



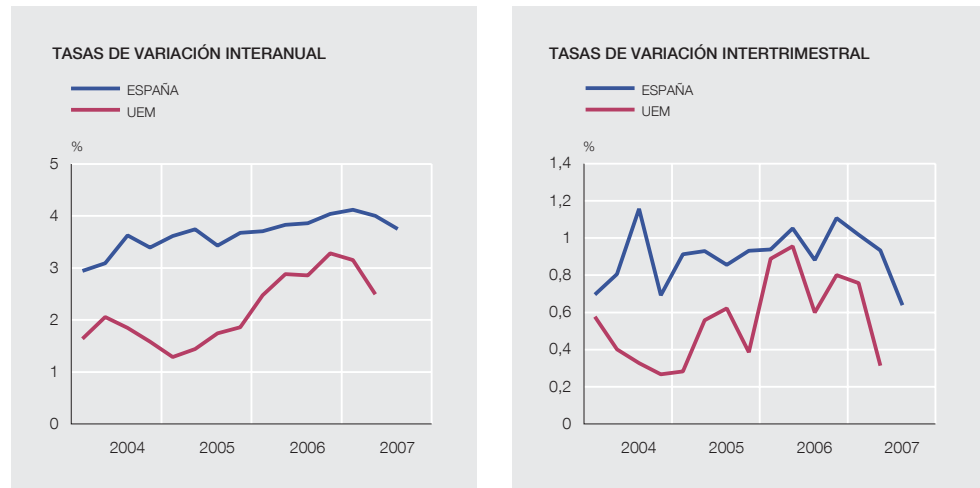
## 1 Rasgos básicos

En la parte transcurrida de este año se ha prolongado la fase de dinamismo de la actividad y del empleo de la economía española, si bien desde el segundo trimestre del ejercicio se observa un perfil de suave desaceleración en el ritmo de avance de ambas variables, al tiempo que, en conjunto, ha continuado el proceso de reequilibrio de la aportación de la demanda nacional y de las exportaciones netas al crecimiento. Durante el segundo trimestre de 2007, según los datos de la CNTR, la tasa de crecimiento interanual del PIB se situó en el 4%, una décima menos que en los tres primeros meses del año, debido a un comportamiento algo más contenido de la demanda nacional, pues la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se mantuvo en los niveles del trimestre previo, en -0,9 puntos porcentuales (pp).

La información referida al tercer trimestre de este año, aunque todavía parcial y fragmentaria, apunta a que se habría mantenido la tendencia hacia una leve moderación de la actividad, con lo que el ritmo de crecimiento del PIB podría haberse situado en el 3,7%, lo que representa una tasa intertrimestral del 0,6% (véase gráfico 1). La tasa de avance de la demanda nacional habría experimentado un recorte de tres décimas en su tasa de crecimiento interanual, hasta el 4,3%, motivado por aumentos más contenidos de sus distintos componentes, sobre todo de la inversión en construcción. Por el contrario, la demanda exterior neta habría incrementado su aportación al crecimiento del producto en 0,1 pp, situándose en -0,8 pp, como consecuencia de una recuperación de las exportaciones superior a la de las importaciones. Por el lado de la oferta, la suave desaceleración del valor añadido afectó a las distintas ramas productivas, aunque con mayor intensidad a la actividad de los sectores de la construcción y de la energía, y el empleo disminuyó su ritmo de aumento de forma moderada. Los precios de consumo experimentaron crecimientos reducidos en los meses de julio y agosto, reflejando, principalmente, un efecto base ligado a la evolución de los precios del petróleo. Sin embargo, en septiembre volvieron a repuntar, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,7%, movimiento que se puede prolongar en los próximos meses como consecuencia de las presiones que están ejerciendo tanto los precios de los alimentos como las últimas subidas en los precios del petróleo. Una vez cerrada la redacción de este Informe, se ha publicado el avance del IAPC para el mes de octubre, que muestra un significativo deterioro, hasta el 3,6% en tasa interanual. En el conjunto del trimestre, la tasa de variación de la inflación subyacente apenas mostró cambios de nivel —permaneciendo en el entorno del 2,5%— y el diferencial de inflación con la UEM se situó en 0,6 pp en el promedio del trimestre.

El aspecto más destacado del panorama económico internacional, a lo largo de este período, ha sido el episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales, que se inició en verano y que en la fecha de cierre de este Informe no ha remitido totalmente. Los datos publicados continúan mostrando un notable dinamismo de la economía mundial, impulsado, en particular, por la fortaleza de las economías emergentes, así como por el mantenimiento del tono en el crecimiento de las economías europeas. Como se describe a continuación, aunque este episodio no se ha dejado sentir en el comportamiento a corto plazo de los principales países, está contribuyendo a que las perspectivas sobre el entorno exterior y la economía española estén rodeadas de mayor incertidumbre.

El episodio de inestabilidad financiera mencionado tuvo su origen en el incremento de la morosidad de los créditos hipotecarios estadounidenses de alto riesgo (segmento que se conoce como *subprime*), fenómeno que había empezado a detectarse a finales de 2005, pero que se intensificó en la primavera pasada. A pesar del origen relativamente localizado de esta crisis



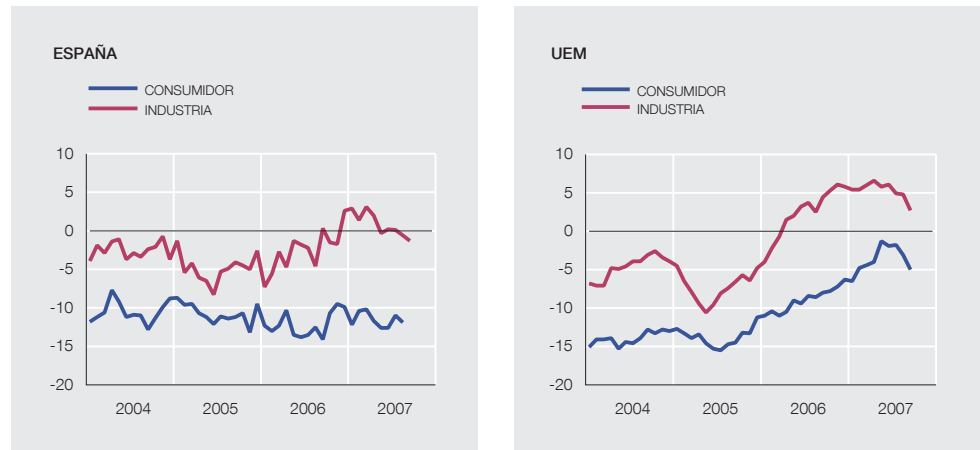
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

—que comenzó afectando a un número limitado de intermediarios financieros norteamericanos especializados—, el elevado volumen de las transacciones financieras en los mercados internacionales en estos últimos años y, sobre todo, el desarrollo de los instrumentos de transferencia de riesgo crediticio y la fuerte interdependencia entre estos mercados y las instituciones financieras de los diferentes países han determinado que las turbulencias financieras hayan adquirido un carácter global, afectando a las principales economías industrializadas y a un buen número de mercados financieros.

Estos incidentes desencadenaron a lo largo del verano un proceso de revisión al alza de las primas de riesgo de liquidez y crediticio, de descensos en las valoraciones bursátiles, de incrementos de la volatilidad de buen número de activos financieros y de reducción de las rentabilidades de la deuda pública. Posteriormente, estos movimientos se revirtieron parcialmente, si bien han persistido las dificultades de negociación de los productos estructurados y de peor calificación crediticia. A su vez, las mayores necesidades de liquidez asociadas a la refinanciación de algunos de los instrumentos financieros afectados por las hipotecas de alto riesgo se terminaron reflejando en los mercados monetarios, en los que se produjeron episodios de falta de liquidez de cierta intensidad y repuntes significativos en los tipos de interés interbancarios. En respuesta a estos acontecimientos en los mercados monetarios, los principales bancos centrales —la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Japón, en particular— incrementaron el suministro de liquidez a través de los distintos mecanismos a su disposición, permitiendo una cierta normalización de las condiciones monetarias, si bien las tensiones aún no han desaparecido completamente. Por su parte, en los mercados cambiarios, el dólar se apreció al inicio de este episodio, como consecuencia de su carácter de moneda refugio, pero retomó con posterioridad la trayectoria de depreciación que había seguido desde principios de año, de manera que a finales de octubre el euro llegó a alcanzar una cotización de 1,43 dólares por euro. Por último, el precio del petróleo mostró una intensa recuperación a partir de finales de agosto, con lo que al concluir octubre volvió a cotizar por encima de 83 dólares por barril.

Pese a la inestabilidad de los mercados financieros, la economía mundial ha seguido dando muestras de gran dinamismo en el tercer trimestre, impulsada por la fortaleza de las economías emergentes, cuyos mercados financieros apenas se han visto afectados por los desarrollos recientes, y por la relativa solidez de las economías europeas. Entre tanto, la economía

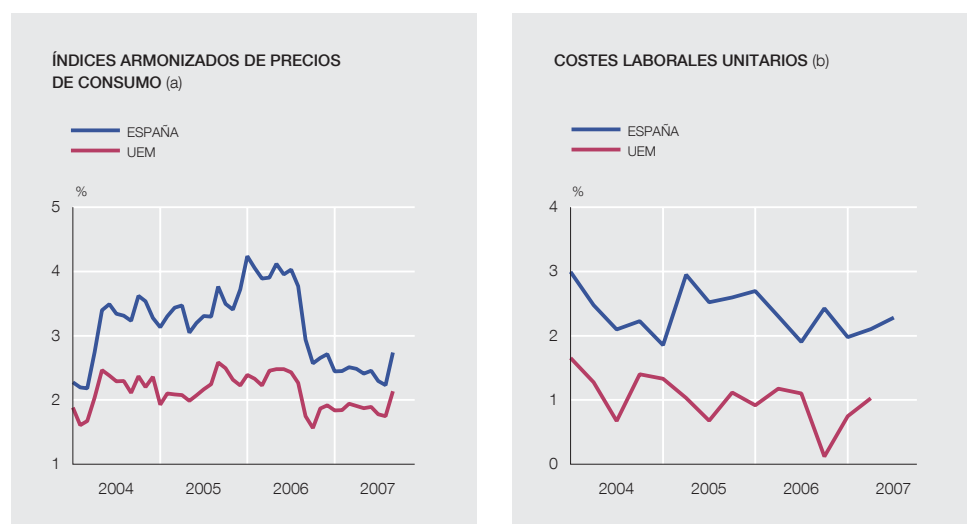


FUENTE: Comisión Europea.

japonesa mostraba una pequeña recuperación, tras los malos registros del trimestre anterior, y Estados Unidos prolongaba la fase de crecimiento moderado, ligado al ajuste en el sector inmobiliario, que se ha acentuado en los últimos meses debido a la crisis en las hipotecas de alto riesgo. En este contexto, habría vuelto a caer la inversión residencial en la economía norteamericana, y el consumo y el empleo, que habían venido actuando como soporte del gasto y de la actividad, habrían empezado a dar signos de contención, aunque solo incipientes. Pese a ello, cabe destacar la fortaleza del sector industrial y la mejora del sector exterior, en parte explicable por la depreciación del dólar.

Las tasas de inflación de las economías desarrolladas experimentaron una leve moderación a lo largo del trimestre, lo que, unido a las tensiones surgidas en los mercados monetarios, determinó la acción de los bancos centrales. En este contexto, la Reserva Federal redujo los tipos oficiales en 50 puntos básicos (pb) el 18 de septiembre, que quedaron situados en el 4,75%, mientras que el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra mantuvieron invariables los tipos de intervención en el 0,5% y en el 5,75%, respectivamente, en sus reuniones de octubre.

La economía de la zona del euro, por su parte, prolongó la fase de fortaleza que viene registrando desde finales de 2005, según la información disponible, todavía incompleta, apoyada en la demanda exterior y en el mayor empuje del empleo, aunque se observa una cierta discrepancia entre la información de carácter cuantitativo y la de carácter cualitativo —más pesimista esta última—, que ilustra acerca de la incertidumbre que rodea a estas previsiones. En cuanto a la evolución de la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC en septiembre fue del 2,1%, algo más elevada que la que se registró al final del segundo trimestre, debido a un efecto base, asociado al comportamiento del precio del petróleo en la primera mitad de 2006, y al encarecimiento reciente del precio de esta materia prima y de los precios de los alimentos. Descontado el efecto de los componentes más volátiles, la tasa de inflación subyacente registró asimismo un pequeño repunte en el segundo trimestre, hasta el 2% en términos de su tasa interanual en septiembre, como consecuencia de los aumentos registrados en los precios de los alimentos elaborados ante la fuerte elevación de los precios de las materias primas agrícolas y las presiones de demanda en los mercados internacionales. En esta situación, el BCE, en sus reuniones de septiembre y octubre, consideró que las perspectivas de inflación en la zona del euro eran compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo, si bien persistían los riesgos al alza que se habían detectado antes del verano. En todo caso, ante las tensiones registradas en los mercados monetarios y el incremento de incertidumbre, el BCE mantuvo los



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación interanual.

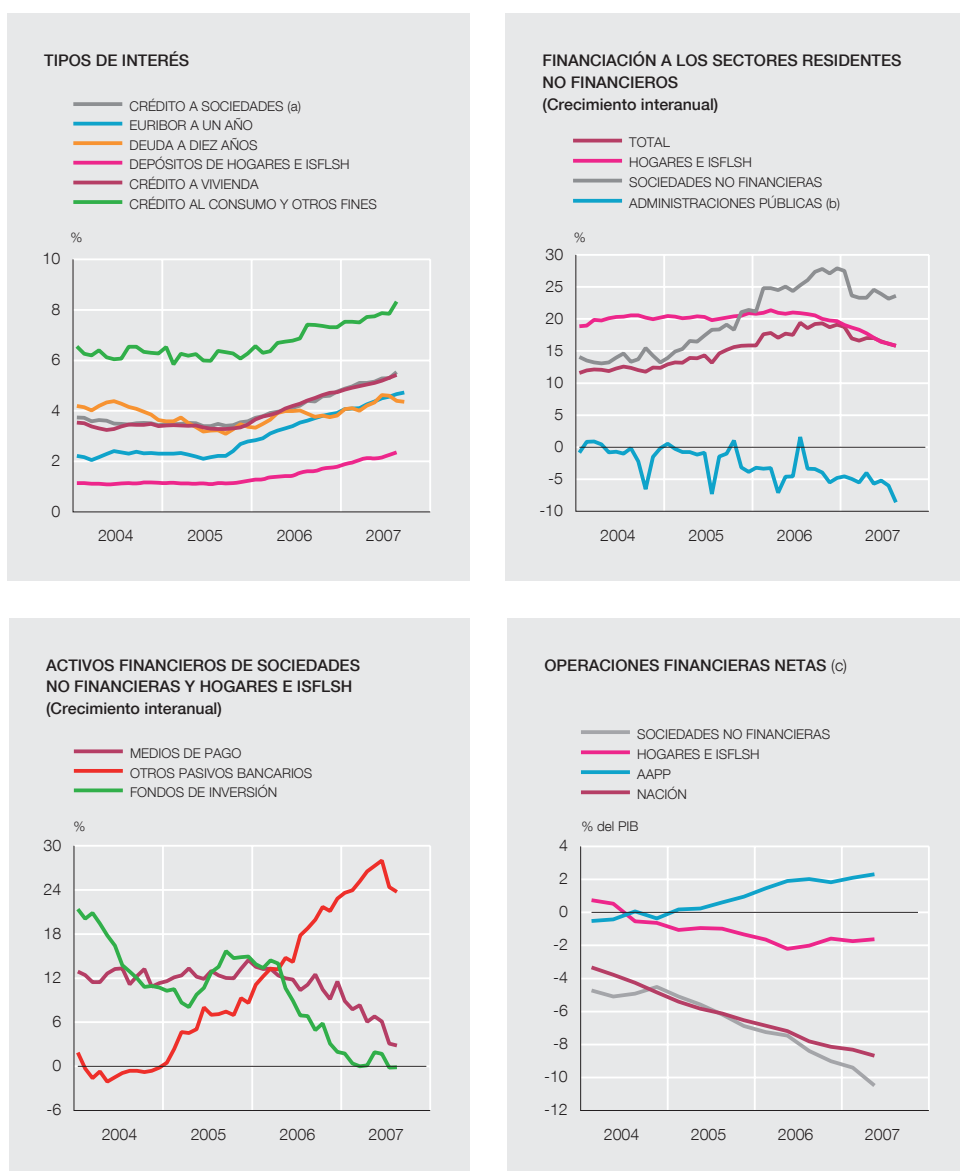
b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

tipos de intervención sin cambios en las reuniones de agosto, septiembre y octubre, con la idea de recoger más información sobre los efectos del episodio de inestabilidad financiera sobre la economía europea.

