

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

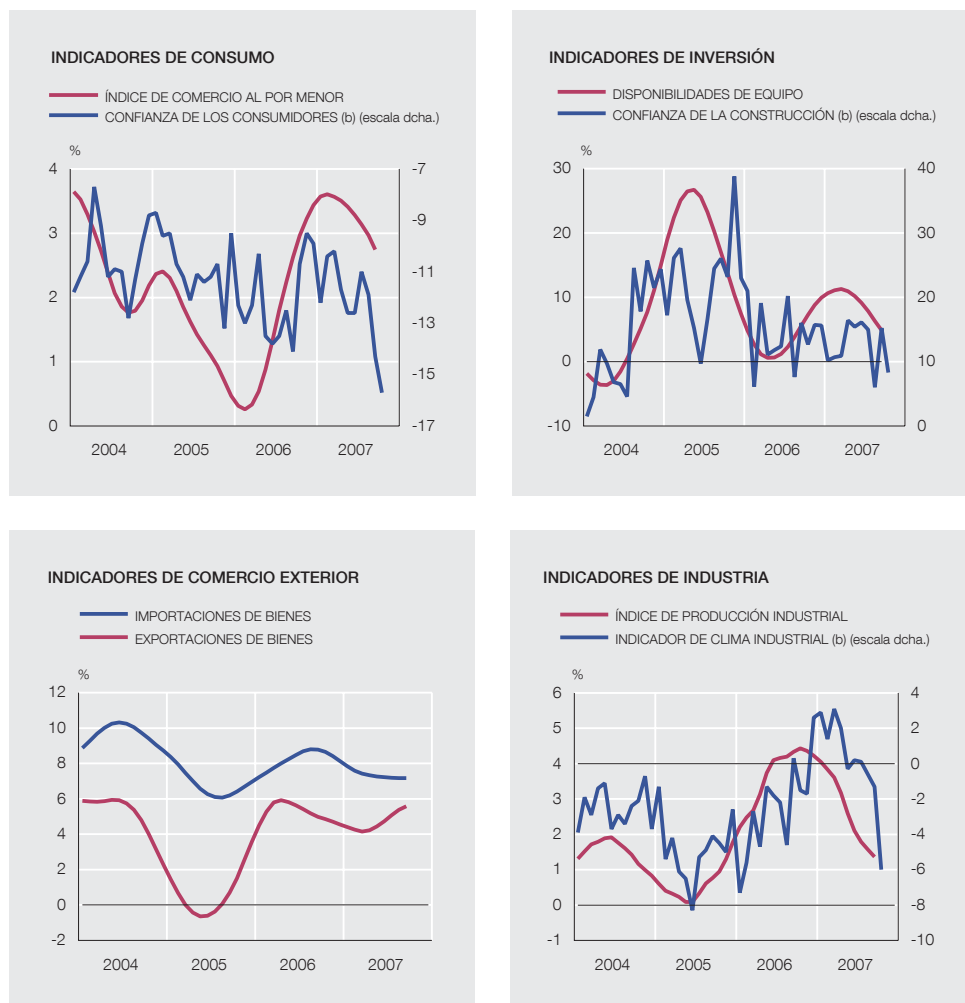
Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral¹, el crecimiento interanual del PIB real de la economía española se situó en el 3,8% en el tercer trimestre de 2007, dos décimas menos que en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el producto se expandió un 0,7%, tasa también dos décimas inferior a la del segundo trimestre. Esta ligera moderación del PIB en el tercer trimestre fue el resultado de un comportamiento más contenido de la demanda nacional, cuyo crecimiento interanual se redujo en cinco décimas y se situó en el 4,1%. No obstante, este comportamiento fue parcialmente compensado por la aportación menos negativa del sector exterior, cuya contribución a la expansión del producto mejoró tres décimas, pasando a representar -0,6 puntos porcentuales (pp) en el tercer trimestre. El ritmo de actividad en la economía española siguió siendo superior al de la zona del euro y al del conjunto de la UE, cuyas tasas de crecimiento en el tercer trimestre repuntaron suavemente hasta el 2,6% y el 2,9%, respectivamente.

Por el lado de la demanda nacional, se observó una cierta desaceleración del consumo privado, cuya tasa interanual se redujo tres décimas, hasta el 3%, mientras que el consumo público se aceleró ocho décimas, hasta el 5,8%. Los cambios más significativos se apreciaron en la inversión en capital fijo, cuyo ritmo de crecimiento disminuyó en un punto porcentual, hasta el 5,6%, debido a la pérdida de dinamismo de sus distintos componentes. Así, la inversión en bienes de equipo redujo casi 2 pp su ritmo de avance, aunque continuó mostrando una tasa de crecimiento muy elevada (11,2%), mientras que la inversión en construcción y la inversión en otros productos se ralentizaron en torno a ocho décimas respecto al segundo trimestre. La inversión en vivienda —que forma parte del agregado de construcción— vio su tasa de expansión reducida en 0,8 pp, situándose su ritmo interanual ligeramente por debajo del 3% en el tercer trimestre. En cuanto al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios experimentaron un mayor dinamismo en el tercer trimestre. Además, aunque la tasa de expansión de las compras al exterior siguió siendo superior a la de las ventas, la brecha se redujo sustancialmente, lo que permitió la mejora antes comentada en la aportación de este sector al crecimiento. Desde la óptica del valor añadido, en el tercer trimestre se ha observado una moderación de los ritmos de crecimiento de la industria y de la construcción, mientras que la rama primaria y la de servicios —tanto de mercado como de no mercado— mostraron suaves repuntes. Finalmente, el empleo disminuyó su tasa de avance en dos décimas, aunque siguió creciendo a un ritmo relativamente elevado, del 3%, de forma que la productividad aparente del trabajo mantuvo un crecimiento del 0,8%, similar al de los dos primeros trimestres del año. Las estimaciones de la CNTR muestran que en el tercer trimestre de 2007 el deflactor del PIB volvió a aminorar su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 2,9%, tres décimas menos que en el trimestre anterior. Análogamente, el deflactor del consumo privado recortó una décima su ritmo de avance interanual, hasta el 2,3%.

Entre la información más reciente referida al consumo privado, los indicadores disponibles sobre el cuarto trimestre son todavía escasos. En octubre, la confianza de los consumidores retrocedió por segundo mes consecutivo, situándose en el nivel más bajo desde 2003, lo que puede estar ligado a los episodios de inestabilidad financiera que comenzaron en verano y a las significativas alzas que han tenido lugar recientemente en los precios de consumo

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



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. Nivel de la serie original.

(véase gráfico 1). Por el contrario, en el caso de la confianza del comercio al por menor se observó una cierta recuperación en octubre, tras la disminución registrada en septiembre. Las matriculaciones de automóviles se incrementaron en octubre a un ritmo interanual del 3,4%, frente a las tasas negativas de los meses previos, aunque en términos desestacionalizados continuó observándose una caída frente al mismo mes del año anterior. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial disminuyó al inicio del cuarto trimestre, hasta situarse en el valor mínimo del año, lo que sugeriría unas menores necesidades de ampliación del capital instalado. Sin embargo, el indicador del clima en el sector productor de esos bienes mostró en octubre un nivel superior al registrado en la media de los nueve primeros meses del año.

