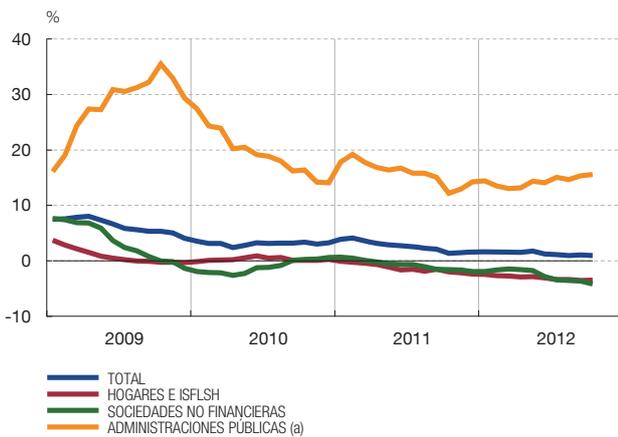
- a** La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.
b Saldo en miles de millones de euros.
c Incluye los créditos titulizados.
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.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

Los tipos de interés negociados de la deuda pública española se mantuvieron, durante la parte transcurrida de diciembre, en torno a los niveles del cierre del mes precedente, si bien su comportamiento continuó siendo bastante volátil. En términos medios, la rentabilidad de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y la de los bonos a diez años se situó en el 2,08 % y 5,35 %, respectivamente, lo que supone unos 30 puntos básicos (pb) menos que las correspondientes cifras de noviembre (véase cuadro 2). Una evolución similar tuvieron el diferencial de rentabilidad con el bono alemán a diez años y las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas, con un valor promedio cercano a los 401 pb y 189 pb, respectivamente, 32 pb y 43 pb por debajo de los registros del mes anterior.

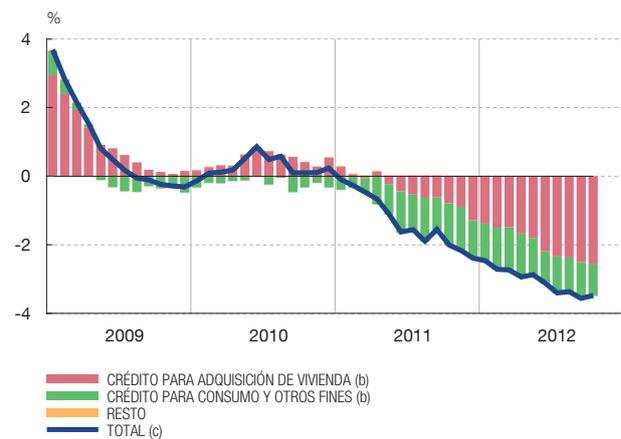
En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 4,5 % por encima del nivel alcanzado a finales de noviembre, ganancia superior a las experimentadas, durante el mismo período, por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM y por el S&P 500 de Estados Unidos, que fueron del 2,9 % y del 1 %, respectivamente. En términos acumulados desde principios del año, el IBEX 35 mostraba un retroceso del 3,2 %, frente a las revalorizaciones del 14,4 % del EUROSTOXX 50 y del 13,7 % del S&P 500.

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las nuevas operaciones con su clientela, referentes a octubre, muestran una evolución diferenciada por instrumentos. Así, en el caso del coste de la financiación a los hogares para consumo y otros fines distintos de la compra de inmuebles, que suele presentar una mayor variabilidad, se produjo un abaratamiento, con respecto al mes precedente, de 16 pb, hasta el 7,34 %. Por su parte, los tipos de interés de los créditos para adquisición de vivienda y de los depósitos de las familias no experimentaron variaciones significativas, situándose en el

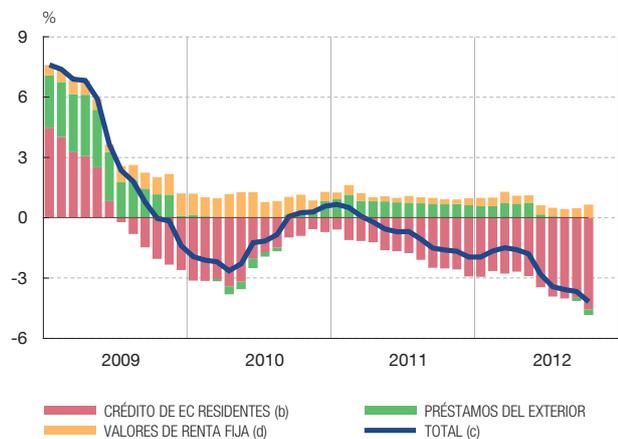
CRECIMIENTO INTERANUAL



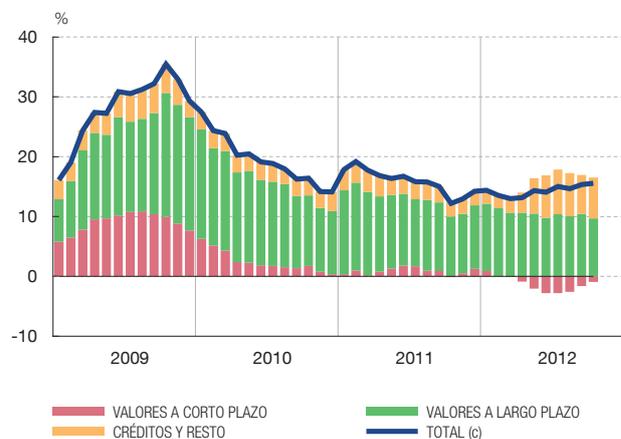
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