En resumen, los acontecimientos que están teniendo lugar en los mercados financieros internacionales están teniendo un efecto relativamente acotado sobre la economía mundial en la segunda mitad de 2007, pero podrían tener un impacto algo mayor en 2008, como reflejan las previsiones de crecimiento del producto mundial que han realizado los principales organismos internacionales en las últimas semanas.

El entorno exterior de la economía española en el tercer trimestre ha estado, lógicamente, marcado por el episodio de turbulencias financieras descrito. Los mercados financieros españoles han participado de las tensiones mencionadas, lo que se ha reflejado en un cierto endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras ante el repunte observado en los tipos de interés del mercado interbancario a plazo —que alcanzaron registros elevados en los meses de agosto y septiembre, pero que han mostrado cierta flexión a la baja en octubre—. Por su parte, dentro de la elevada volatilidad de los mercados de valores a lo largo del trimestre, las cotizaciones bursátiles están mostrando una importante recuperación desde mediados de septiembre, con lo que entre junio y octubre se habría producido una moderada revalorización de la riqueza financiera. Los incrementos del valor del patrimonio inmobiliario siguieron ralentizándose, ante la desaceleración gradual del precio de la vivienda, que aumentó en el tercer trimestre a una tasa interanual del 5,3%, cuatro puntos y medio inferior a la de un año antes.

Por otra parte, como se ha descrito anteriormente, no se observan cambios apreciables en el grado de dinamismo de la economía mundial en el tercer trimestre, y en particular en la zona del euro, por lo que el entorno exterior en el que se desenvuelve la economía española sigue siendo favorable. En conjunto, esta combinación de factores ha permitido que en los últimos meses haya continuado la senda de desaceleración gradual de la actividad, basada en la moderación de la demanda interna y en un cierto reequilibrio de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento.



FUENTE: Banco de España.

a. 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.

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

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

El gasto de las familias prolongó la trayectoria de suave desaceleración que viene mostrando desde finales de 2006, aunque dentro de una pauta de dinamismo apoyado en la fortaleza del empleo. El consumo de los hogares registró una moderada ralentización, en un entorno en el que, como parece indicar la evolución de la renta disponible en la primera parte del año, el elevado crecimiento de la recaudación y el aumento de los pagos por intereses limitaron el avance de las rentas salariales, así como el efecto expansivo sobre la capacidad de gasto de los favorables registros de la inflación. Por su parte, la inversión residencial redujo su ritmo de crecimiento de forma algo más intensa, continuando la pauta de gradual desaceleración que viene experimentando desde principios de 2006, ante el incremento del coste de uso de la inversión en vivienda y de las menores expectativas de revalorización del precio de los inmuebles.

Este menor impulso del gasto, junto con el encarecimiento de la financiación, determinó que el ritmo de avance de la deuda de las familias se redujera a lo largo del trimestre, en línea con el comportamiento observado en los meses precedentes. De este modo, la tasa de crecimiento interanual del crédito a los hogares se situó por debajo del 16% en agosto —algo más de medio punto porcentual inferior a la de junio—, gracias a la desaceleración tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como de los destinados al consumo y otros fines. En conjunto, la tasa de ahorro de las familias volvió a moderarse en la primera parte del año y sus necesidades de financiación se mantuvieron estables en términos del PIB, pero es posible que el cambio en las condiciones financieras conduzca a una estabilización de la tasa de ahorro en el futuro.

El gasto de las empresas mantuvo una tónica de fortaleza, aunque dentro de una trayectoria de suave moderación. A lo largo del tercer trimestre la inversión en equipo siguió pujante, y volvió a ser el componente más dinámico de la demanda nacional, con tasas superiores al 10%. El mantenimiento de unas perspectivas de beneficios muy favorables, tras los buenos resultados del segundo trimestre —particularmente robustos en el sector industrial—, la fortaleza de la demanda nacional y una cierta recuperación de las exportaciones sustentaron los planes de inversión de las empresas. Por su parte, la inversión en otras construcciones acusó una mayor desaceleración tras los elevados ritmos de expansión de los trimestres precedentes. En conjunto, el recurso a la financiación ajena por parte de las sociedades empezó a reflejar el endurecimiento relativo de las condiciones financieras, de modo que el crédito recibido por las empresas moderó su tasa de avance interanual, hasta situarse en el entorno del 24% en agosto, algo menos de medio punto porcentual inferior a la tasa de junio. Con todo, las necesidades de financiación del sector siguieron aumentando en la primera mitad del ejercicio.

Los flujos de comercio exterior experimentaron en el tercer trimestre una cierta recuperación, que ha afectado tanto al volumen de las exportaciones como al de importaciones, tras una primera mitad del año con crecimientos moderados. Pese a ello, en la parte transcurrida de 2007 el avance de las ventas al exterior es inferior al del ejercicio previo, en un contexto en el que los mercados de exportación están mostrando, en conjunto, un comportamiento algo menos expansivo que el año pasado y en el que la apreciación del tipo de cambio del euro podría estar incidiendo negativamente en la competitividad-precio de las exportaciones, afectando particularmente a las ventas que se dirigen al resto del mundo. Por productos, destaca la relativa fortaleza de las exportaciones de bienes intermedios no energéticos y, en menor medida, las de bienes de consumo no alimenticio. Los indicadores del sector turístico mostraron en los meses de verano un comportamiento algo más favorable, lo que permitió una suave recuperación de los ingresos por turismo en este período.

Por su parte, las importaciones de bienes en términos reales también se aceleraron en el tercer trimestre, si bien en el conjunto del año acumulan un crecimiento ligeramente inferior al de 2006, lo que resulta coherente con la suave ralentización de la demanda final, aunque, simultáneamente, se ha producido una mejora apreciable en la competitividad de los productos importados, debido a la apreciación del tipo de cambio del euro. Por productos, destaca la fortaleza de las compras de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos, en línea con la pujanza de la actividad industrial. También las importaciones de servicios repuntaron en el tercer trimestre, como consecuencia del avance de los pagos no turísticos.

En cualquier caso, el déficit comercial ha seguido aumentando en lo que va de año, aunque a ritmos más reducidos que en el pasado, apoyado, en cierta medida, en la bajada del precio del crudo en la primera mitad del ejercicio y en la apreciación del tipo de cambio del euro. Por su

parte, las necesidades de financiación de la nación han continuado ampliándose, situándose en el 8,8% del PIB en el segundo trimestre.

Por el lado de la oferta, la suave desaceleración del ritmo de avance del valor añadido en el tercer trimestre se debió, principalmente, a una cierta pérdida de dinamismo de la actividad en el sector de la construcción, tanto en su componente de construcción residencial como, en alguna mayor medida, en el de obra pública y otras construcciones, afectado, temporalmente, por la finalización de numerosos proyectos en los trimestres previos a la celebración de las últimas elecciones locales y autonómicas. No obstante, los compromisos de desarrollo de infraestructuras contraídos en el PEIT y los programas de gasto que contemplan los Presupuestos Generales del Estado para 2008, en colaboración con el sector privado en el caso de numerosos proyectos, hacen prever una recuperación de este tipo de inversión en los próximos trimestres. La producción en el resto de ramas productivas no agrarias mantuvo un perfil similar al de la primera mitad del ejercicio, aunque la industria dio signos de incipiente moderación.

La suave desaceleración del PIB se trasladó con intensidad similar al ritmo de creación de empleo, aunque la pérdida de dinamismo en la generación de puestos de trabajo fue algo superior en la construcción. Los datos de la EPA correspondientes al tercer trimestre apuntan en esta misma dirección, pues los ocupados crecieron a una tasa interanual del 3,1%, frente al 3,4% en el trimestre previo. Por su parte, la oferta laboral mostró un suave repunte en el período junio-septiembre, después de la moderación observada en los trimestres precedentes, que supone, en todo caso, un ritmo de avance algo más atenuado que el registrado en los últimos años.

Por lo que se refiere a los costes laborales, las estimaciones para el tercer trimestre apuntan a que la remuneración por asalariado en la economía de mercado habría mantenido ritmos de avance prácticamente iguales a los de la primera parte del ejercicio, ligeramente inferiores al 3%, con lo que se estaría produciendo una desaceleración en el ritmo de avance de los salarios, tras el repunte observado en 2006. Esta moderación de los costes laborales estaría reflejando tarifas pactadas en convenio más bajas que las del año precedente —en el entorno del 2,9%, con la información hasta septiembre—, pero, sobre todo, el menor impacto de la cláusula de salvaguarda por la desviación que registró la inflación observada en 2006, que podría elevar los costes laborales en torno a 0,3 pp en 2007, frente al impacto de casi un punto porcentual estimado el año pasado. Cabe prever que los restantes factores que explican la brecha positiva que existe entre las tarifas salariales y los incrementos en la remuneración por asalariado —en particular, los efectos composición que se han producido como consecuencia de las importantes transformaciones de la oferta laboral— podrían ir perdiendo protagonismo en los próximos trimestres, compensando parcialmente la moderación que introducen los efectos anteriores. Debido al repunte de la productividad observada, este escenario de moderación salarial se está transmitiendo a los costes laborales unitarios, que experimentan variaciones negativas en el caso de la industria, propiciando mejoras en los índices de competitividad-precio contruidos con estos indicadores.

Los precios de consumo han mantenido en el promedio del trimestre tasas de crecimiento del 2,4%, similares a las del período previo, aunque el IPC mostró en septiembre un repunte, hasta alcanzar el 2,7% en términos de su tasa interanual de crecimiento. Una parte importante de la moderación observada en los precios de consumo en julio y agosto refleja los descensos de los precios del componente energético en comparación con los precios de estos productos un año antes, si bien los precios de los bienes industriales no energéticos mostraron, asimismo, un comportamiento muy favorable, reflejando, posiblemente, el efecto de la



apreciación del tipo de cambio del euro sobre los precios de importación. Por el contrario, los precios de los servicios permanecieron en cotas próximas al 4% y los precios de los alimentos, sobre todo los de los alimentos elaborados, registraron cierta aceleración. La desaparición de los efectos base mencionados, las elevaciones del precio del petróleo en los meses de septiembre y octubre y el riesgo de nuevos aumentos en los precios de los alimentos pueden incrementar las presiones inflacionistas en lo que resta de año, con el riesgo de que los mecanismos de indiciación vigentes faciliten la propagación de estas alzas de precios, de naturaleza transitoria, hacia el resto de la economía.

La economía española se desenvuelve en una fase de moderación gradual del dinamismo de la demanda interna que refleja el efecto del tensionamiento de las condiciones financieras sobre las decisiones de gasto de los hogares y de las empresas españolas, y que permite pronosticar una evolución del endeudamiento del sector privado más sostenible en el tiempo. Las perspectivas de crecimiento a corto plazo son, pues, favorables, pero, como ya se ha señalado, están sujetas a un mayor grado de incertidumbre, debido a las dudas que existen sobre la duración del episodio de inestabilidad financiera. De ello depende el impacto final de dicho episodio sobre el crecimiento real de la economía mundial y, por tanto, sobre el dinamismo del entorno exterior de la economía española, en el que se asienta el avance hacia un patrón de crecimiento más equilibrado. Además, si la inestabilidad financiera internacional se prolongase, ello podría manifestarse en un endurecimiento más duradero de las condiciones financieras, lo que eventualmente afectaría a los planes de gasto del sector privado.

En estas circunstancias, las políticas económicas de estabilidad presupuestaria y de reformas estructurales tienen un importante papel que desempeñar para favorecer un entorno de certidumbre y para mejorar el grado de flexibilidad de la economía. En los últimos meses se han presentado el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2008 y el Informe Anual de Progreso, del Programa Nacional de Reformas (PNR). El Proyecto de Presupuestos sitúa el objetivo de superávit para el conjunto de las Administraciones Públicas en el 1,15% en el 2008, de manera que cumple con los requerimientos de estabilidad presupuestaria establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y en la Ley de Estabilidad Presupuestaria. En la medida en que su elaboración se basa en una previsión de cierre del año 2007 muy prudente por el lado de los ingresos, cualquier desviación al alza de estos debería trasladarse a la consecución de un superávit también superior al programado, evitándose que redunden en un incremento del gasto. El Informe de Progreso del PNR, por su parte, pone de manifiesto que la puesta en marcha del Plan ha ido a buen ritmo y que se ha mantenido la convergencia en términos del PIB per cápita con la Unión Europea. Esta aproximación en los niveles de bienestar económico se ha basado, esencialmente, en el aumento de la tasa de empleo, por lo que se ha de seguir profundizando en las reformas que permitan tanto preservar la pujanza en la creación de empleo como incrementar, al mismo tiempo, las ganancias de eficiencia de la economía.