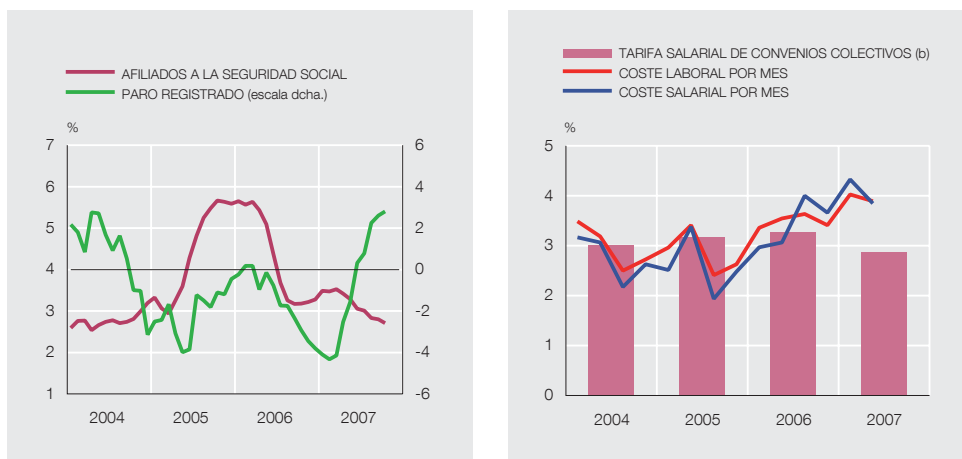
En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles apuntan, en general, a que en la última parte del año va a proseguir su desaceleración gradual. En particular, los indicadores de empleo muestran síntomas de un menor dinamismo de la actividad del sector. Así, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social presentó en octubre un ritmo interanual de expansión del 0,2%, frente al 1,3% del trimestre anterior, mientras que el número de parados registrados continuó repuntando en ese mes, con una tasa de crecimiento del

12,6%, algo más de 3 pp por encima del incremento del tercer trimestre. El indicador de confianza del mes de octubre experimentó, asimismo, un acusado retroceso respecto al mes anterior. Por el contrario, el consumo aparente de cemento se expandió en octubre a un ritmo del 5,2%, que contrasta con el comportamiento contractivo observado en el tercer trimestre. Los indicadores de carácter adelantado también apuntan, en general, a una prolongación de la desaceleración de la inversión en construcción en los meses venideros. En particular, el número de visados de viviendas nuevas disminuyó en agosto a un ritmo más pronunciado que en los meses anteriores. Por último, en cuanto a la obra civil, la licitación oficial se redujo en el mes de agosto en términos interanuales, si bien en los últimos doce meses mantiene un elevado dinamismo.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 3,4% en septiembre, por debajo del ritmo de crecimiento del mes anterior, mientras que las importaciones repuntaron ligeramente respecto a agosto, creciendo a un ritmo del 4,3%. Por tipos de bienes, en la vertiente exportadora los bienes de equipo y los de consumo experimentaron tasas interanuales negativas en septiembre, del -1,2% y -0,8%, respectivamente, mientras que el componente más dinámico de las ventas al exterior ese mes fue el de los bienes intermedios (7,1%). Por el lado de las importaciones, en septiembre cabe destacar el aumento de las compras reales de bienes de consumo alimenticio (14%), lo que puede ser un síntoma de la escasez de oferta nacional y de las alzas de precios que han tenido lugar en las últimas semanas. En el conjunto del tercer trimestre, el crecimiento de las exportaciones reales de bienes se situó en el 6,7% —casi 4 pp más que en el trimestre anterior—, mientras que las compras al exterior se expandieron un 7,2%, tasa similar a la del segundo trimestre. Por áreas geográficas, en el tercer trimestre se observó una recuperación de las ventas, tanto a la zona del euro como al resto del mundo, si bien las exportaciones fuera del área del euro siguieron mostrando tasas de avance más elevadas. El déficit comercial en términos nominales se incrementó algo menos de un 8% en el período enero-septiembre de 2007 respecto al mismo período del año anterior, lo que supone aproximadamente la mitad de la tasa de deterioro registrada en 2006.

Respecto al turismo, la información de la CNTR muestra una cierta recuperación de los ingresos reales en el tercer trimestre, en línea con la mejoría observada en los principales indicadores del sector, si bien la tasa interanual siguió siendo negativa (-0,7%, frente al -2,2% en el segundo trimestre). En octubre, el número de turistas extranjeros se estancó en términos interanuales, frente a un aumento del 2,3% en el tercer trimestre. Por otro lado, según la Encuesta de Ocupación Hotelera, durante el mes de octubre el número de pernoctaciones en hoteles de turistas extranjeros fue del 2,1%. La información sobre gasto nominal de los turistas, procedente de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), muestra un avance en el período enero-septiembre del 3,5%, que, como en años anteriores, es el resultado de un cierto aumento en el número de turistas extranjeros y de su gasto medio diario, cuyo impacto en el gasto se ve reducido por la menor estancia media de esos turistas en España.

Los datos de la Balanza de Pagos para los ocho primeros meses del año mostraron un aumento de la necesidad de financiación de la economía de hasta 64 mm de euros, un 22% superior a la contabilizada en igual período del año anterior. El déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en ese mismo período se elevó en 66 mm de euros, frente a 56 mm en el mismo período de 2006. La ampliación del déficit por cuenta corriente se debió al aumento del déficit de la balanza de rentas y, en menor medida, al incremento de los saldos negativos de la balanza comercial y de la balanza de transferencias corrientes. Por su parte, el superávit del saldo de servicios experimentó un ligero avance, como resultado de la mejora en la rúbrica de turismo y viajes (un 1,2% en términos interanuales) y de la disminución del déficit de los otros servicios. Por



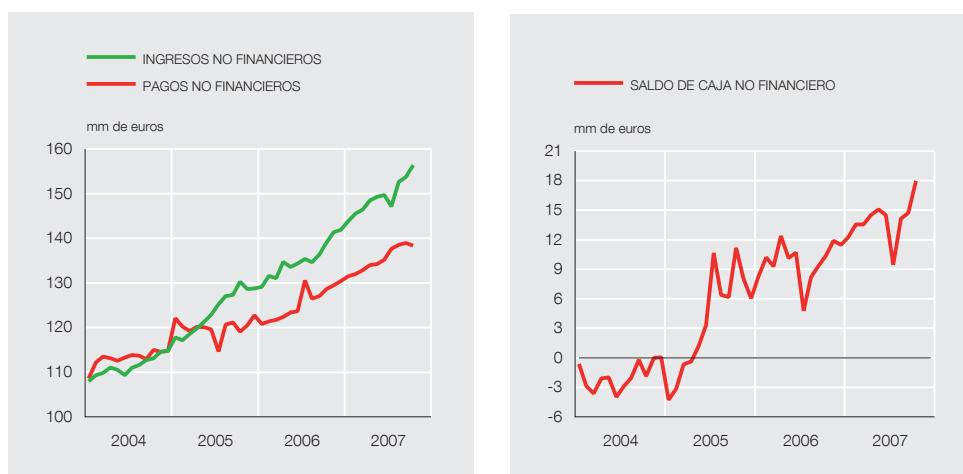
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta octubre de 2007.

su parte, la cuenta de capital registró un superávit de 2 mm de euros en los ocho primeros meses del año, un 25% menor al del mismo período de 2006, como consecuencia de la reducción de los ingresos de las AAPP en concepto de transferencias de capital procedentes de la UE.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial prolongó en septiembre la trayectoria de desaceleración que ha venido mostrando en los últimos meses. Su crecimiento interanual fue del 0,8%, una vez corregida la serie del efecto calendario, inferior al registrado en el mes de agosto. El resto de la información coyuntural correspondiente a la industria resulta coincidente con ese menor dinamismo. Así, el índice PMI correspondiente al mes de octubre cayó 1,2 pp, hasta situarse en los 49,6 puntos, mientras que el indicador de confianza de la Comisión Europea empeoró significativamente en octubre. No obstante, algunos indicadores, como las entradas de pedidos o las cifras de negocio, presentaron una evolución más positiva en septiembre, lo que podría anticipar una menor atonía en los últimos meses del año. Por último, los afiliados a la Seguridad Social en este sector mantuvieron en octubre un ritmo de crecimiento del 2,5%, y el paro registrado continuó reduciéndose, aunque con una caída interanual (-2,2%) algo menos pronunciada que en el trimestre anterior. En cuanto a los servicios, su indicador de confianza experimentó en octubre un leve deterioro, después del significativo retroceso registrado en septiembre. El índice PMI de este sector, en cambio, mejoró ligeramente en octubre. Las afiliaciones del sector a la Seguridad Social continuaron desacelerándose de forma suave en octubre, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 2,9%, tres décimas menos que en septiembre, al tiempo que el paro registrado evolucionó de forma negativa, pues se incrementó un 3%, en términos interanuales, en octubre.