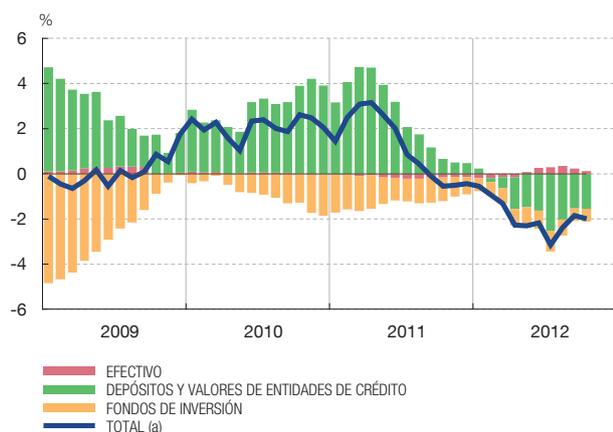
- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b Incluye los créditos titulizados.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras.

3,18 % y el 1,7 %, respectivamente, mientras que el precio de los nuevos fondos prestados a las empresas se incrementó 8 pb, hasta alcanzar el 3,64 %.

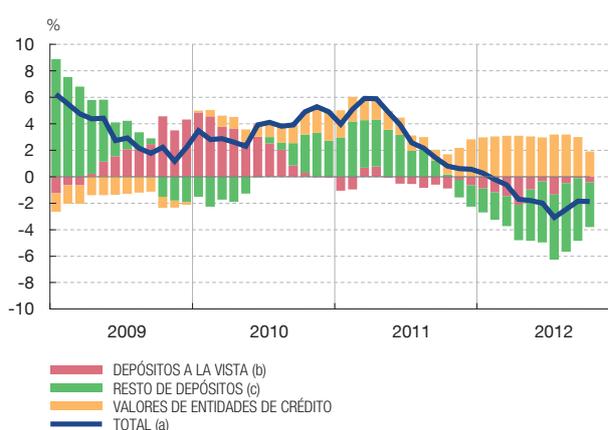
En octubre, el avance interanual de la financiación recibida por el conjunto de los agentes residentes no financieros se situó en el 0,9 %, cifra ligeramente inferior a la de los dos meses anteriores (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por instrumentos, se observó un aumento en el ritmo de contracción interanual de la deuda de las empresas, que alcanzó el 4,2 % (0,5 pp superior al de septiembre), y una cierta estabilidad en las tasas de retroceso de los fondos captados por los hogares y de crecimiento de los pasivos de las AAPP.

La tasa de descenso interanual de los pasivos de las familias se situó en octubre en el 3,5 %, 0,1 pp menos que en el mes precedente. La desagregación por finalidades muestra un ligero aumento en el retroceso interanual del crédito para adquisición de vivienda, hasta el 3,4 %, mientras que en el destinado al consumo y otros fines se produjo una cierta moderación en el ritmo de reducción (4 %, 0,7 pp inferior al de septiembre). En el caso de

TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS. CONTRIBUCIONES



DEPÓSITOS Y VALORES DE ENTIDADES DE CRÉDITO. CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

- a Crecimiento interanual.
- b Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.
- c Depósitos a plazo, cesiones temporales y depósitos de residentes en sucursales extranjeras de entidades de depósito residentes.

los recursos obtenidos por las sociedades no financieras, la acentuación de la caída de la deuda en relación con el nivel de hace un año se explica fundamentalmente por el incremento en el ritmo de descenso de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes, que se situó en el 6,8 % (0,9 pp superior al del mes anterior), ya que las emisiones de valores de renta fija continuaron presentando un mayor dinamismo, con una expansión del saldo del 13 % en los últimos doce meses.

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las AAPP fue, en octubre, del 15,5 %, 0,2 pp por encima del dato del mes precedente. Por instrumentos, se observó una menor contracción de los valores a corto plazo, una desaceleración de los valores a largo plazo y un incremento en el ritmo de avance del crédito, hasta alcanzar cifras cercanas al 40 %.

En octubre, la caída interanual del saldo de los activos financieros más líquidos de las carteras de los hogares y de las sociedades no financieras se situó en el 2 %, cifra similar a la de septiembre (véase gráfico 9). Por instrumentos, esta evolución resultó de la menor contracción interanual de los depósitos, que compensó la pérdida de dinamismo de las tenencias de efectivo y de valores emitidos por las entidades de crédito.

21.12.2012.