## 2 Entorno exterior del área del euro

Desde principios de agosto se registra un período de turbulencia en los mercados financieros internacionales que se ha manifestado en un fuerte incremento de las primas de riesgo de los activos financieros estructurados asociados a la financiación de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos y en un descenso drástico de la liquidez en múltiples segmentos de los mercados financieros, especialmente en los instrumentos estructurados. Estos problemas se trasladaron también a los mercados monetarios, lo que motivó intervenciones de los principales bancos centrales, que inyectaron liquidez con carácter extraordinario. La huida hacia la calidad generó inicialmente una significativa reducción de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, apreciaciones del dólar y sobre todo del yen —por el cierre de posiciones de *carry-trade*—, y correcciones en los mercados bursátiles. Estos movimientos se revirtieron en buena medida posteriormente, en particular tras la reducción de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos en 50 pb el 18 de septiembre. En cualquier caso, las tensiones en los mercados monetarios y en los de productos estructurados y de activos de peor calificación crediticia persisten. En cuanto a los mercados cambiarios, tras la reacción inicial, el yen y el dólar volvieron a mostrar una marcada debilidad, que llevó a un mínimo histórico de 1,43 dólares por euro, y a una fuerte apreciación de las principales divisas receptoras de *carry-trades*, como el real brasileño y la lira turca. En este episodio los mercados emergentes han mostrado una notable resistencia (véase recuadro 1); aunque en un principio registraron un impacto negativo, las bolsas de todas las regiones emergentes se han recuperado de manera notable y los diferenciales soberanos se han reducido, si bien se constata una generalizada reducción de las emisiones en el mes de septiembre, tras unos meses previos de colocaciones récord. Por último, el precio del petróleo tipo Brent cayó fuertemente al inicio del período de turbulencia, pero su robusta recuperación desde finales de agosto —que coincidió con la temporada de huracanes en el golfo de México, y con unos datos de existencias negativos y la inestabilidad en algunas zonas productoras—, lo ha situado en nuevos máximos históricos, por encima de 89 dólares por barril.

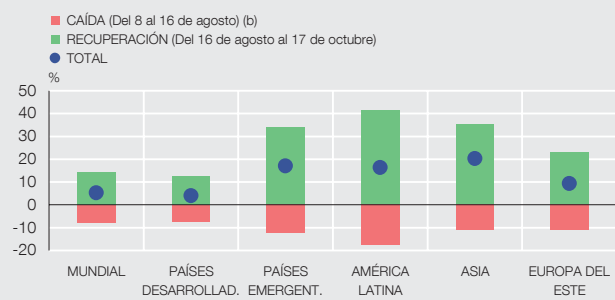
En Estados Unidos, el dato final del PIB del segundo trimestre mostró una aceleración sustancial en el ritmo de actividad económica, con un crecimiento trimestral anualizado del 3,8%, frente al 0,6% registrado en el primer trimestre. La aceleración provino de la mejora del sector externo y de la inversión no residencial. Sin embargo, se produjo una desaceleración del consumo privado, que había actuado como motor del crecimiento en los trimestres anteriores, y se mantuvo la contribución negativa de la inversión residencial. En cuanto a las perspectivas para el tercer trimestre, los indicadores más recientes confirman la debilidad del sector inmobiliario, superior incluso a las expectativas. Durante julio y agosto continuó el retroceso de las cifras de ventas de viviendas, el *stock* de viviendas nuevas y usadas pendientes de venta se mantuvo en niveles históricamente elevados, y en septiembre se alcanzó el mínimo histórico de los últimos catorce años en las viviendas iniciadas. De igual manera, hasta agosto, los precios de la vivienda se continuaron desacelerando significativamente. Por el lado de la demanda, los datos de empleo apuntan a cierta ralentización en el mercado laboral en el tercer trimestre —cuando en promedio se crearon 97.000 empleos al mes, cifra inferior al promedio de 134.000 en el primer semestre del año—, y algunos indicadores dispersos de consumo apuntarían a una desaceleración en septiembre y octubre. Los signos más positivos para la economía continúan proviniendo del sector industrial, donde la producción y los índices de gestores de compras de manufacturas y servicios apuntan hacia una expansión moderada de la actividad durante el tercer trimestre. Finalmente, en el sector exterior, se produjo una mejora de la balanza comercial en agosto, como consecuencia de la aceleración de

Las economías emergentes no fueron ajenas, en un primer momento, al impacto de las turbulencias financieras originadas en el mercado hipotecario estadounidense. No obstante, y a diferencia de períodos de inestabilidad global anteriores, el impacto sobre sus mercados financieros ha sido efímero, y se han recuperado sobradamente las pérdidas iniciales.

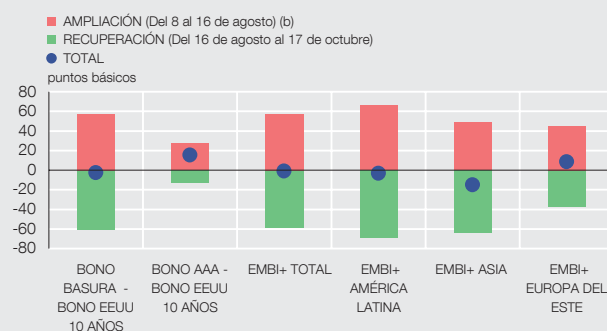
Los gráficos 1 y 2 comparan, respectivamente, la evolución de las bolsas y los diferenciales de tipos de interés de los países emergentes con variables análogas en las economías desarrolladas en tres períodos de tiempo y hasta el 17 de octubre. El primer período de referencia es desde el 8 de agosto, cuando las tensiones —que se habían iniciado ya en julio— se agudizaron, hasta el momento de máximas pérdidas en los precios de los activos —que corresponde al 16 de ese mes—, la recuperación posterior y el período completo. Las pérdidas iniciales, tanto de las bolsas como de diferenciales de rentabilidad de activos comparables —bonos de baja calificación en Estados Unidos y soberanos de emergentes— fueron algo mayores en los mercados emergentes, pero su recuperación ha sido

claramente superior, de tal modo que el balance conjunto es más favorable para estas economías. Así, las bolsas emergentes, medidas por el índice MSCI, se revalorizaron en torno al 30% a partir del 16 de agosto, compensando con creces las pérdidas de semanas anteriores. Respecto a los diferenciales soberanos, el EMBI+ de los países emergentes se había reducido de nuevo hasta el entorno de 190 pb, el nivel previo al episodio de turbulencia. Cabe precisar, sin embargo, que la recuperación de los diferenciales soberanos y de las bolsas fue mayor en Asia y América Latina que en Europa Central y del Este. En los mercados cambiarios la mayoría de las divisas se habían apreciado significativamente frente al dólar, especialmente aquellas que en la primera parte del episodio de turbulencia experimentaron mayores depreciaciones y que corresponden a países que habían sido receptores de flujos de capital vía operaciones de financiación de *carry-trade*, como es el caso del real brasileño y la lira turca. Por último, destaca la resistencia de las variables financieras en China a lo largo de todo el episodio, probablemente porque sus mercados financieros están más aislados de la evolución internacional, debido a la existencia de controles de capitales. En parti-

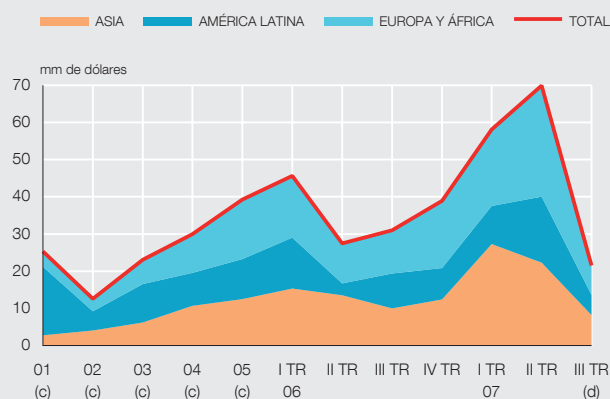
### 1 VARIACIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES (a)



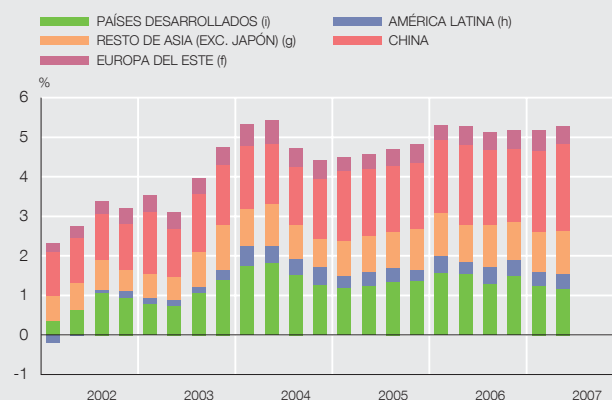
### 2 VARIACIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE BONOS



### 3 EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES



### 4 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL (e)



FUENTES: Estadísticas nacionales, FMI, MSCI y Datastream.

a. Índices MSCI.

b. El 16 de agosto es la fecha en que las variables financieras alcanzaron peores datos.

c. Media trimestral.

d. Datos hasta agosto y estimación para septiembre de 2007.

e. Contribución, en puntos porcentuales, a la variación interanual del PIB mundial, calculado a partir de datos obtenidos de 56 países, que representan el 91% del PIB mundial.

f. Rusia, Ucrania, Turquía, Polonia, Rep. Checa, Hungría, Estonia, Letonia, Lituania, Eslovenia, Eslovaquia, Bulgaria y Croacia.

g. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.

h. Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

i. Europa Occidental, Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia y Nueva Zelanda.

cular, la bolsa china ha acumulado ganancias superiores al 40% desde principios de agosto.

Un contrapunto a esta evolución positiva es la drástica reducción observada en el tercer trimestre de las emisiones de deuda (pública y privada) en los mercados internacionales de las economías emergentes (véase gráfico 3). En cualquier caso, la interpretación de estos datos debe ser cautelosa, ya que supone una corrección del intenso crecimiento previo aprovechando las buenas condiciones de financiación y no refleja necesariamente la imposibilidad de emitir. Por el contrario, esta pausa en las emisiones podría interpretarse como una estrategia razonable en un contexto más incierto, dado que las necesidades de financiación no son acuciantes.

Varias razones, relacionadas tanto con las economías emergentes como con el contexto internacional, explican esta recuperación y justifican su menor vulnerabilidad financiera en esta ocasión. En primer lugar, la mayoría de estas economías ha mejorado significativamente sus fundamentos económicos (fuerte crecimiento económico, inflación contenida, déficits fiscales moderados). En segundo lugar, los fundamentos financieros son también más sólidos: la mayoría de estos países registran en la actualidad una posición exterior holgada, con la excepción de las economías del Este europeo, en las cuales, quizás por ello, la recuperación ha sido más tímida; las entradas de capitales han sido sustanciales, pero la inversión directa del exterior, tradicionalmente más estable, ha tenido en los últimos cinco años un importante protagonismo en prácticamente todas las áreas emergentes; además, estos países han acumulado reservas de modo muy intenso, lo que supone un colchón adicional ante posibles perturbaciones financieras; por otra parte, algunos Gobiernos, sobre todo los latinoamericanos, han reducido su exposición a la deuda exterior denominada en moneda extranjera, a través de políticas muy activas de gestión financiera; por último, hay que señalar que los países exportadores de materias primas y de petróleo están disfrutando además de un incremento adicional de los ya elevados precios de estos productos.

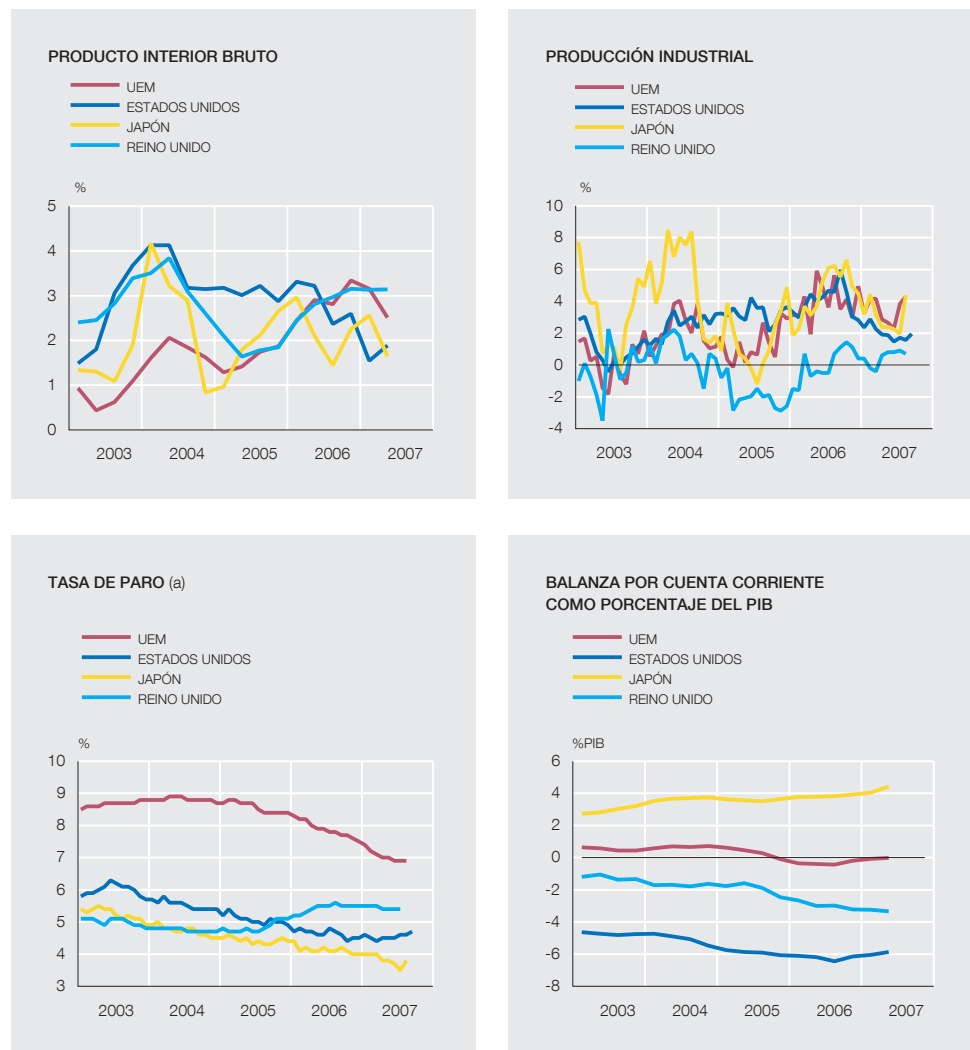
Las perspectivas de crecimiento de estas economías se mantienen robustas, en parte por la resistencia a las turbulencias financieras, y en

parte porque la demanda interna se ha venido fortaleciendo en los últimos años. Estas perspectivas positivas de crecimiento para las economías emergentes pueden constituir un sostén fundamental para el crecimiento global en el corto y medio plazo, si se verifica la previsible desaceleración en el ritmo de actividad en los países desarrollados. Las economías emergentes ya representan la mitad del producto mundial —medido en PPP— y su contribución al crecimiento del PIB global ha superado el 70% en los últimos seis años (75% en 2006) (véase gráfico 4). Por otro lado, la posición superavitaria exterior en el conjunto de estos países implica que son financiadores netos de los países desarrollados.