El empleo, según la CNTR, creció un 3% en el tercer trimestre, dos décimas menos que en el anterior, con lo que la productividad aparente del trabajo mantuvo una tasa de variación del 0,8%. Los indicadores más recientes apuntan a que en el cuarto trimestre seguirían produciéndose avances más moderados en la creación de empleo. En particular, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en octubre a un ritmo interanual del 2,7%, en términos de la media de datos diarios, dos décimas menos que en el tercer trimestre. Respecto al desempleo, el número de parados prolongó en octubre el perfil de crecimiento que se viene observando desde finales del primer trimestre, repuntando ligeramente hasta una tasa interanual del 2,8%, frente al 2,6% de septiembre (véase gráfico 2).



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

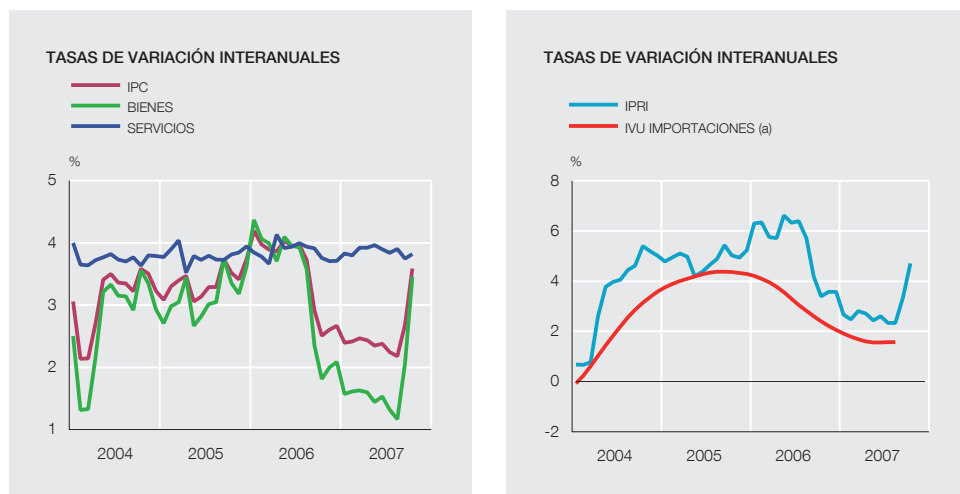
a. Último dato: octubre de 2007.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta octubre de 2007 un superávit de 28.218 millones de euros (2,7% del PIB), frente al superávit de 22.294 millones de euros (2,3% del PIB) registrado hasta octubre de 2006. Los recursos no financieros experimentaron un ritmo de crecimiento del 10,7% respecto al mismo período del año anterior, siendo el crecimiento de los empleos no financieros de un 7,4%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta octubre se saldó con un superávit de 25.079 millones de euros, notablemente superior al superávit de 18.587 millones registrado en el mismo período del pasado año (véase gráfico 3). A lo largo del mes los ingresos se desaceleraron ligeramente con una tasa de variación del 11,7%, frente al 11,9% en septiembre. Por su parte, los pagos mostraron también una desaceleración, mayor que los ingresos, con una tasa de variación del 7,6%, frente al 9,3% en septiembre. En conjunto, los ingresos se están comportando mejor de lo previsto en el Avance de Liquidación del año 2007 incluido en los Presupuestos Generales del Estado para 2008, en tanto que los pagos continúan creciendo por debajo de lo previsto en dicho Avance de Liquidación.

Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración de asalariados creció un 3,7% en el tercer trimestre de 2007, tasa similar a la de los dos trimestres anteriores, tras la revisión al alza realizada y que ha conducido a que los costes laborales por unidad de producto también hayan repuntado significativamente. En cuanto a la negociación colectiva, según los datos más recientes, las tarifas salariales pactadas en los convenios registrados hasta el 30 de septiembre, que afectan a siete millones de trabajadores, aumentaron en promedio un 2,9%. Por ramas, los incrementos medios pactados van desde un 2,8% en los servicios, hasta un 3,5% en la construcción, donde comienzan a apreciarse los efectos del convenio plurianual (2007-2011) firmado a nivel nacional, si bien el número de trabajadores afectados por los todavía escasos convenios firmados en esta última rama no es aún representativo. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 —que repercute en el salario cobrado en 2007— se mantiene en 0,3 pp, muy por debajo de los 0,9 pp que supuso la activación de esas cláusulas en el ejercicio precedente.

En octubre, el ritmo de variación interanual del IPC registró un incremento de nueve décimas respecto al mes precedente, hasta el 3,6% (véase gráfico 4). La aceleración del índice general



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

se explicó, casi en su totalidad, por el acusado repunte de los precios de la energía, hasta el 7%, debido tanto a un efecto base como al encarecimiento reciente del petróleo, y de los alimentos elaborados, cuya tasa de crecimiento interanual alcanzó el 6,1%. Los precios de los alimentos no elaborados también experimentaron un leve repunte al mes de septiembre (hasta el 4,7%), así como los servicios (hasta el 3,8%), mientras que los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron estable su reducido ritmo de aumento interanual en el 0,4%. Todo ello condujo a que el IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registrara un incremento en octubre de cinco décimas en su tasa interanual, hasta el 3,1%. El índice armonizado (IAPC) también creció en ese mes un 3,6%, nueve décimas más que en septiembre, aumento superior al que se registró en la UEM, de modo que el diferencial de inflación con esa área se amplió hasta cerca de un punto porcentual.

El índice de precios industriales repuntó en octubre por segundo mes consecutivo y alcanzó una tasa interanual del 4,7%. El incremento en este último mes estuvo marcado por el mayor dinamismo de los precios de producción de los bienes de consumo —especialmente, alimentos, cuya tasa interanual superó el 8%— y por el aumento de los precios de la energía. Por su parte, los precios de producción de los bienes de equipo mantuvieron su ritmo de avance en el período ligeramente por encima del 3%. Con información hasta septiembre, en el conjunto de la UEM los precios industriales presentaron una evolución algo más favorable, de tal forma que el diferencial de España frente a esa área se cifra en 0,7 pp en dicho mes.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), ampliaron su ritmo de avance en septiembre hasta el 2,8%, frente a la contracción del -0,6% de agosto. Su evolución vino marcada por la aceleración en los precios de los bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos, y de los bienes de equipo. En este sentido, los precios energéticos se encarecieron un 1,6%, tras los descensos de los meses precedentes, y los de los bienes intermedios no energéticos continuaron su senda expansiva, hasta el 3,1%. Cabe destacar la ralentización de 5 pp en los precios de los bienes de consumo, debido al abaratamiento de los bienes de consumo alimenticio (-2,9%) y a la pérdida de dinamismo de los precios de los no alimenticios (1,6%). En la vertiente exportadora, el IVU de exportación pre-

sentó una tasa de crecimiento interanual en septiembre del 2,2%, tras el 1,6% del mes anterior. En este caso, el aumento se debió, fundamentalmente, al encarecimiento de los bienes de consumo alimenticio (4,2%), de equipo (2,7%) e intermedios no energéticos (2,5%), que no pudo ser compensado por la ralentización de los precios de los bienes intermedios energéticos (13,3%, frente al 15,8% del mes precedente) y por la disminución de los precios de los bienes de consumo no alimenticio (-0,2%). Por áreas geográficas se ampliaron tanto los precios de las exportaciones a la UE (1,6%) como los orientados a terceros países (5,1%).

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante el mes de noviembre, la evolución de los mercados financieros internacionales registró un empeoramiento notable y generalizado, en un contexto de elevada incertidumbre. Cabe destacar el aumento significativo de las primas de riesgo de los bonos soberanos de los países emergentes y de las empresas, en especial las de peor calificación crediticia, así como el retroceso de las cotizaciones bursátiles, acompañado de un aumento de la volatilidad. Tras esta evolución se encuentran el deterioro adicional en las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y el aumento generalizado de la aversión al riesgo, ante el agravamiento de la situación del mercado de la vivienda en Estados Unidos y la preocupación por la exposición de grandes bancos de algunos países desarrollados a los productos estructurados, que empieza ya a aflorar en valoraciones concretas de esas exposiciones. La Reserva Federal redujo los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos (pb) adicionales, a finales de octubre, resaltando en su comunicado de prensa que los riesgos para la inflación y la actividad se encontraban equilibrados tras la decisión. No obstante, persisten expectativas de mercado de reducciones adicionales, lo que ha contribuido a presionar al dólar a la baja, hasta alcanzar nuevos mínimos frente al euro (por encima de 1,48 dólares por euro). También resultó significativa la apreciación del yen frente al dólar (un 3,8%). Por su parte, los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos siguieron descendiendo, hasta niveles inferiores al 4%. Por último, el precio del petróleo tipo Brent aumentó un 14,6%, situándose por encima de los 95 dólares por barril, lo que ha contribuido también a consolidar el clima negativo en los mercados.

En Estados Unidos, la estimación de avance del PIB del tercer trimestre muestra un crecimiento trimestral anualizado de 3,9%, una décima superior al del trimestre anterior, gracias al dinamismo del consumo privado y de las exportaciones, a pesar de que la inversión residencial siguió contribuyendo negativamente al crecimiento. En este sentido, la productividad repuntó hasta el 4,9% trimestral anualizado (2,6% interanual), gracias al fuerte crecimiento del PIB y al descenso en las horas trabajadas. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales mixtas en cuanto a la evolución de la demanda en el cuarto trimestre. Así, los indicadores de confianza del consumidor se deterioraron entre agosto y noviembre, y las ventas al por menor y el gasto real en consumo personal aumentaron débilmente en septiembre y octubre, respectivamente. En el ámbito del sector residencial, los indicadores de ventas y precios de septiembre muestran una profundización, mayor que la esperada, del ajuste del mercado de la vivienda, lo que se ha reflejado también en un deterioro de la confianza de los constructores, que alcanzó el mínimo histórico en octubre. Además, en las encuestas de condiciones de crédito se advirtió un nuevo endurecimiento de las mismas, muy acusado en el segmento hipotecario. El mercado laboral, en cambio, mostró síntomas de resistencia, con la creación de 166.000 empleos en octubre, la mayor desde mayo, aunque tras ese dato se encuentra una destrucción de 21.000 empleos en manufacturas y otros 5.000 en construcción. La tasa de paro se mantuvo en el 4,7%, al igual que en el mes de septiembre. Por su parte, los indicadores de actividad apuntan también a una moderación en el crecimiento. En octubre, el Índice de Gestión de Compras (ISM) de manufacturas se mantuvo apenas por encima del umbral de contracción de la actividad y la producción industrial registró un descenso del 0,5%. En cuanto a la inflación, la tasa interanual del IPC aumentó

en octubre desde el 2,8% al 3,5%, impulsada por el precio de la energía y los alimentos, mientras que la subyacente pasó del 2,1% al 2,2%.

En Japón, el dato preliminar del PIB del tercer trimestre mostró un repunte de la actividad, hasta el 2,6% en tasa trimestral anualizada —tras el descenso del trimestre previo—, apoyado en el fuerte impulso de la demanda externa y de la inversión, y a pesar del desplome de la actividad del sector de la construcción, motivado por los problemas de puesta en marcha de una nueva legislación sobre la materia. No obstante, el tono de la mayoría de los indicadores más recientes es negativo: por el lado de la oferta, a pesar de que los planes de producción apuntan a una expansión de la actividad manufacturera en los próximos meses, los problemas de la construcción podrían afectar negativamente al sector industrial, a través de un descenso de la cartera de pedidos. Por el lado de la demanda, los indicadores de gasto en consumo tuvieron un desempeño desfavorable en septiembre, y el índice de confianza del consumidor de octubre se situó en niveles mínimos de los últimos cuatro años, lo cual, junto con la atonía del mercado laboral, apunta hacia una evolución más desfavorable del consumo privado. En el ámbito externo, el saldo de la balanza por cuenta corriente volvió a mejorar en septiembre, favorecido por el dinamismo de las exportaciones hacia Asia y por los ingresos de rentas. La tasa de variación interanual de los precios de consumo permaneció en terreno negativo en septiembre, tanto el índice general (-0,2%) como el subyacente (-0,1%), mientras que los precios al por mayor repuntaron, por el alza de los precios de los combustibles y de otras materias primas. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,50%.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre aumentó un 3,3% interanual, pero los indicadores más recientes muestran un impacto negativo de los aumentos pasados de tipos de interés y de una cierta restricción del crédito. Así, en septiembre la producción de manufacturas se contrajo un 0,6%, tras un año de aumentos continuos. La caída conjunta, en octubre, de los PMI de manufacturas y servicios —que cubren gran parte de la actividad económica— fue relativamente intensa, lo que sugiere un ajuste menos suave y prolongado de lo que se esperaba. A ello se añade la caída de las ventas al por menor en octubre, por primera vez en nueve meses. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 5,75% en su reunión de noviembre; en su *Informe de Inflación*, incluyó una previsión de desaceleración del crecimiento y de aumento de la tasa de inflación a corto plazo. El IPC de octubre ascendió al 2,1%, frente al 1,8% anterior, pero la tasa subyacente se mantuvo en el 1,5%.

En los nuevos miembros de la Unión Europea, el PIB del tercer trimestre creció un 9,4% interanual en Eslovaquia y casi un 11% en Letonia, mientras que en Estonia, y especialmente en Hungría, el crecimiento fue bajo. En el resto de los nuevos miembros, los indicadores de actividad y demanda del tercer trimestre mostraron una moderada desaceleración. En octubre se acentuó la presión al alza sobre los precios de consumo, sobre todo como consecuencia del ascenso de los precios de los alimentos, situándose la inflación en el 13,2% en Letonia, en el 10,6% en Bulgaria y por encima del 6% en Hungría, Estonia, Lituania y Rumanía. En este contexto, Rumanía aumentó en 50 pb el tipo de interés oficial, hasta el 7,50%. Las monedas que participan en el Mecanismo de Cambios (ERM II) se mantuvieron estables, salvo la corona eslovaca, que continúa apreciándose gradualmente y cotiza prácticamente un 7% por encima de la paridad central.