En cualquier caso, es importante notar que esta mayor resistencia de las economías emergentes se ha gestado en un contexto internacional muy positivo, tanto en el ámbito real como financiero (ya que los tipos de interés bajos han favorecido la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores internacionales, algunos de los cuales se han dirigido a los países emergentes). Por ello, estas economías se hallan expuestas a riesgos de carácter económico y financiero que es necesario vigilar. Entre los primeros destaca la posibilidad de que la desaceleración económica global sea más acusada de lo previsto. En ese caso, a pesar del fortalecimiento de la demanda interna en las economías emergentes, su decreciente pero continuada dependencia financiera del exterior y de la bonanza en los mercados de materias primas haría inviable el mantenimiento de los ritmos de crecimiento previsto. Otro elemento de riesgo son las crecientes presiones inflacionistas, que podrían generar dilemas de política económica en algunos de estos países. Entre los riesgos de carácter financiero hay que notar que muchas de las economías emergentes han registrado un fuerte crecimiento del crédito y/o un incremento significativo del endeudamiento exterior del sector privado —en ocasiones, a través de productos estructurados— en un entorno de holgada liquidez y de condiciones de financiación muy favorables. En algunas áreas como Europa del Este, este endeudamiento ha sido en moneda extranjera en una proporción elevada. Por todo ello, es fundamental que estas economías mantengan las políticas económicas y financieras que permitan seguir reduciendo su vulnerabilidad y garanticen unos fundamentos sólidos.

las exportaciones. El comportamiento de los precios en el conjunto del trimestre ha sido, en general, positivo. Así, el deflactor del gasto en consumo personal —tanto en el índice general como en el subyacente— se moderó hasta el 1,8% en agosto, y la inflación subyacente medida por el IPC se situó en septiembre en el 2,1%, pese a repuntar el índice general hasta el 2,8%. La reducción de los tipos de interés oficiales de septiembre contribuyó a una gradual aunque limitada recuperación de la normalidad en los mercados interbancarios.

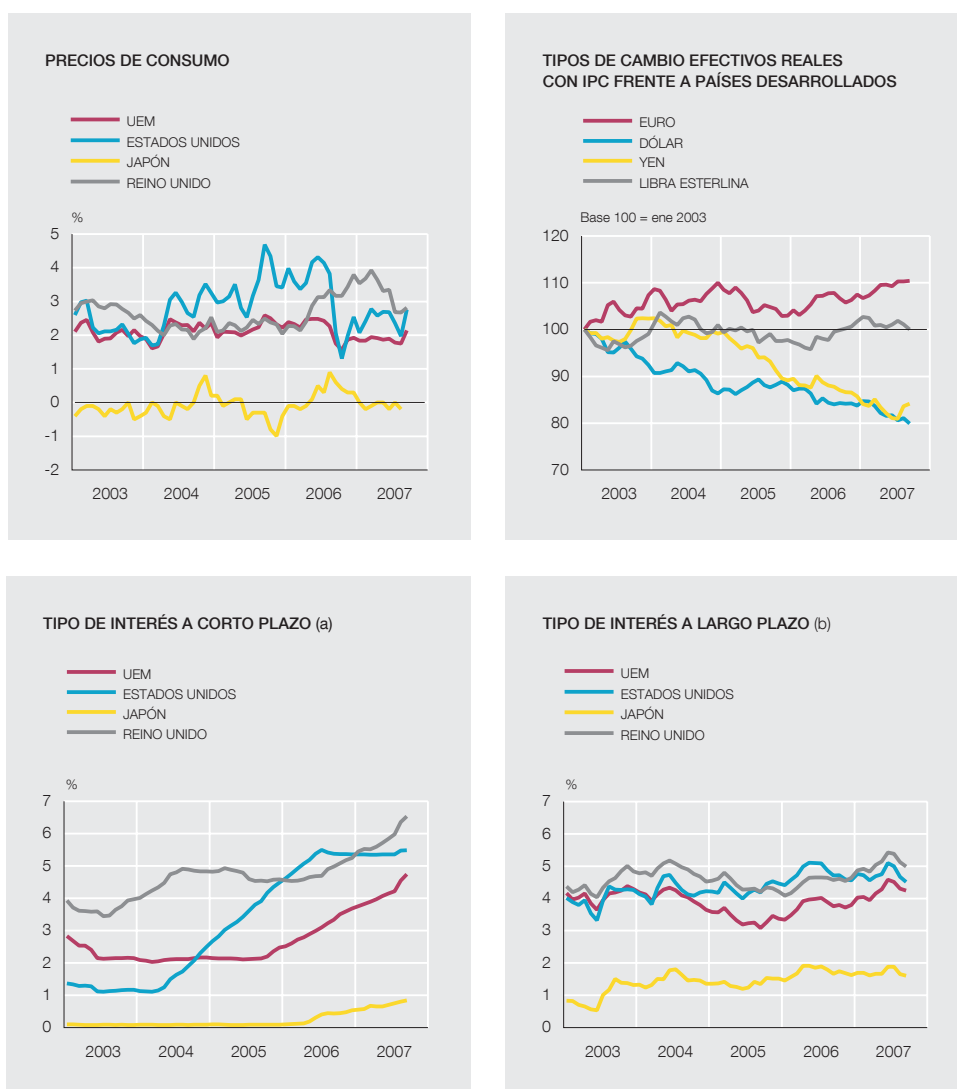
En Japón, los indicadores de consumo y de actividad industrial repuntaron en agosto, tras su desfavorable evolución en julio y la contracción del PIB del segundo trimestre, debida a la inesperada caída de la inversión. Por el lado de la oferta, el tono general de la encuesta Tankan del tercer trimestre fue positivo y la producción industrial de agosto compensó sobradamente la



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

caída del mes previo, en tanto que el índice de gestores de compras de manufacturas (PMI, según sus siglas en inglés) volvió a aumentar en septiembre. Todo ello apuntaría a una recuperación de la actividad fabril después de la debilidad mostrada en el primer semestre. Por el lado del consumo, se produjeron repuntes en agosto en la mayoría de los indicadores de gasto, a pesar del continuado deterioro de la confianza de los consumidores. En el mercado laboral, la tasa de desempleo repuntó en agosto dos décimas, hasta el 3,8%, debido a una ralentización del ritmo de creación de empleo, si bien la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo permaneció en niveles elevados. El superávit por cuenta corriente mejoró en agosto, gracias al notable impulso de la balanza comercial, favorecida por la fortaleza de las exportaciones hacia el resto de Asia. Por el lado negativo, destacó la evolución de los indicadores de la construcción, que registran notables descensos tanto de las viviendas iniciadas como de los pedidos en agosto. En cuanto a los indicadores de inflación, los datos de agosto situaron la tasa interanual del índice general en el -0,2%, mientras que la tasa subyacente permaneció en el -0,1% por quinto mes consecutivo. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% en su reunión de octubre, nivel en el que permanece inalterado desde febrero.



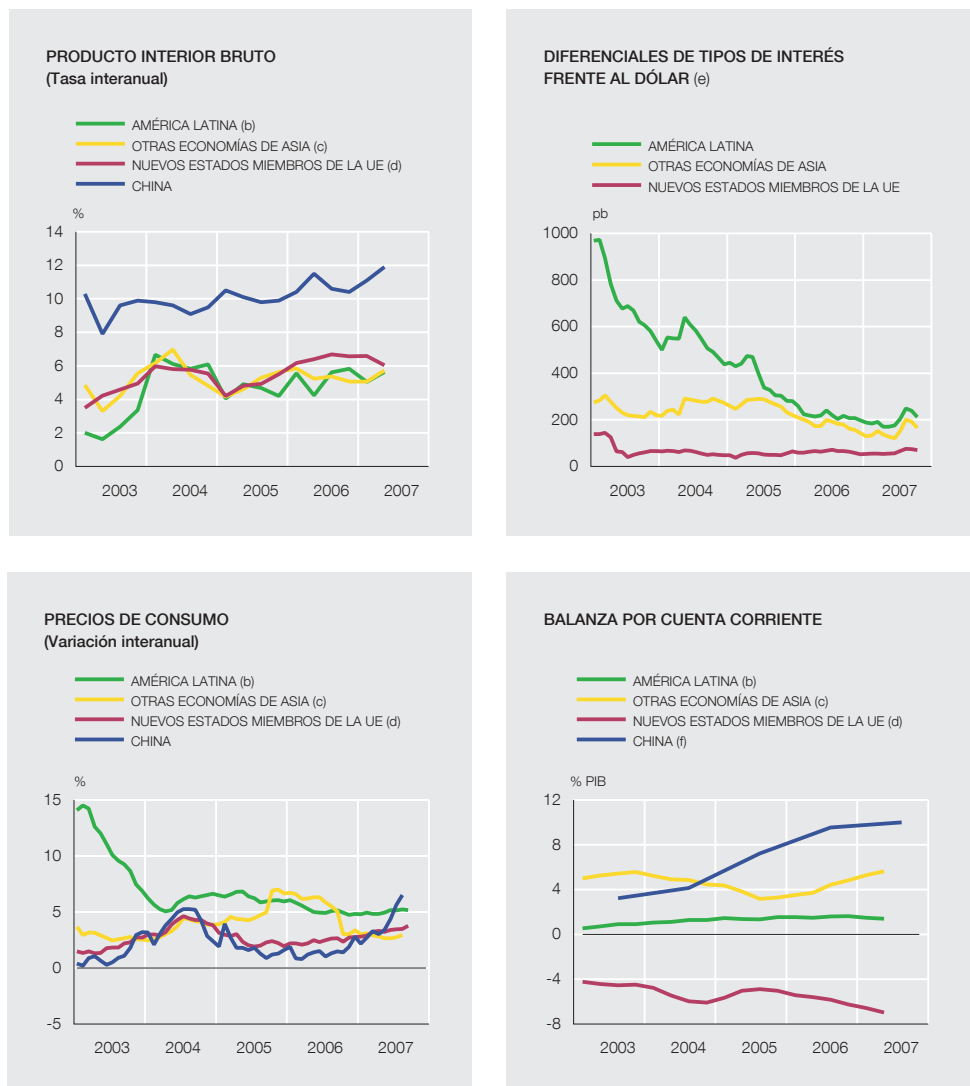
FUENTE: Banco de España.

a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.

b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

En el Reino Unido, el PIB creció un 3% interanual en el segundo trimestre y, de acuerdo con la estimación preliminar, un 3,3% en el tercero, en consonancia con el dinamismo mostrado por los indicadores de producción industrial y consumo en ese período. Asimismo, durante el tercer trimestre, el incremento de los precios de consumo y de la vivienda, así como de los salarios, ha dado muestras de moderación, mientras que los precios de producción repuntaron ligeramente en septiembre. En este contexto y con el trasfondo de las turbulencias financieras, el Banco de Inglaterra mantuvo los tipos oficiales en el 5,75% en su reunión de octubre y, a partir de los problemas financieros de un banco hipotecario el 14 de septiembre, se mostró más activo en el suministro de liquidez al sistema bancario, a pesar de lo cual tampoco se ha recuperado completamente la normalidad en el mercado interbancario.

En los nuevos miembros de la Unión Europea se mantuvo el notable dinamismo de la actividad en el segundo trimestre, cuando se registró un crecimiento interanual del PIB del 6%, si bien los indicadores de actividad y demanda más recientes apuntarían a una ligera moderación,



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.  
b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.  
d. Polonia, Hungría, Rep. Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.  
e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.  
f. Datos anuales.

especialmente acusada en Hungría, por el programa de ajuste fiscal. La fortaleza de la demanda interna en la mayoría de los países continúa presionando sobre los precios de consumo, lo que ha llevado a una revisión al alza de las expectativas de inflación, y también ha ampliado los déficits por cuenta corriente, especialmente en los países bálticos y en Bulgaria. No se modificaron tipos de interés oficiales, salvo en Hungría, donde se redujeron en 25 pb, hasta el 7,50%. Por otra parte, tras las turbulencias, las principales monedas con tipos de cambio flexibles han seguido una senda de apreciación frente al euro. Dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II, según sus siglas en inglés) se mantuvo una relativa estabilidad, con ciertas presiones depreciatorias sobre el lats letón, que sin embargo se mantuvo dentro de las bandas de fluctuación central frente al euro.

En China, el crecimiento se aceleró durante el segundo trimestre hasta el 11,9% —y en el tercer trimestre, tanto los indicadores de actividad industrial como los de demanda apuntarían a un mantenimiento en el ritmo de crecimiento—. El superávit comercial continuó siendo elevado en el tercer trimestre, tras el récord histórico de junio, en un contexto de continuada pero moderada apreciación del renminbi respecto al dólar. Fue notable a lo largo del trimestre el repunte de la inflación, que alcanza el 5,6% interanual en julio y el 6,5% en agosto (valor máximo de los últimos once años). Este aumento vino impulsado en gran medida por el incremento del precio de los alimentos, pues la inflación subyacente se mantuvo estable. En este contexto, el banco central continuó endureciendo su política monetaria, lo que se reflejó en un aumento a lo largo del último trimestre de los tipos de referencia de préstamos y depósitos en un total de 45 pb y 54 pb, respectivamente, y en una elevación del coeficiente de reservas bancarias en septiembre y octubre. En el resto de Asia, los datos de actividad económica disponibles apuntarían a que durante julio y agosto se habría moderado el ritmo de avance de la actividad económica, mientras que la inflación tendió a aumentar generalizadamente en septiembre, con la notable excepción de la India.

En América Latina el crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre aumentó hasta el 5,6%, frente al 5,2% del trimestre precedente. Este repunte de la actividad de la región se concentró en Brasil, Argentina y, en menor medida, Chile, mientras que en otras economías del área el crecimiento se desaceleró, si bien mantienen todavía tasas muy elevadas. La demanda interna fue el principal impulsor de la actividad, y dentro de esta es notable una nueva aceleración del ritmo de crecimiento de la inversión. Los primeros datos referidos al tercer trimestre del año apuntarían a un mantenimiento de las tasas de crecimiento en la mayoría de los países, con la excepción de Chile y México. Respecto a la evolución de los precios, en el mes de agosto la inflación regional ascendió dos décimas, hasta el 5,3%, y se mantuvo en esa cifra en septiembre. Los mayores incrementos se registraron en Brasil y Chile, y se derivaron, en gran medida, de la evolución de los precios de los alimentos. En cuanto a política monetaria, a lo largo del trimestre se instrumentó un incremento de los tipos oficiales de 25 pb en Colombia y de 50 pb en Chile y Perú. Brasil, sin embargo, los redujo en 50 pb en julio y en 25 pb en septiembre, pero no los alteró en octubre. El Congreso mexicano aprobó definitivamente la reforma fiscal presentada por el Ejecutivo, con ligeras modificaciones, medida que llevó a la revisión al alza de la calificación de su deuda soberana. También mejoró la calificación crediticia de Brasil, situándose a un escalón del grado de inversión.



### 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

Durante la primera mitad del año continuó la etapa de dinamismo que se había iniciado a finales de 2005 en la economía de la zona del euro. Los indicadores más recientes de actividad y empleo apuntan una prolongación de este escenario en la segunda mitad del año, aunque las condiciones económicas han cambiado sustancialmente por tres factores: el notable encarecimiento de las materias primas, la sostenida apreciación del euro y el endurecimiento de las condiciones financieras, que, como recoge la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), podría incrementarse en el último trimestre del año. La acción conjunta de estos tres elementos parece estar teniendo un impacto significativo —al menos, en el corto plazo— sobre la confianza de los agentes (véase recuadro 2) y podría dar lugar a una cierta ralentización del crecimiento a final de año. Es cualquier caso, no parece que la tasa de crecimiento medio del PIB en 2007 se vaya a alejar del 2,5% registrado en el segundo trimestre, una cifra que está en línea con las estimaciones realizadas por algunos organismos internacionales.