En China, el crecimiento del PIB se desaceleró ligeramente en el tercer trimestre, hasta el 11,5% interanual, cuatro décimas menos que el trimestre previo. En octubre, la actividad económica no registró apenas señales de moderación, según indica la evolución de varios índices de expectativas empresariales, las ventas al por menor y la producción industrial. El saldo comercial exterior

llegó a un máximo anual de 27.500 millones de dólares en octubre. La inflación, tanto de precios de consumo como de precios de producción, alcanzó máximos anuales en octubre (6,5% y 3,2% interanuales, respectivamente). En este contexto, el banco central aumentó en octubre y noviembre el coeficiente de reservas bancarias en 50 pb cada vez, hasta el 13,5%. El renminbi se apreció moderadamente a lo largo del mes frente al dólar (1,3%). En el resto de Asia, el PIB aceleró su crecimiento en Corea del Sur y Singapur (5,2% y 8,9%, respectivamente, en términos interanuales) en el tercer trimestre del año. En octubre, la inflación, impulsada por el aumento del precio de la energía, aumentó en Corea del Sur y en Tailandia. En el terreno de las políticas monetarias, la India aumentó en octubre por cuarta vez en 2007 el coeficiente de reservas bancarias, mientras que Hong Kong redujo el tipo oficial a comienzos de noviembre, hasta el 6%.

En América Latina, los datos referidos al tercer trimestre del año apuntarían, al menos, a un mantenimiento de las tasas de crecimiento en la mayoría de los países, con la excepción de Chile, donde la actividad se habría desacelerado notablemente. En México, el crecimiento se aceleró hasta el 3,7% interanual, gracias a la recuperación de la construcción y de las manufacturas, y en Venezuela la actividad creció un 8,7%, como consecuencia de un comportamiento menos negativo que en trimestres anteriores del sector petrolero. Respecto a la evolución de los precios, en el mes de octubre la inflación regional se situó en el 5,3% (una décima más que en septiembre), destacando el fuerte repunte de Chile, hasta el 6,5%. La tasa subyacente pasó del 5,3% de septiembre al 5,5% de octubre. En este contexto, en México y Uruguay se elevaron los tipos de interés oficiales hasta el 7,50% y el 7,25%, respectivamente. Tras las elecciones presidenciales, Argentina ha realizado una emisión en dólares en los mercados locales, por primera vez desde junio, si bien con un diferencial superior en 206 pb al registrado en esa ocasión. En Ecuador, la calificación soberana fue revisada notablemente al alza y el gobierno decretó una redistribución a favor del Estado de los beneficios derivados de los elevados precios del crudo y anunció una renegociación de sus contratos de explotación.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, entre julio y septiembre de 2007 el PIB del área del euro se incrementó un 0,7% respecto al trimestre anterior, muy por encima del 0,3% registrado en ese período. Esta evolución ha supuesto un ritmo de expansión interanual del 2,6%, frente al 2,5% registrado tres meses antes. Todavía no se dispone del desglose de este crecimiento por componentes de la demanda para el conjunto de la UEM. No obstante, la información disponible para algunos países apunta a que el mayor dinamismo del producto podría ser el resultado de la fortaleza de la demanda interna. De hecho, la variación intertrimestral del PIB en Alemania aumentó cuatro décimas, hasta el 0,7%, debido al comportamiento favorable de la inversión —tanto en bienes de equipo como en construcción— y, en menor medida, del consumo privado. De forma similar, en el caso francés el PIB se incrementó un 0,7% (0,3% en el trimestre anterior), como consecuencia, principalmente, de la aceleración del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, aunque también fue significativa la mejora de la contribución neta del sector exterior. En Italia, por su parte, la variación del PIB fue del 0,4%, tras el 0,1% anterior.

La aceleración del producto en el tercer trimestre está en línea con las previsiones de otoño de la Comisión Europea publicadas el 9 de noviembre, que cifran el incremento del PIB del área, en 2007, en el 2,6%, revisado al alza una décima respecto al ejercicio *interim* de septiembre. En cambio, la previsión de crecimiento para 2008 —del 2,2%— supone una revisión a la baja de tres décimas respecto a la última disponible, fechada en este caso en mayo. Esta revisión se explica, fundamentalmente, por el endurecimiento de las condiciones financieras, lo que repercute de forma notable en la inversión, ya que cabe suponer que la fortaleza del empleo continúe sosteniendo el consumo. Además, la Comisión reco-

		2007					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	2,5	4,0	4,5	3,4		
	Comercio al por menor (b)	1,1	1,3	0,9	1,5		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	0,7	0,9	0,7	0,4	-0,3	
	Indicador de confianza de los consumidores	-2,0	-2,0	-4,0	-6,0	-6,0	
	Indicador de clima industrial	6,0	5,0	5,0	3,0	2,0	
	IAPC (b)	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	11,0	11,7	11,6	11,3		
	M1	6,1	6,8	6,7	6,1		
	Crédito a los sectores residentes	8,6	8,7	8,8	8,7		
	AAPP	-3,8	-3,7	-4,2	-4,3		
	Otros sectores residentes	11,6	11,6	11,8	11,6		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	7,2	7,0	7,0	6,7		
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,3	13,6	14,2	14,1		
	EONIA	3,96	4,06	4,05	4,03	3,94	4,01
	EURIBOR a tres meses	4,15	4,22	4,54	4,74	4,69	4,59
	EURIBOR a un año	4,51	4,56	4,67	4,72	4,65	4,59
	Rendimiento bonos a diez años	4,66	4,63	4,43	4,37	4,40	4,27
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,51	0,44	0,31	0,19	0,18	0,04
	Tipo de cambio dólar/euro	1,342	1,372	1,362	1,390	1,423	1,463
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	9,9	5,7	4,7	6,1	9,2	0,1

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

a. Media del mes hasta el día 21 de noviembre de 2007.

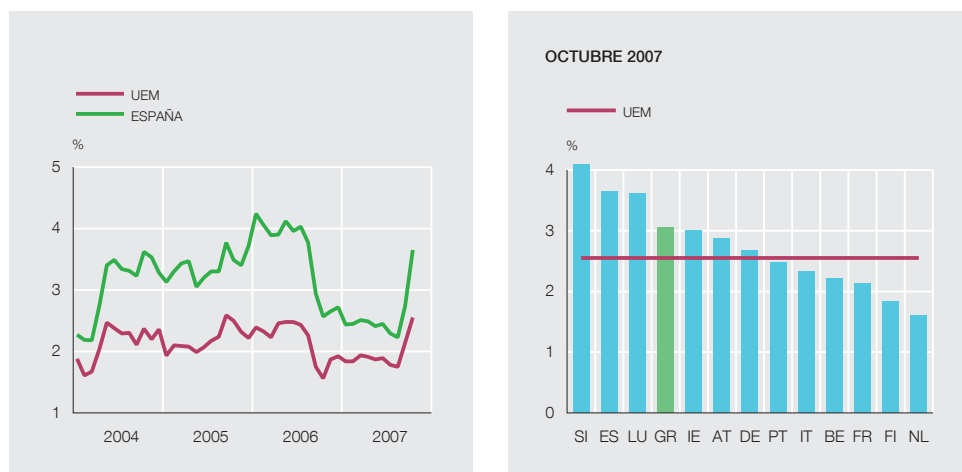
b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables, excepto para el IAPC.

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

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de noviembre de 2007.

noce que estas previsiones de crecimiento están sometidas a un elevado grado de incertidumbre, como consecuencia de las turbulencias recientes en los mercados financieros, y sujetas a riesgos a la baja.