Durante el verano, los problemas originados en Estados Unidos en torno a las hipotecas de alto riesgo se extendieron a los mercados financieros internacionales, dando lugar a un cambio significativo en la valoración y actitud hacia el riesgo, un aumento de la volatilidad y un incremento de la demanda de liquidez. Las perturbaciones financieras han afectado de forma particular a los mercados monetarios, incluido el mercado interbancario del área del euro, donde se ha registrado un descenso marcado de los volúmenes de operaciones a plazo y un aumento sustancial de las rentabilidades (véase recuadro 3). En este contexto, la acción del BCE —así como la de otros bancos centrales— ha estado orientada a evitar que la escasez de liquidez contribuyera a profundizar las tensiones, que —a pesar de una cierta normalización— se han revelado más persistentes que lo que cabría haber esperado al inicio de las mismas.

Estas circunstancias han incrementado notablemente la incertidumbre sobre las perspectivas económicas del área, ya que la información disponible es todavía muy incompleta para extraer conclusiones firmes sobre la duración de la situación de inestabilidad por la que atraviesan algunos mercados financieros y sus potenciales efectos macroeconómicos. Con todo, la moderación del crecimiento económico de la UEM en 2008 será probablemente algo más acusada que la anticipada hace unos meses, si bien el avance del producto no debería alejarse del crecimiento potencial. Así lo empiezan a recoger las actualizaciones más recientes de previsiones por parte de organismos internacionales. Al mismo tiempo, los riesgos a la baja sobre este escenario central se han incrementado sustancialmente.

En relación con la inflación, la tasa interanual del IAPC aumentó hasta el 2,1% en septiembre, si bien este repunte estaba en buena parte anticipado, debido al comportamiento pasado del precio del petróleo. En el medio plazo, las perspectivas de inflación son compatibles con la estabilidad de precios. No obstante, los riesgos al alza se mantienen, enfatizados por el encarecimiento del petróleo y de los alimentos, aunque la previsible moderación de la actividad y la sostenida apreciación del euro tenderán a mitigar estas presiones.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo constante el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en el 4% en sus reuniones de septiembre y octubre, a la espera de recabar información y de hacer una valoración más precisa sobre el impacto de las turbulencias financieras.

La mayor parte de los indicadores de confianza de la UEM registraron descensos significativos en septiembre de este año, como muestra la evolución tanto de los indicadores publicados por la Comisión Europea (véase gráfico 1) como de los índices PMI (véase gráfico 2). Coincidiendo con el episodio de inestabilidad en los mercados financieros iniciado en verano, todos los indicadores de la CE —excepto el referido a la construcción— mostraron una caída, que fue más pronunciada en el caso del comercio minorista. Por lo que se refiere a las encuestas PMI, el deterioro resultó especialmente intenso en el sector servicios, con el mayor recorte mensual observado desde el inicio de la serie, en julio de 1998, que obedeció, en gran parte, a la evolución de la confianza en el subsector de servicios financieros. Este retroceso se corrigió levemente en octubre, mientras que en el caso del PMI de manufacturas se registró una caída adicional, de acuerdo con la información preliminar.

Una de las ventajas de los indicadores de opinión es su disponibilidad con muy poco retraso con respecto al fin del período de referencia, lo que los convierte en un instrumento muy útil para realizar una valoración inicial de la situación económica. Además, como se observa en el gráfico 3, existe una elevada correlación, prácticamente contemporánea, entre la evolución de la actividad económica —medida a través de la tasa de variación interanual del PIB— y estos indicadores<sup>1</sup>. Sin embargo, dado que los indicadores de confianza reflejan la opinión subjetiva de los agentes económicos acerca de la situación coyuntural, son susceptibles de contener sesgos de valoración. En particular, en determinados momentos en los que aumenta la incertidumbre, por motivos económicos o extraeconómicos —tensiones bélicas, catástrofes naturales, cambios políticos—, pueden recoger reacciones desproporcionadas de carácter más o menos transitorio<sup>2</sup>, que alteran parcialmente la alta correlación que habitualmente presentan con las variables cuantitativas de referencia (PIB, producción industrial, consumo...).

1. En el gráfico se representan el indicador de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea —que sintetiza los indicadores de confianza de la industria, los servicios, la construcción, el comercio minorista y el consumidor del mismo organismo— y el índice PMI compuesto, que incorpora la información correspondiente a los PMI de manufacturas y de servicios. 2. Otro ejemplo de los sesgos que pueden mostrar los indicadores de confianza se refleja en el hecho de que la media de largo plazo de muchos de estos indicadores es con frecuencia menor que el valor que puede considerarse neutral o sin cambios (cero en los indicadores de la CE y 50 para los índices PMI), lo que constituye un indicio de predominio de las opiniones pesimistas de los agentes económicos.

Para evaluar esta posibilidad es interesante observar el comportamiento de estos indicadores de opinión en episodios previos de inestabilidad. En concreto, los gráficos 4 a 7 representan la evolución de un grupo seleccionado de encuestas de confianza un año antes y otro después de los siguientes acontecimientos: el *crash* bursátil de octubre de 1987, la crisis de la deuda de Rusia y del fondo LTCM en agosto de 1998 y el pinchazo de la burbuja tecnológica en septiembre de 2000<sup>3</sup>, en los que el origen de la inestabilidad partió de los propios mercados financieros; y la invasión de Kuwait por Irak en agosto de 1990 y los atentados terroristas en Estados Unidos en septiembre de 2001, relacionados con tensiones geopolíticas. Como se observa en estos gráficos, el retroceso de los indicadores desde agosto de 2007 se halla en línea con lo ocurrido en experiencias previas. También se aprecia que el impacto inicial sobre la confianza del consumidor es inferior al efecto sobre los indicadores de oferta, como la confianza industrial y los índices PMI, en consonancia con otros episodios.

Los gráficos muestran que en varias ocasiones la recuperación de los indicadores tras la caída inicial es rápida. En otros casos, sin embargo, pueden llegar a transcurrir varios trimestres antes de que pueda distinguirse si el retroceso tiene carácter temporal o es el inicio de un cambio de tendencia. Así, la recuperación de los indicadores de opinión fue muy inmediata tras los atentados terroristas de 2001 y algo más lenta después del desencadenamiento de la crisis de 1998. Por el contrario, la moderación de los indicadores de confianza tras la invasión de Kuwait en 1990 y el descenso de las cotizaciones bursátiles en 2000 fue poco intensa en su inicio, pero no se corrigió en el año posterior. Lo ocurrido en 1987 constituye una clara excepción, pues no se aprecia un impacto reseñable del *crash* bursátil sobre las encuestas de opinión.

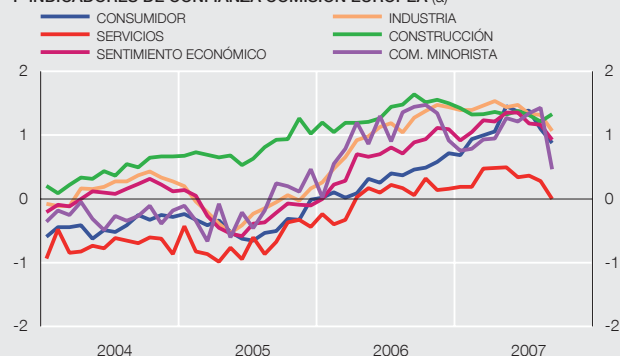
En conclusión, la rápida disponibilidad de los indicadores de opinión les hace muy útiles para el seguimiento de la situación coyuntural de la economía. Sin embargo, la evidencia disponible aconseja considerar con cierta cautela sus movimientos a muy corto plazo en los períodos inmediatamente posteriores a episodios singulares de turbulencias económicas o geopolíticas. En esos momentos, para valorar la evolución de la economía a medio plazo, es aconsejable aguardar hasta poder complementar las encuestas de opinión con la información que se desprende de los indicadores de carácter cuantitativo.

3. Aunque gran parte de los índices bursátiles alcanzaron sus máximos en marzo de 2000, los retrocesos de las cotizaciones se intensificaron en septiembre de dicho año.

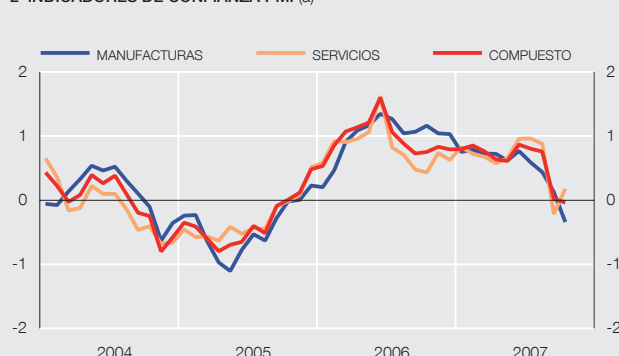
# EL COMPORTAMIENTO DE LOS INDICADORES DE CONFIANZA DE LA UEM EN PERÍODOS DE INESTABILIDAD ECONÓMICA (cont.)

RECUADRO 2

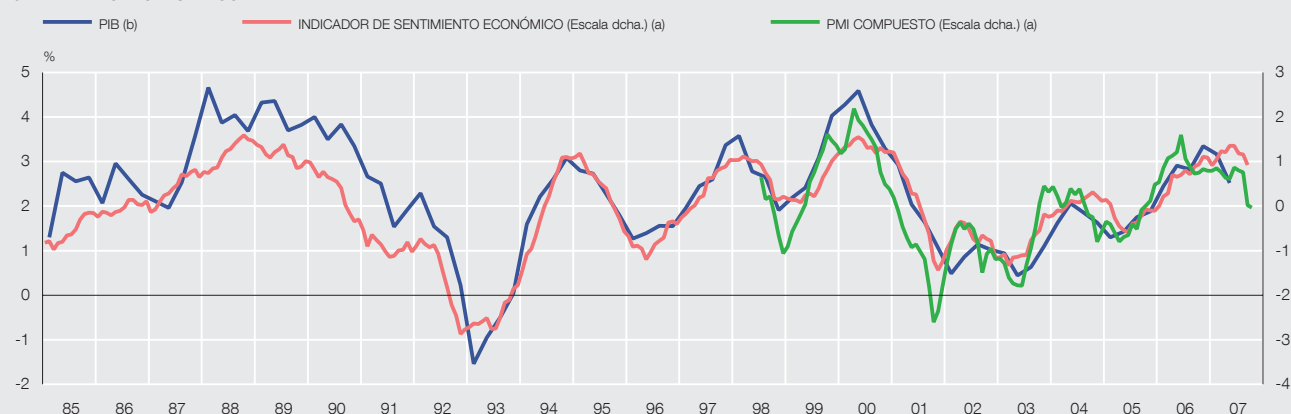
1 INDICADORES DE CONFIANZA COMISIÓN EUROPEA (a)



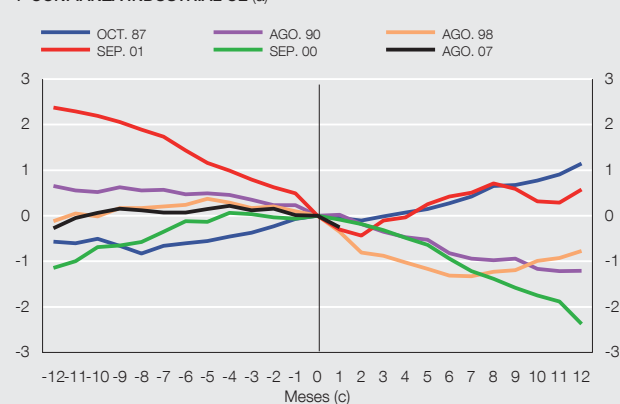
2 INDICADORES DE CONFIANZA PMI (a)



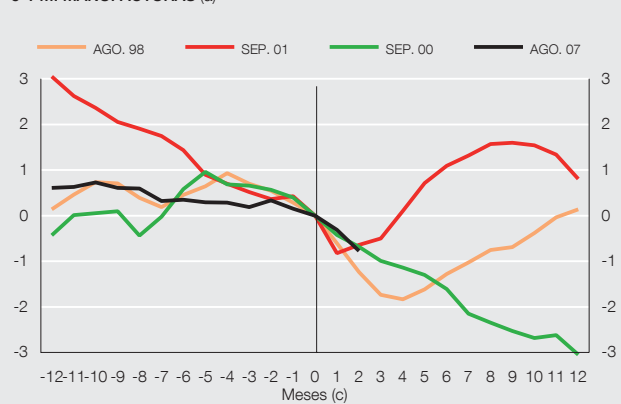
3 PIB E INDICADORES DE CONFIANZA



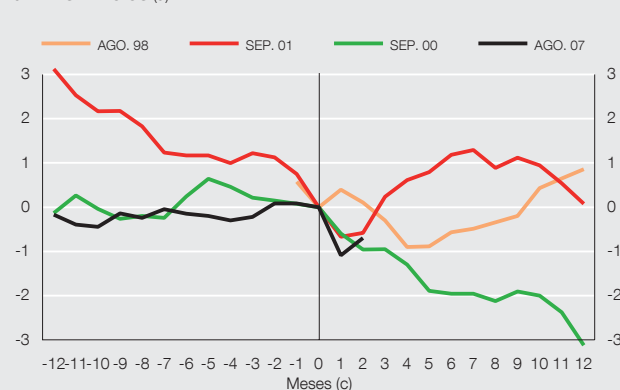
4 CONFIANZA INDUSTRIAL CE (a)



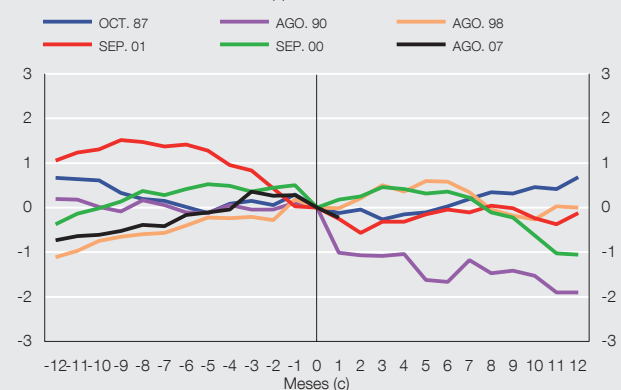
5 PMI MANUFACTURAS (a)



6 PMI SERVICIOS (a)



7 CONFIANZA CONSUMIDOR CE (a)



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, Eurostat y Reuters.

- a. Series normalizadas.
- b. Tasa de variación interanual.
- c. Número de meses de diferencia en relación con el período de referencia.

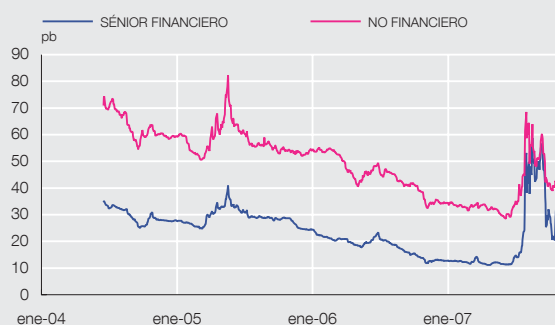
Durante los meses de julio y agosto, el repunte en la tasa de morosidad de los préstamos hipotecarios *subprime* en Estados Unidos terminó provocando tensiones en los mercados crediticios internacionales. A ello contribuyó especialmente la complejidad de los productos estructurados, que durante los últimos años se habían utilizado como mecanismos para transferir los riesgos generados por aquellos préstamos, así como la escasa transparencia acerca de las exposiciones de los inversores a estos productos. Se produjo así una reevaluación generalizada del riesgo, que, como puede observarse en el gráfico 1, fue más acusada en el caso del sector financiero, dada su exposición directa o indirecta a las turbulencias y la fuerte interdependencia entre instituciones.