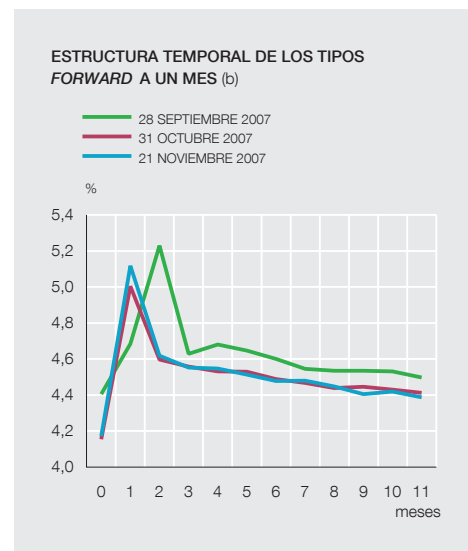
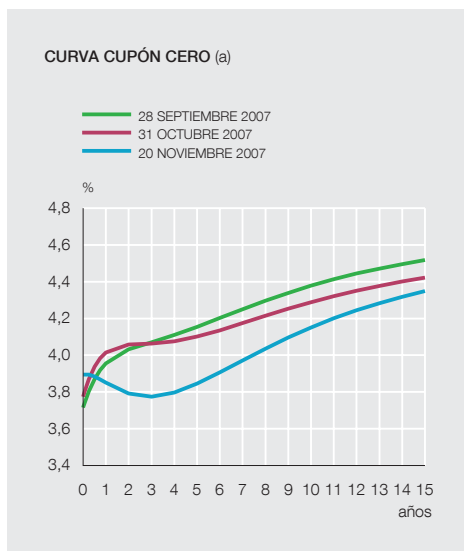
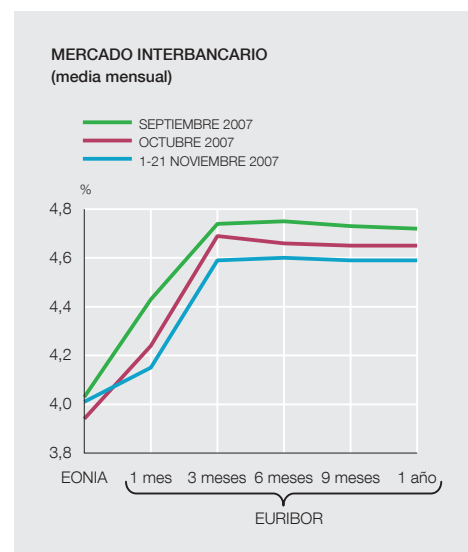
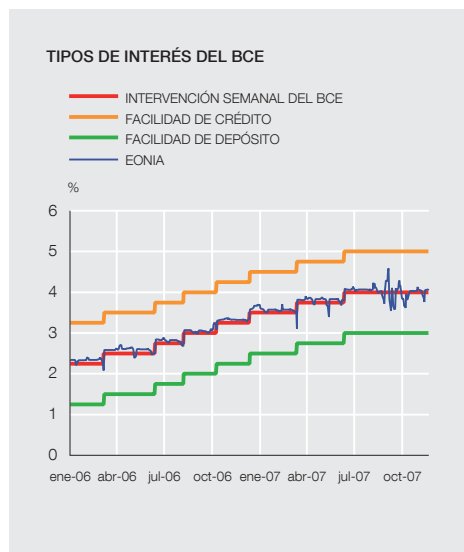
La información más reciente referida a la coyuntura económica proporciona señales de cierta ralentización de la actividad. En la vertiente de la oferta, la producción industrial de la UEM disminuyó en septiembre un 0,7% en términos intermensuales, si bien el ritmo de crecimiento medido con tasas más largas sigue siendo relativamente elevado (véase cuadro 1). En ese mes, los pedidos industriales se redujeron un 1,6%, lo que supuso una desaceleración hasta el 2% en tasa interanual. Por su parte, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea mostró un retroceso adicional en octubre y el índice de la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera alcanzó en dicho mes el valor más bajo desde mayo de 2005, si bien todavía por encima del nivel 50, que indica estabilidad en el sector. Por lo que respecta a los servicios, el indicador de opinión de Reuters corrigió parcialmente en octubre la fuerte caída de septiembre y el de la CE se mantuvo estable. Por el lado de la demanda, las señales son mixtas, ya que, por un lado, las ventas al por menor se dinamizaron en septiembre y la confianza de los minoristas experimentó un ligero avance en octubre, mientras que, por otro lado, en dicho mes la confianza de los consumidores permaneció estancada y las matriculaciones de automóviles retrocedieron. Por último, los indicadores sobre demanda externa, referidos a expectativas de exportación y cartera de pedidos exteriores, empeoraron en octubre, en sintonía con la continua apreciación del euro.



FUENTE: Eurostat.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, aumentó cinco décimas en octubre, situándose en el 2,6% (véase gráfico 5). Esta aceleración de los precios de consumo obedeció, en buena medida, a la mayor aportación del componente energético, como consecuencia tanto del efecto base derivado de las caídas que registraba esta partida un año antes como de la tendencia al alza del precio del barril de crudo durante el mes de octubre. Sin embargo, también tuvo un impacto notable el significativo aumento del ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos, tanto elaborados como no elaborados. Con respecto al resto de componentes, los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron moderadamente, mientras que los de los servicios crecieron a la misma tasa que en el mes anterior. La variación interanual del IPSEBENE —índice que excluye los componentes con un comportamiento más errático, esto es, la energía y los alimentos no elaborados— subió una décima, hasta el 2,1%. Por su parte, el índice de precios industriales (IPRI) aumentó en septiembre un 2,7% en términos interanuales, nueve décimas más que en el mes precedente, como consecuencia de la intensa aceleración de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los bienes de consumo no duradero, mientras que los ritmos de variación de los demás componentes se mantuvieron estables o experimentaron ligeros descensos.

En su reunión de principios de noviembre, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales, si bien señaló que la información más reciente confirma plenamente la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Estos riesgos proceden del posible comportamiento inflacionista de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, así como de potenciales incrementos no anticipados en los precios administrados y los impuestos indirectos. Además, el elevado nivel de utilización de la capacidad productiva, el crecimiento del PIB en los últimos trimestres y la situación en el mercado de trabajo podrían dar lugar a aumentos salariales superiores a lo esperado. No obstante, el Consejo de Gobierno indicó que estas señales se insertan en un contexto de elevada incertidumbre, derivado de la reevaluación de los riesgos que sigue produciéndose en los mercados financieros, que justifica la conveniencia de esperar la llegada de información adicional antes de extraer más conclusiones para la política monetaria. Por lo tanto, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito permanecieron estables en el 4%, 3% y 5%, respecti-

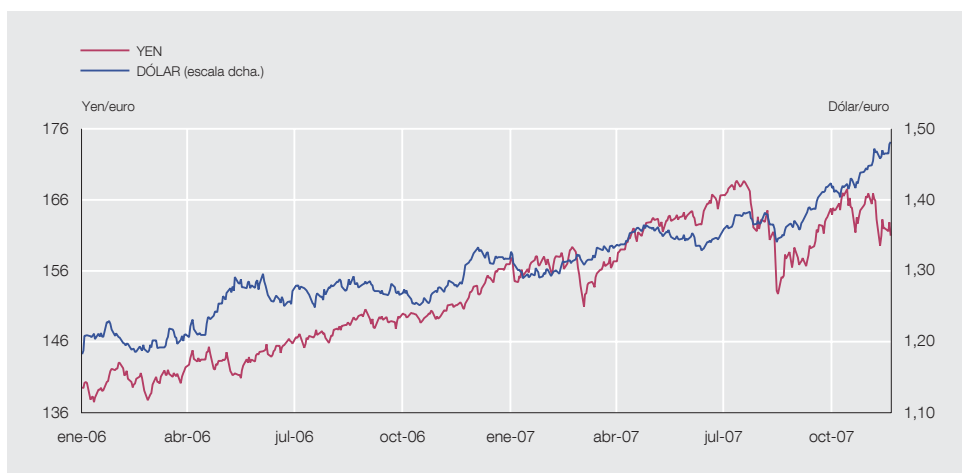


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

vamente. Por su parte, en el mercado interbancario se ha producido una ligera reducción, desde mediados del mes de octubre, del diferencial entre el tipo de interés de los depósitos a un día y los tipos de interés de los depósitos a plazo (véase el gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años también disminuyeron moderadamente durante el período analizado, hasta el nivel actual del 4,2%. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria similar, pero más acusada, lo que se ha materializado en la anulación del diferencial positivo entre los rendimientos de la deuda de este país y los de la UEM.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han experimentado un descenso a lo largo del mes de noviembre, en un contexto de aumento de la volatilidad. A la fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba ligeramente por debajo de los niveles de finales de septiembre, lo que supone una revalorización prácticamente nula desde el comienzo de 2007. No obstante, la evolución por sec-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