Adicionalmente, algunos bancos habían contraído compromisos para suministrar liquidez en caso de necesidad a determinados vehículos financieros (*conduits*), que habían venido recurriendo a la emisión de papel comercial a corto plazo (ABCP) para financiar sus adquisiciones en valores vinculados con las hipotecas *subprime* estadounidenses. Las dificultades experimentadas por esos vehículos para refinanciarse en los mercados y el consiguiente recurso a las líneas de crédito comprometidas por los bancos generaron tensiones

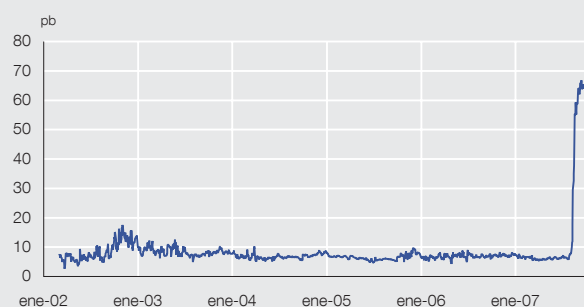
en la mayoría de los mercados interbancarios de los países industrializados, incluyendo el del área del euro. Los tipos de interés repuntaron, especialmente los de los plazos superiores al mes, y se redujo el volumen de operaciones a estos horizontes. En el caso de la UEM, el tipo EONIA tendió a separarse del tipo mínimo de las operaciones principales de financiación durante los primeros días de agosto, al tiempo que, tal como se observa en el gráfico 2, el diferencial de rentabilidad a tres meses entre las transacciones sin garantías (EURIBOR) y con garantías (EUREPO) alcanzó un nivel muy elevado, superior a los 70 pb, cuando se había venido situando por debajo de los 10 pb.

Para normalizar la situación en estos mercados, el BCE recurrió a un conjunto de medidas destinadas a proporcionar liquidez adicional. En primer lugar, se realizaron entre el 9 y el 14 de agosto cuatro operaciones de ajuste fino, en las que se inyectaron fondos mediante adquisiciones temporales a un día (*reverse repos*), siendo la primera de ellas una subasta a tipo fijo sin límite de volumen, y el resto, a tipo variable (véase gráfico 3). Por otra parte, además de las operaciones previstas de financiación a más largo plazo (con vencimientos a tres meses), se realizaron el 22 de agosto y el 11 de septiembre dos su-

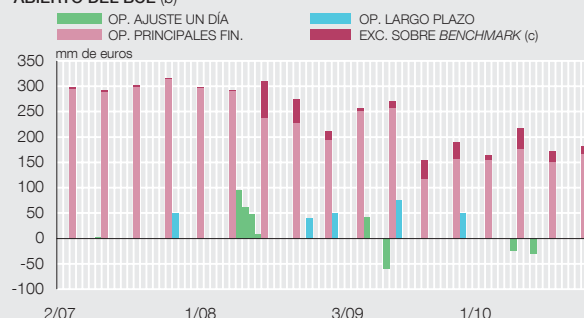
1 ITRAXX FINANCIERO Y NO FINANCIERO (a)



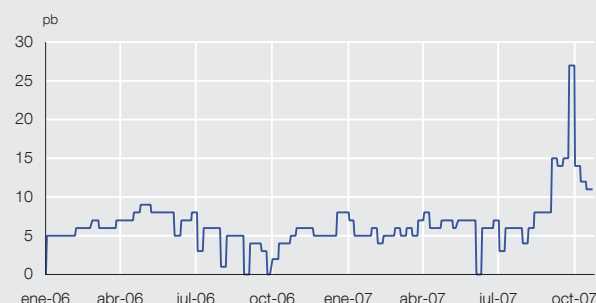
2 DIFERENCIAL EURIBOR – EUREPO A TRES MESES



### 3 VOLÚMENES ADJUDICADOS EN LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCE (b)



4. DIFERENCIAL TIPO MARGINAL – TIPO MÍNIMO SUBASTAS BCE (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Bloomberg.

- a. Índices negociados de una cesta compuesta por distintos seguros de riesgo crediticio.
- b. Incluye operaciones periódicas con vencimiento semanal (operaciones principales de financiación) y a tres meses (operaciones a plazo más largo), así como operaciones no periódicas de ajuste fino.
- c. Exceso entre los volúmenes adjudicados y la referencia neutral calculada por el BCE de las necesidades de liquidez de las entidades.
- d. Diferencial entre el tipo máximo registrado y el tipo mínimo de referencia de las subastas semanales.

bastas suplementarias al mismo plazo. En la misma línea, en las operaciones principales de financiación realizadas durante este período el BCE realizó una política de gestión de liquidez más generosa, con el fin de satisfacer el deseo de las entidades de cumplir en exceso sus obligaciones de reservas mínimas, sobre todo al principio del período de cómputo de las mismas. Así, como puede apreciarse en el gráfico 3, en dichas subastas los volúmenes adjudicados se situaron por encima de la referencia neutral (*benchmark*) calculada por el BCE para cubrir las necesidades de liquidez del sistema. A pesar de ello, los tipos marginales de estas subastas alcanzaron niveles elevados en relación con el tipo mínimo (véase gráfico 4).

Gracias a estas medidas, el EONIA, en media, no se separó significativamente del tipo mínimo de las operaciones principales,

aunque presentó una volatilidad superior a la habitual (véase gráfico 12 del texto principal). Sin embargo, los tipos de interés negociados en el mercado de depósitos interbancarios no garantizados a plazo han permanecido en registros altos, notablemente por encima de los correspondientes a los de las transacciones respaldadas por títulos de deuda pública. Aunque en los últimos días se ha producido cierta corrección, los tipos implícitos en las operaciones cruzadas a distintos plazos apuntan que este diferencial puede continuar en niveles elevados en los próximos meses, lo que indicaría que —a la fecha de cierre de este artículo— los problemas en este mercado persisten, reflejando la mayor percepción entre los bancos del riesgo de contrapartida y el incremento de sus demandas de liquidez por motivo precaución.

### 3.1 Evolución económica

Según la Contabilidad Nacional, el ritmo de avance intertrimestral del PIB de la UEM se redujo cinco décimas durante el segundo trimestre, hasta el 0,3% (véase cuadro 1). La tasa interanual se situó en el 2,5%, siete décimas menos que en el primer trimestre. Esta moderación provino de un menor impulso de la demanda interna y, sobre todo, de la variación de existencias, que redujeron su aportación al crecimiento del PIB en tres y cinco décimas, hasta los 0,3 pp y -0,2 pp, respectivamente (véase gráfico 8). En el caso de la demanda interna, cabe destacar la evolución dispar de sus componentes. Así, el consumo privado experimentó una recuperación, aunque su avance interanual se mantiene en registros reducidos, del 1,5%. En cambio, el consumo público y la formación bruta de capital fijo se ralentizaron de forma significativa. En este último caso se produjo una caída, que obedeció al ajuste de la inversión en construcción, que disminuyó un 1,6% con respecto a la del primer trimestre, mientras que el gasto en bienes de equipo se aceleró ligeramente, hasta el 2%. Finalmente, la contribución neta del sector exterior aumentó dos décimas, por el menor vigor de las importaciones, ya que las exportaciones mantuvieron un ritmo de avance similar al de principios de año.

El desglose por ramas de actividad muestra una pérdida de impulso significativa en la construcción y en la agricultura, donde se produjeron caídas en el valor añadido con respecto al primer trimestre. En la industria, la producción también se ralentizó, pero mantuvo un incremento robusto, del 0,6% con respecto a los tres primeros meses del año. Por su parte, tanto el comercio como los servicios de intermediación mostraron una mayor pujanza.

La moderación del PIB en el segundo trimestre fue bastante generalizada por países y supone una ligera revisión a la baja del crecimiento en 2007, algo que ya se ha incorporado en las últimas previsiones por parte de los diferentes organismos internacionales. En las economías de mayor tamaño esta desaceleración tuvo algunas peculiaridades destacables. Así, el avance del 0,3% intertrimestral de la economía alemana se apoyó en el crecimiento de la inversión en maquinaria, las exportaciones y el consumo privado. En cambio, tal y como se preveía, la actividad en la construcción registró una acusada caída, debido, en gran medida, a su excepcional impulso en el primer trimestre, por las favorables condiciones meteorológicas. La debilidad de la economía francesa, sin embargo, obedeció a la desaceleración de las exportaciones y, sobre todo, al inesperado estancamiento de la inversión, especialmente en el componente de bienes de equipo. Finalmente, en Italia el avance del

	2006				2007			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)	IV TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	2,5	2,9	2,9	3,3	3,2	2,5		
Crecimiento intertrimestral	0,9	1,0	0,6	0,8	0,8	0,3		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,3 ; 0,8)	(0,2 ; 0,8)
IPI (d)	3,5	4,3	4,3	4,0	3,9	2,6	4,1	
Sentimiento económico	102,6	106,8	108,2	109,9	110,0	111,6	109,4	
Confianza industrial	-2,3	2,3	3,7	5,7	5,3	6,3	4,3	
PMI manufacturas	54,7	57,1	56,9	56,7	55,5	55,3	54,2	51,5
Confianza servicios	14,7	18,7	19,0	19,7	20,7	22,3	20,0	
PMI servicios	57,8	59,2	57,3	57,1	57,6	57,5	56,9	55,6
Tasa de paro	8,2	7,9	7,8	7,6	7,3	7,0	6,9	
Confianza consumidores	-10,7	-9,7	-8,3	-7,0	-5,3	-2,3	-3,7	
IAPC (crecimiento interanual) (e)	2,2	2,5	1,7	1,9	1,9	1,9	2,1	
IPRI (crecimiento interanual) (e)	5,1	5,8	4,6	4,1	2,8	2,2	1,7	
Precio del petróleo en dólares (e)	61,6	68,1	61,2	62,8	62,3	71,8	78,2	81,7
Préstamos al sector privado (crecimiento interanual) (e)	10,8	11,0	11,4	10,8	10,6	10,8	11,0	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,6	4,0	4,0	3,9	4,1	4,4	4,5	4,4
Diferencial bonos a diez años EEUU – UEM	1,06	1,08	1,00	0,82	0,67	0,47	0,32	0,19
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,210	1,271	1,266	1,317	1,332	1,351	1,418	1,431
Apreciación/depreciación del dólar/euro (e)	2,6	7,8	7,3	11,6	1,1	2,5	7,7	8,6
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	10,3	4,2	11,9	20,3	3,4	9,9	6,1	7,6

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

a. Datos medios del trimestre. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Información disponible hasta el día 25 de octubre de 2007.

c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

d. Crecimiento interanual de la serie ajustada de días laborables.

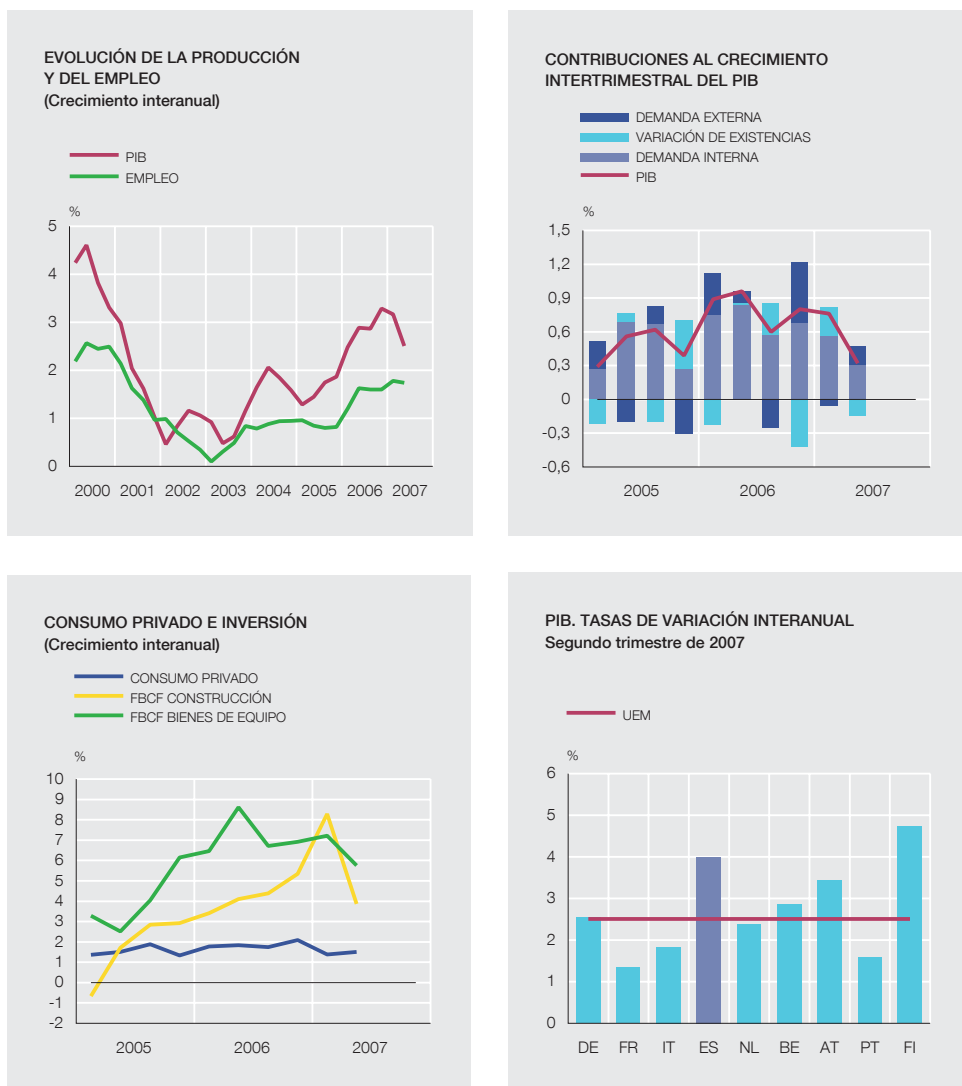
e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

PIB fue de tan solo un 0,1%, siendo el sector exterior el principal detractor de dinamismo en la economía.

Por lo que respecta al mercado de trabajo, en el segundo trimestre continuó afianzándose su recuperación, con un incremento del empleo del 0,5%, tras un crecimiento en los tres primeros meses del año revisado al alza, hasta el 0,6%. El ritmo de creación de empleo en términos interanuales se situó en el 1,7%, aunque con notables discrepancias por sector. La ralentización de la actividad y la evolución del empleo redundaron en una desaceleración de la productividad, que avanzó el 0,8%, frente al 1,4% del primer trimestre.