tores ha sido muy dispar: las cotizaciones de los bancos y, en menor medida, las de las empresas financieras han retrocedido más, de manera que acumulan pérdidas que superan el 10% desde principios de año y en las empresas de la construcción los retrocesos en los meses recientes han anulado las elevadas ganancias acumuladas (más de un 20%) a mediados del año. Por lo que respecta a los mercados de divisas, el euro continuó la tendencia apreciatoria con respecto al dólar que se viene manifestando a lo largo del año. Con una apreciación adicional en las tres primeras semanas de noviembre del 2,3%, el tipo de cambio del euro se ha situado en niveles máximos desde el comienzo de la UEM, en torno a un valor de 1,48 dólares (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se revalorizó de forma más moderada (1,5%) en ese mismo período.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, el agregado monetario M3 redujo ligeramente su ritmo de avance interanual en septiembre, hasta situarse en el 11,3%. Sin embargo, el crecimiento de dicha variable en el conjunto del tercer trimestre con respecto al mismo período del año anterior aumentó hasta el 11,5% (desde el 10,6% del segundo trimestre), lo que supone la prolongación de la tendencia al alza que se viene observando desde mediados de 2004. Por su parte, el crédito concedido al sector privado se expandió de forma robusta en septiembre, alcanzando una tasa interanual del 11,6%, dos décimas inferior a la de agosto. Por lo que hace referencia al desglose sectorial, mientras que los préstamos destinados a empresas mantuvieron una tasa interanual muy similar a la del mes anterior —de un 14,1%—, los préstamos concedidos a los hogares redujeron en tres décimas su tasa de expansión, hasta el 6,7%, debido a la desaceleración tanto de los otorgados para la compra de bienes de consumo como de los destinados a financiar la adquisición de vivienda.

Evolución financiera en España

Durante octubre prosiguió el proceso de recuperación de los precios negociados en los mercados financieros nacionales e internacionales que se inició a finales del tercer trimestre, de forma que revirtieron total o parcialmente los movimientos observados durante el episodio de turbulencias que emergió el pasado verano. Sin embargo, durante las últimas semanas se han producido nuevas tensiones en algunos mercados internacionales, como reflejo del elevado grado de incertidumbre que todavía persiste. Por su parte, la última información disponible sobre las condiciones de financiación del sector privado evidencia

TIPOS BANCARIOS (b)		2004	2005	2006	2007				
		DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
HOGARES E ISFLSH									
	Crédito a vivienda	3,39	3,46	4,74	5,32	5,43	5,49
	Crédito a consumo y otros fines	6,27	6,27	7,32	7,85	8,32	8,46
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	2,26	2,36	2,50
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	5,30	5,53	5,75
MERCADOS FINANCIEROS (d)									
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	4,25	4,17	4,01	4,04	3,98
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	4,54	4,28	4,20	4,23	4,05
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,60	4,40	4,35	4,38	4,27
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,08	0,09	0,11	0,08	0,12
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,39	0,26	0,30	0,50	0,49	0,40	0,54
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	4,89	2,58	2,96	10,90	8,39

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 19 de noviembre de 2007.
b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
d. Medias mensuales.
e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2005.
f. Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

que en septiembre se produjo un nuevo endurecimiento, que vino acompañado de una prolongación de la pauta de desaceleración de la deuda de los hogares y las empresas y de los activos líquidos mantenidos por estos agentes en sus carteras. Los datos provisionales correspondientes a octubre apuntan a una continuidad de estas mismas pautas.

Las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública, tras la recuperación iniciada a finales del tercer trimestre, descendieron nuevamente durante la parte transcurrida de noviembre. De este modo, entre el 1 y el 19 de dicho mes los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 3,98% y en el 4,27%, respectivamente, lo que representa una disminución de 3 pb y de 8 pb en relación con los correspondientes valores de septiembre (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad entre la deuda española y la alemana a diez años se redujo en octubre y posteriormente volvió a repuntar, patrón que también se observó, aunque de forma más acusada, en el caso de las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas, que alcanzaron unos niveles superiores a los que se registraron en agosto.

En los mercados bursátiles nacionales, al igual que en la mayoría de las plazas internacionales, las cotizaciones se recuperaron a lo largo del mes de octubre y volvieron a descender durante la parte transcurrida de noviembre, evolución que ha venido acompañada de un repunte de su volatilidad. Durante este período, los índices de las bolsas españolas han tenido un comportamiento comparativamente más favorable que el de los correspondientes indicadores en la mayoría de los países de nuestro entorno. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia del 8,4% con respecto a finales de 2006, revalorización superior a la que presentaban el EURO STOXX amplio de las de la UEM (1,4%) y el S&P 500 de las bolsas de Estados Unidos (1,1%).

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

CUADRO 3

	2007	2005	2006	2007		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
FINANCIACIÓN TOTAL	2.317,4	15,9	19,1	16,3	15,9	15,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.038,4	21,2	24,2	20,1	20,1	18,9
Hogares e ISFLSH	854,6	20,9	19,6	16,2	15,9	15,2
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	632,6	24,3	20,4	17,0	16,7	16,0
– Crédito para consumo y otros fines (c)	220,6	12,5	17,5	13,9	13,9	13,0
Sociedades no financieras	1.183,8	21,4	27,9	23,1	23,4	21,8
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	869,1	25,5	29,8	26,7	27,1	24,9
– Valores de renta fija (d)	36,5	23,7	135,1	30,3	30,7	28,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	279,0	-3,9	-4,8	-4,6	-7,2	-6,4
Valores a corto plazo	33,2	-10,8	-2,2	-5,1	-6,6	-4,5
Valores a largo plazo	296,0	2,7	-0,3	-0,2	-0,7	-0,2
Créditos – depósitos (f)	-50,2	-16,3	-13,3	-11,5	-17,5	-16,8

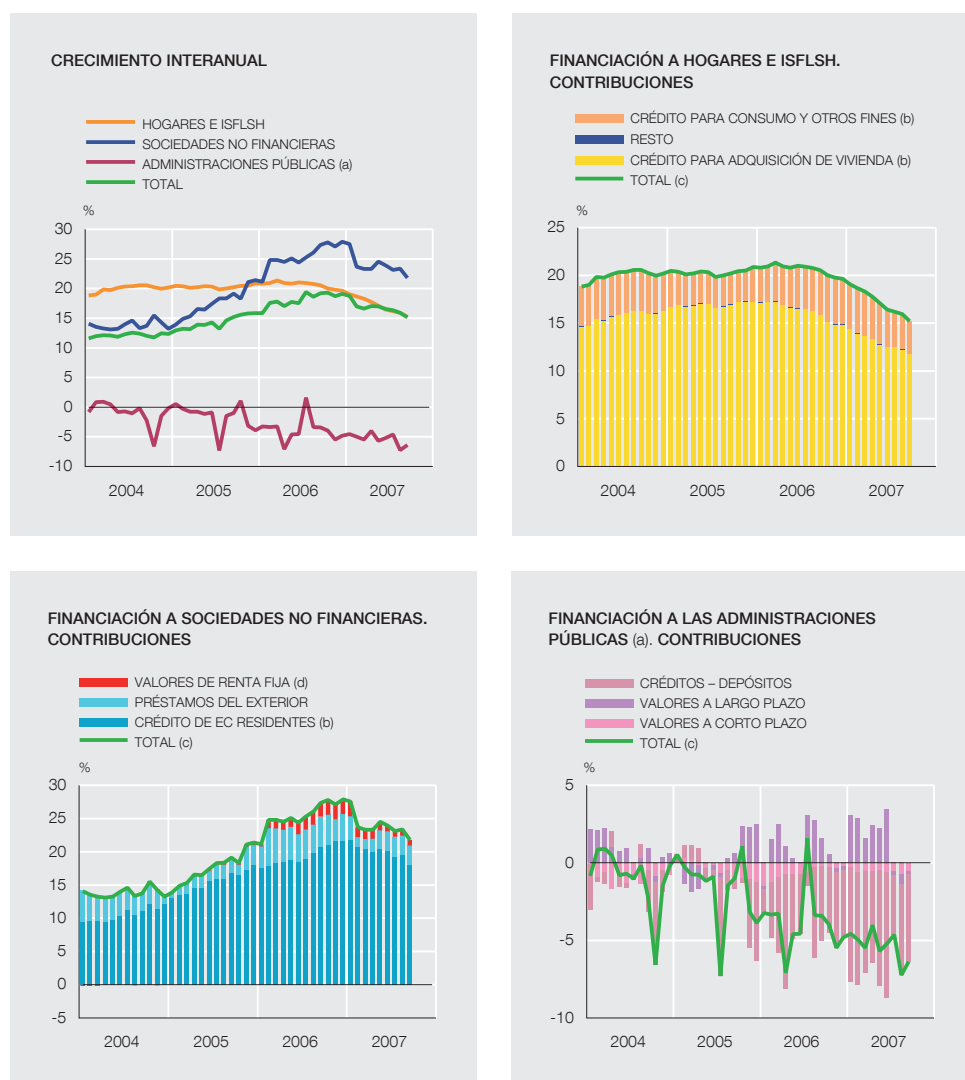
FUENTE: Banco de España.

- 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 línea con la evolución reciente de las rentabilidades en los mercados monetarios, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero en las operaciones nuevas de activo y pasivo aumentaron en septiembre. Concretamente, el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y el de los destinados al consumo y otros fines alcanzaron el 5,49% y el 8,46%, respectivamente, 6 pb y 14 pb por encima del dato de agosto, al tiempo que la remuneración de sus depósitos se incrementó en 14 pb, hasta el 2,5%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades se elevó en 22 pb, hasta situarse en el 5,75%.

En este contexto, en septiembre volvió a moderarse el dinamismo de la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por agentes, se redujeron las tasas de avance tanto de los recursos ajenos captados por los hogares como, en mayor medida, de los destinados a las empresas, aunque en ambos casos se mantuvieron en niveles elevados (en torno al 15% y al 22%, respectivamente). Por su parte, la deuda de las Administraciones Públicas continuó contrayéndose, aunque a un ritmo algo inferior al del mes precedente.

La desagregación por finalidades muestra que la moderación en el avance de los pasivos de los hogares en septiembre se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en el destinado al consumo y otros fines, situándose las tasas de variación interanual en el 16% y 13%, respectivamente. Asimismo, el menor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras se explica por la desaceleración de todos los componentes de la



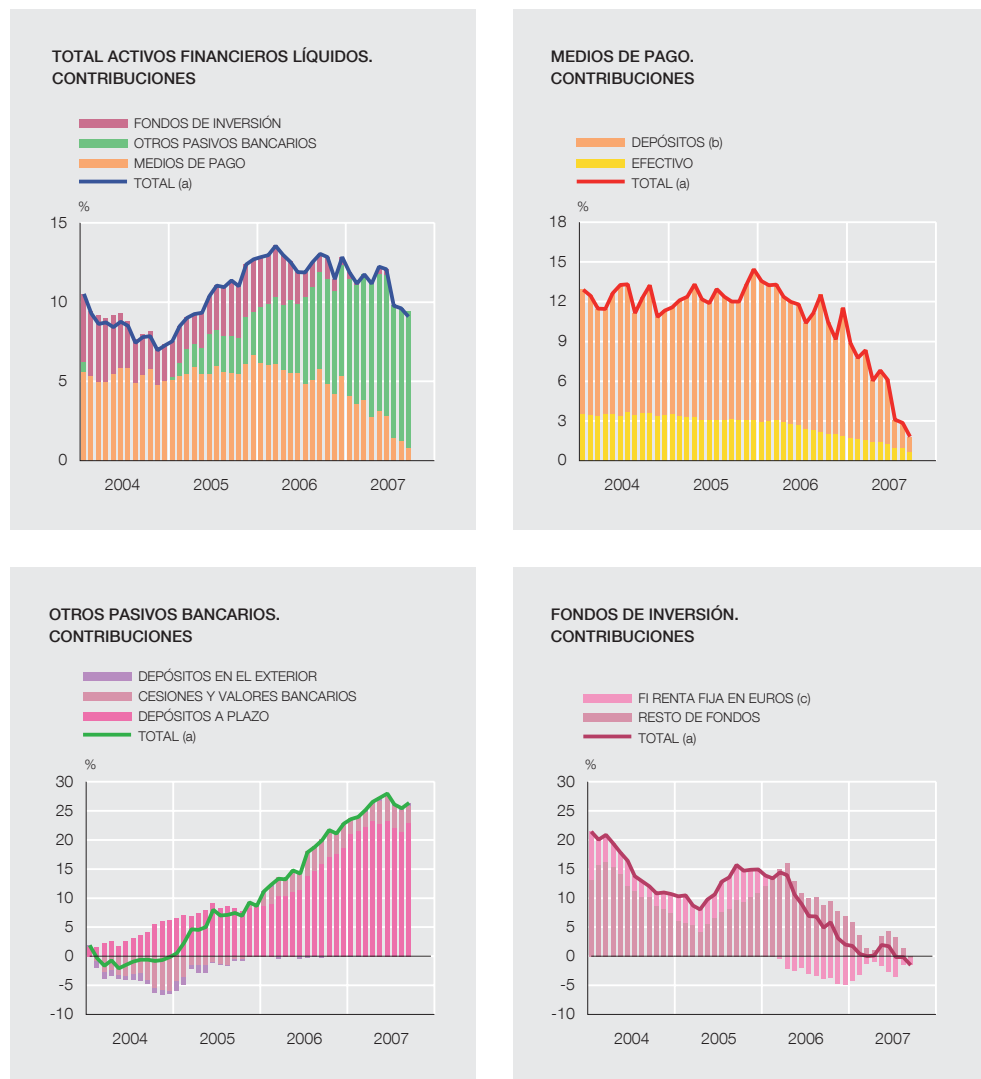
FUENTE: Banco de España.

- 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.

financiación. La información provisional correspondiente al mes de octubre apunta a nuevos descensos en el ritmo de expansión de la deuda de estos sectores, que habrían sido nuevamente más acusados en el caso de las empresas.

La tasa de crecimiento interanual de los fondos recibidos por las Administraciones Públicas continuó siendo negativa, situándose alrededor del -6% en septiembre, aunque, en valor absoluto, fue inferior a la registrada en el mes anterior. Por instrumentos, esta evolución fue el resultado, en términos acumulados de doce meses, de una amortización neta de valores a corto y largo plazo y de un descenso del saldo neto entre créditos y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y de los hogares volvieron a desacelerarse en septiembre. Esta evolución resultó del descenso de las tasas de crecimiento de los medios de pago y de las participaciones en fondos de inversión,



FUENTE: Banco de España.

- a. Crecimiento interanual.
- b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

que no fue compensado por el mayor dinamismo del resto de los pasivos bancarios (véase gráfico 9). De acuerdo con la información provisional más reciente, en octubre se habrían prolongado estas mismas tendencias.

27.11.2007.