Las presiones salariales se mantuvieron contenidas a pesar de la favorable evolución del mercado de trabajo (véase gráfico 9). El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó por debajo del 2% en el segundo trimestre, con una desaceleración en los servicios, hasta tasas de expansión en torno al 1,2%, y variaciones menos significativas en la industria y en construcción, donde se registraron avances superiores al 3%. De esta forma, a pesar de la ralentización de la productividad, el aumento de los costes laborales unitarios en el total de la economía se mantuvo en una tasa moderada, cercana al 1% interanual. Por otro lado, la estabilidad del crecimiento del deflactor del PIB en valores en torno al 2% condujo a una nueva desaceleración de los márgenes empresariales.

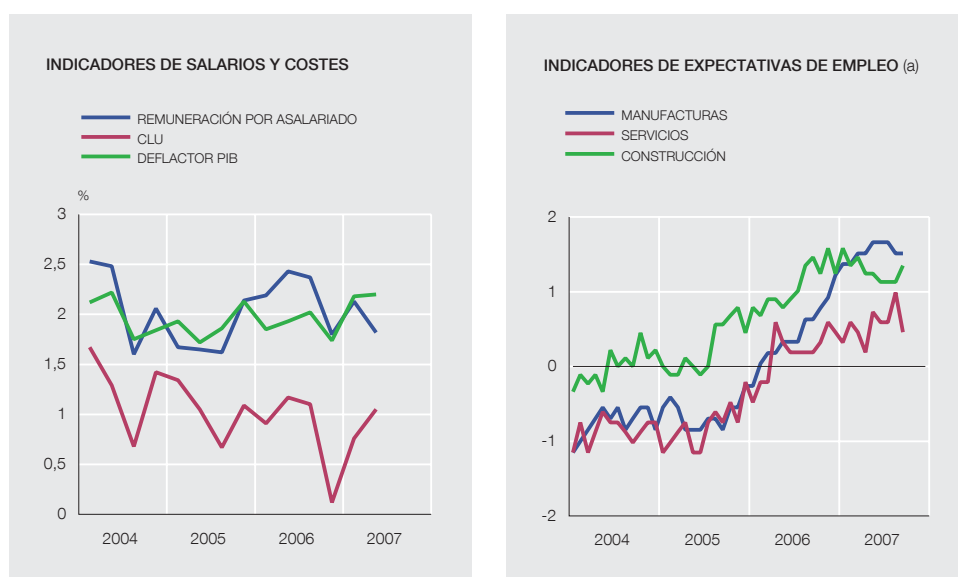
En relación con el tercer trimestre, los indicadores disponibles conforman un escenario económico muy similar al de la primera parte del año, aunque existe cierta discrepancia entre la



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

información de carácter cuantitativo y cualitativo, especialmente por el lado de la oferta (véase gráfico 10). Así, durante el verano la producción industrial se aceleró de forma notable y los pedidos industriales, a pesar de su retroceso, mantuvieron un ritmo de crecimiento interanual elevado. En cambio, los indicadores de opinión, más sensibles a la incertidumbre financiera, reaccionaron a la baja de forma acusada. En septiembre, tanto las encuestas de la Comisión Europea como los índices PMI de directores de compra intensificaron de forma importante el deterioro que se venía observando a lo largo del trimestre, aunque, como se ilustra en el recuadro 2, este retroceso fue de una magnitud comparable a la de episodios de turbulencia pasados y, en esta ocasión, el nivel de partida de los indicadores de confianza era relativamente elevado. En octubre, el dato preliminar del PMI compuesto apunta un nuevo retroceso del sentimiento, a pesar de la recuperación del índice referido al sector servicios. Cabe destacar, además, que las intenciones de contratación por parte de los empresarios se mantuvieron en registros altos, aunque cedieron moderadamente en las manufacturas y los servicios en el conjunto del tercer trimestre. Además, la tasa de paro se situó en el 6,9% en agosto, nivel similar al de junio, lo que supone una caída de casi un punto porcentual en el último año.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo privado de julio a septiembre anticipan un comportamiento en línea con lo observado en el segundo trimestre. Las ventas al por menor de julio



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

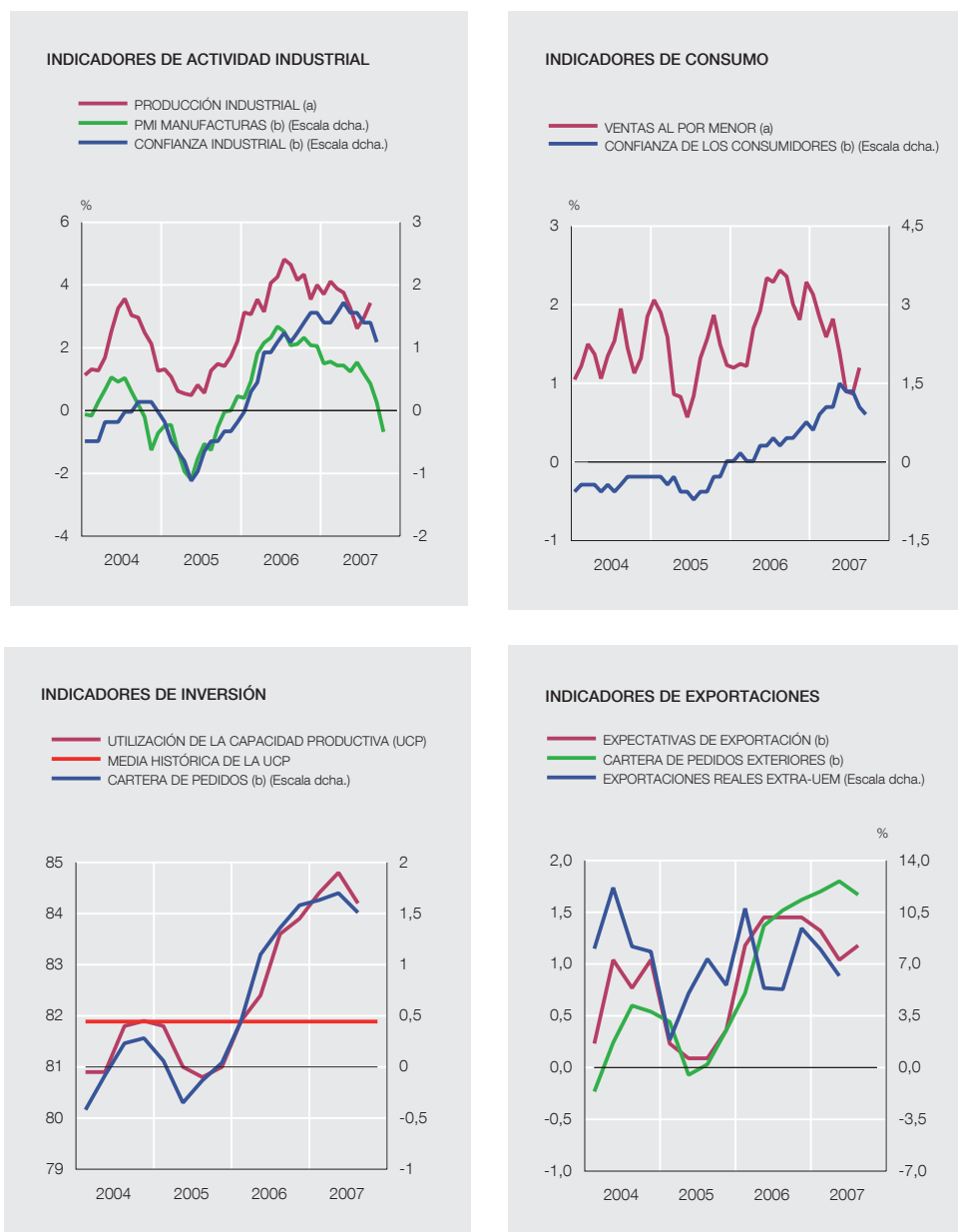
a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea. Series normalizadas.

y agosto y las matriculaciones de automóviles hasta septiembre registraron unos volúmenes superiores, en términos medios, a los del segundo trimestre, aunque su avance con respecto al año pasado se sitúa en valores próximos al 1%. Los indicadores de confianza del consumidor y del comercio minorista se deterioraron a raíz de la incertidumbre financiera, si bien se mantienen en niveles relativamente altos. Por lo que respecta a la inversión, la utilización de la capacidad productiva y la cartera de pedidos experimentaron cierta inflexión a la baja en el tercer trimestre, aunque siguen siendo coherentes con una expansión sólida del gasto en equipo. Por último, en relación con el comercio exterior, los datos de julio apuntan un gran dinamismo en las exportaciones, al tiempo que las expectativas de exportación y la cartera de pedidos industriales continúan en niveles elevados.

Además, la posición de la zona del euro en su conjunto para afrontar las consecuencias de las tensiones financieras es relativamente favorable. Así, cabe destacar la robustez de la situación patrimonial del sector privado y el fuerte ritmo de creación de empleo, y, en relación con la inversión, el elevado aumento de los beneficios empresariales puede amortiguar el posible impacto negativo del endurecimiento de las condiciones financieras. En este contexto, las previsiones a corto plazo de los organismos internacionales y analistas privados coinciden en situar el avance esperado del PIB en 2007 en niveles saludables, en torno al 2,5%. No obstante, existen riesgos a la baja derivados del posible impacto de las turbulencias financieras, que podrían empezar a materializarse al final del año.

A medio plazo, las perspectivas de crecimiento se han moderado, como consecuencia del cambio en el entorno económico y financiero de la UEM. Así, la sostenida apreciación del euro, el encarecimiento de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones financieras tenderán a ralentizar el avance de la actividad, tal y como apuntan las actualizaciones más recientes de previsiones por parte de organismos internacionales. Además, el episodio de inestabilidad financiera vivido tras el verano ha incrementado notablemente la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento a largo plazo, ya que todavía es temprano para evaluar sus repercusiones macroeconómicas y, en particular, el alcance de la desaceleración de Estados



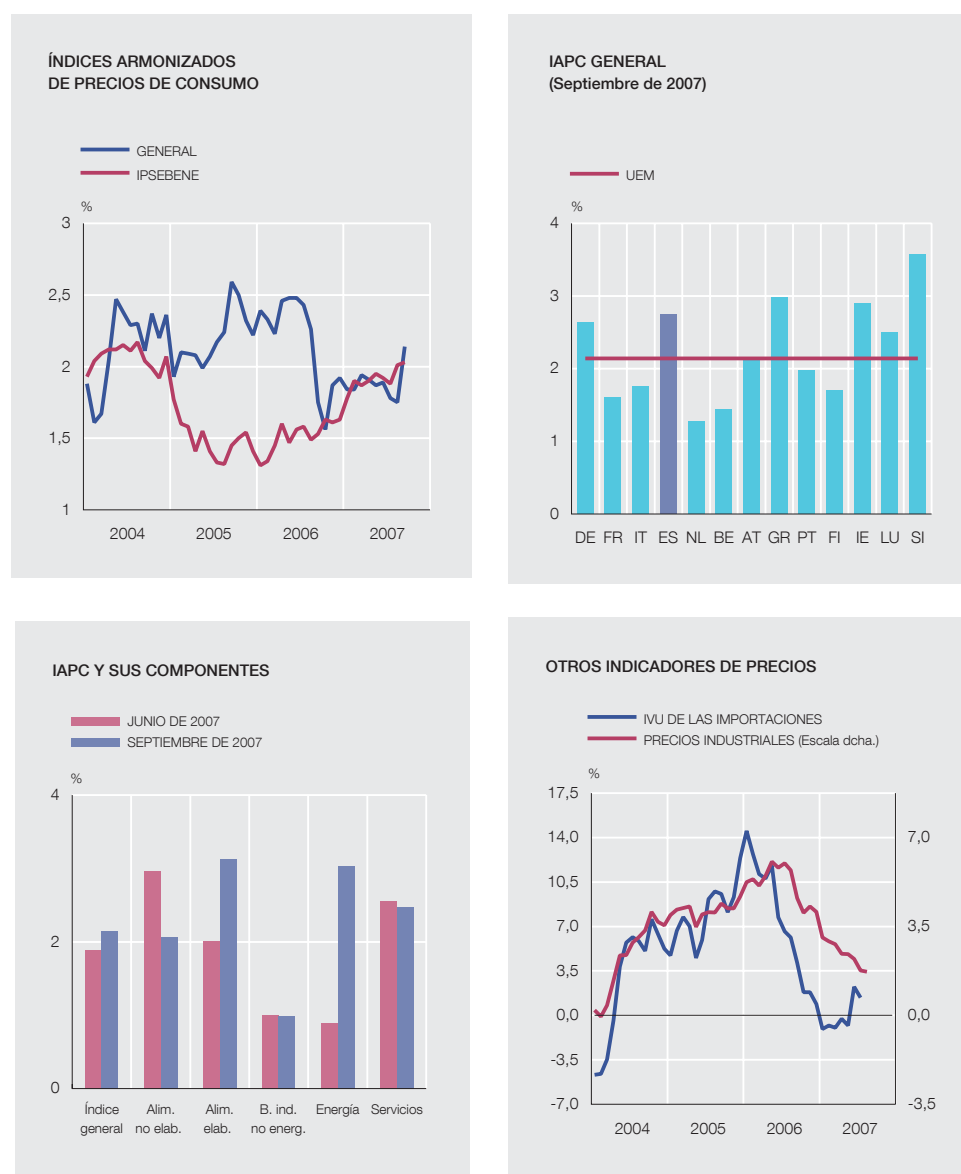


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.  
b. Series normalizadas.

Unidos y su impacto sobre el comercio mundial y los tipos de cambio, el grado de endurecimiento de las condiciones crediticias y los posibles efectos sobre la confianza de los agentes.

En relación con los precios, el crecimiento interanual del IAPC en septiembre fue de un 2,1%, dos décimas más que a finales del segundo trimestre (véase gráfico 11). Esta evolución volvió a estar muy condicionada por el componente energético, que experimentó un avance interanual del 3%, frente a registros inferiores al 1% en el segundo trimestre, reflejo del efecto base que introduce su comportamiento en 2006 y de su encarecimiento reciente. Si se excluyen los componentes más volátiles —energía y alimentos no elaborados—, el IPSEBENE creció un 2% interanual, una décima más que en junio, al tiempo que sus componentes mostraban notables



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

divergencias. Así, los alimentos elaborados se convirtieron en el componente más inflacionista, con un encarecimiento del 3% con respecto al mismo mes del año anterior, en un contexto de elevadas presiones de demanda en los mercados internacionales. En cambio, el precio de los servicios se desaceleró una décima con respecto a junio, hasta una tasa de expansión del 2,5%, y el de los bienes industriales no energéticos mantuvo un ritmo de avance moderado, del 1%. Por otro lado, los indicadores de precios de venta de las encuestas de septiembre apuntan un debilitamiento de las perspectivas inflacionistas en la industria y los servicios, dentro de unos registros elevados. Sin embargo, la encuesta de confianza de los consumidores de la Comisión Europea sugiere un incremento en la inflación percibida y esperada, que podría estar en parte relacionado con el encarecimiento de productos de consumo habitual.

Las previsiones de inflación de organismos internacionales e instituciones privadas para 2007 se mantienen dentro del rango 1,7%-2% y no superan el 2% para 2008. Aunque estas perspectivas son compatibles con la estabilidad de precios, se mantienen los riesgos al alza rela-

% del PIB	2005	2006	2007 (b)	2007 (c)	2008 (c)
Bélgica	-2,3	0,4	0,3	-0,1	-0,3
Alemania	-3,4	-1,6	-1,5	-0,6	-0,3
Grecia	-5,1	-2,5	-2,4	-2,4	-2,8
España	1,0	1,8	1,0	1,4	1,2
Francia	-2,9	-2,5	-2,5	-2,4	-2,0
Irlanda	1,2	2,9	1,2	1,5	0,9
Italia	-4,2	-4,4	-2,8	-2,1	-2,2
Luxemburgo	-0,1	0,7	-0,9	0,4	0,6
Holanda	-0,3	0,6	0,2	-0,7	0,0
Austria	-1,6	-1,4	-0,8	-0,9	-0,9
Portugal	-6,1	-3,9	-3,7	-3,5	-3,2
Eslovenia	-1,5	-1,2	-1,5	-1,5	-1,5
Finlandia	2,7	3,8	2,8	3,7	3,5
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Eslovenia)					
Saldo primario	0,5	1,3		1,9	2,1
Saldo total	-2,5	-1,5	-1,4	-1,0	-0,8
Deuda pública	70,3	68,6	68,0	66,9	65,1

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
b. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2006 y principios de 2007.  
c. Previsiones de primavera de 2007 de la Comisión Europea.

cionados, en gran medida, con el encarecimiento del petróleo. En la misma dirección podrían operar la evolución del precio de las materias primas agrícolas, los posibles aumentos no anunciados en la imposición indirecta o precios regulados y la aparición de presiones salariales o incrementos de márgenes en mercados poco expuestos a la competencia. En cualquier caso, estos riesgos se encuentran más matizados que en el pasado, por la previsible moderación de la actividad y por el efecto compensador de la apreciación del euro.

El saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente acumulado entre enero y agosto registró un superávit de una cuantía de 4 mm de euros (en torno al 0,1% del PIB), frente al déficit de 27,4 mm registrado en el mismo período de 2006 (0,5% del PIB). Esta evolución se explica por el aumento del saldo positivo de la balanza de bienes —las exportaciones mostraron más dinamismo que las importaciones, con un avance interanual del 9,8% y del 5,8%, respectivamente, en los ocho primeros meses del año— y, en menor medida, de la de servicios, que más que compensaron el pequeño aumento de los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias. Por lo que hace referencia a la cuenta financiera, en el período considerado se registraron entradas netas de inversión en cartera por un importe de 242,8 mm de euros (más del doble que la magnitud observada en el mismo período un año antes), mientras que las salidas netas en concepto de inversión directa alcanzaron los 92,2 mm (frente a casi 72 mm en 2006). Como consecuencia, la balanza básica registró un saldo positivo acumulado de 154,6 mm de euros, muy superior a los 4 mm del período enero-agosto de 2006.

Por lo que concierne a la política fiscal, la información sobre ejecución presupuestaria apunta a un tono relativamente boyante de los ingresos impositivos en lo que va de año, lo que previsiblemente conllevará una mejora del déficit público en 2007 por encima de lo que se desprende de los programas de estabilidad (véase cuadro 2). En concreto, el déficit del conjunto del área podría situarse

en torno al 1% del PIB previsto por la Comisión Europea en primavera, frente al 1,4% resultante de la agregación de los programas. Esta mejora sería atribuible, sobre todo, a la economía alemana, que podría arrojar un déficit en torno a un punto porcentual inferior al objetivo del 1,5% del PIB.

Para 2008, los presupuestos —que se encuentran actualmente en trámite parlamentario— apuntan, en general, a avances insuficientes hacia el equilibrio presupuestario en los países que aún se encuentran lejos de alcanzarlo. En el caso de Francia, el borrador de presupuestos incluye medidas limitadas de contención del gasto y una rebaja fiscal aprobada el pasado mes de agosto, cuyo coste para 2008 se estima en un 0,5% del PIB. De esta forma, el objetivo de déficit público se situaría en el 2,3% del PIB, tan solo una décima por debajo del correspondiente a 2007. Esta meta incumpliría las disposiciones del código de conducta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) reformado, que establecen el compromiso —reiterado por el Consejo ECOFIN de octubre— de una corrección anual del saldo estructural de, al menos, un 0,5% del PIB. Además, el gobierno francés parece haberse distanciado del acuerdo del Eurogrupo, por el que los Estados miembros se comprometen a alcanzar sus objetivos presupuestarios de medio plazo en 2010 a más tardar. En Italia, los presupuestos en trámite —que prevén un déficit del 2,2% del PIB— tampoco garantizan el cumplimiento de las disposiciones del PEC reformado. En el caso de Alemania, el borrador de presupuestos no incorpora grandes progresos en términos de consolidación fiscal, teniendo en cuenta la previsible pérdida de ingresos con la entrada en vigor, en 2008, de la reforma del impuesto de sociedades.

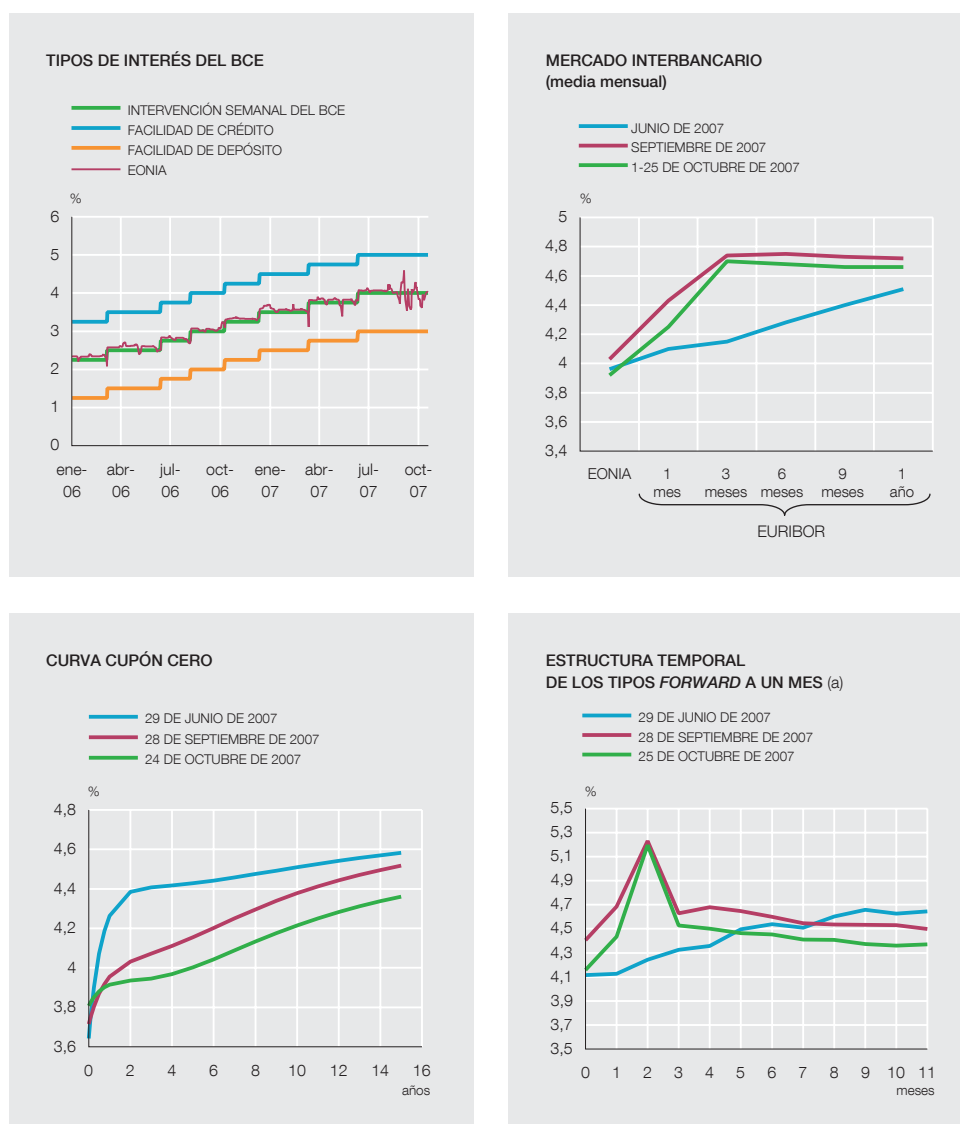
### **3.2 Evolución monetaria y financiera**

Durante el verano, la crisis en el mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos tuvo una gran repercusión sobre los mercados financieros internacionales. La reevaluación de los riesgos dio lugar a fluctuaciones importantes en el precio de los activos, un incremento de la volatilidad y problemas de liquidez en algunos mercados, aunque desde mediados de septiembre se produjo cierta normalización.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE detuvo la retirada gradual del estímulo monetario que venía realizando desde finales de 2005, si bien señaló que todavía se identificaban riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Las tensiones en los mercados financieros hicieron aconsejable acumular y evaluar más información sobre las posibles implicaciones de este episodio y condujeron al BCE a mantener sin cambios los tipos de interés oficiales en sus reuniones de septiembre y octubre. De esta forma, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se sitúa en el 4% (véase gráfico 12).

En el mercado interbancario europeo se produjo desde mediados de agosto un aumento de las necesidades de liquidez, que, junto con algunos problemas de confianza entre las entidades, determinaron la necesidad de realizar inyecciones extraordinarias de fondos por parte del BCE (véase el recuadro 3 para mayor detalle). Las tensiones se manifestaron en un incremento de la volatilidad del EONIA y en un repunte de las rentabilidades a todos los plazos, a pesar de que las expectativas de nuevas alzas en los tipos de interés oficiales se habían desvanecido. El incremento más intenso se produjo en el EURIBOR a tres meses, llegando a alcanzar el 4,8% en septiembre. A fecha de cierre de este Boletín, se sitúa en el 4,6%, nivel muy similar al del EURIBOR a un año.

La deuda pública actuó como activo refugio y su mayor demanda conllevó una reducción temporal de la rentabilidad durante el verano, parcialmente corregida desde mediados de septiembre. Con todo, los tipos de los bonos a diez años se situaron en unos niveles relativamente reducidos, del 4,4% en la UEM, en media durante la parte transcurrida del cuarto trimestre, con una reducción del diferencial con respecto a Estados Unidos de hasta los 20 pb. En la renta fija privada, en cambio, los diferenciales de rentabilidad de los bonos de empresas no financieras con baja calidad crediticia se ampliaron durante el verano. En particular, el tipo de

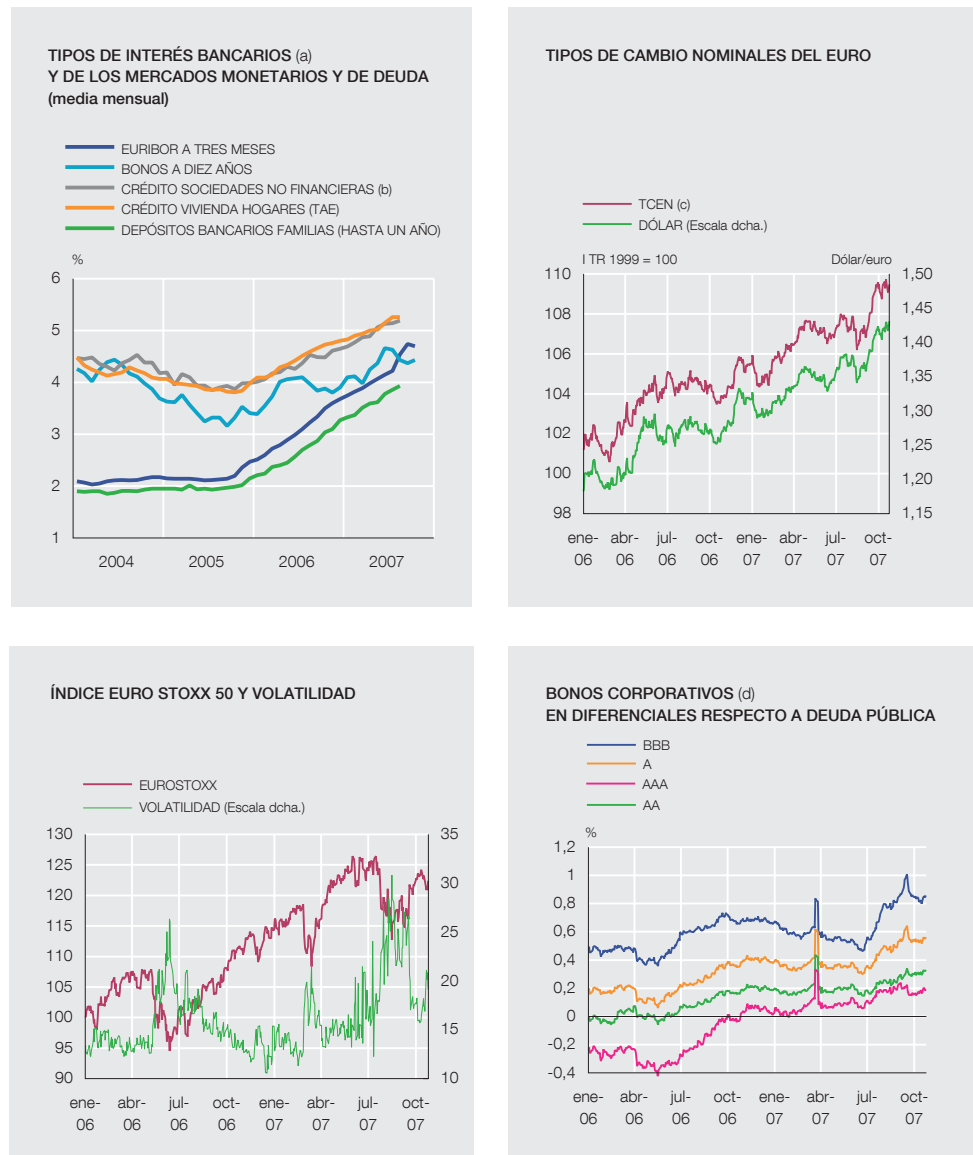


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimados con datos del EURIBOR.

interés de los bonos con calificación A y triple B han llegado a situarse en torno a los 50 pb y 70 pb, respectivamente, por encima de la rentabilidad de la deuda privada de mejor calificación. Aunque estos valores están muy por encima de los observados a principios de año, son niveles reducidos desde un punto de vista histórico. Las emisiones de bonos titulizados y productos estructurados se han visto, asimismo, afectadas con una reducción significativa de los volúmenes emitidos.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones también reaccionaron inicialmente con descensos notables y un aumento de la volatilidad, en un contexto de gran incertidumbre sobre la exposición de las empresas a la crisis y su posible impacto sobre la economía real (véase gráfico 13). Las mayores tensiones se concentraron en el sector de la construcción y en el financiero, como reflejo de su exposición a la emisión de activos titulizados y productos estructurados, que son los que más han sufrido en términos de precios y liquidez. Así, mientras que el índice Eurostoxx retrocedió en torno a un 4% durante agosto y la primera mitad de septiembre, el componente de bancos y empresas de servicios financieros lo hizo en un 10%

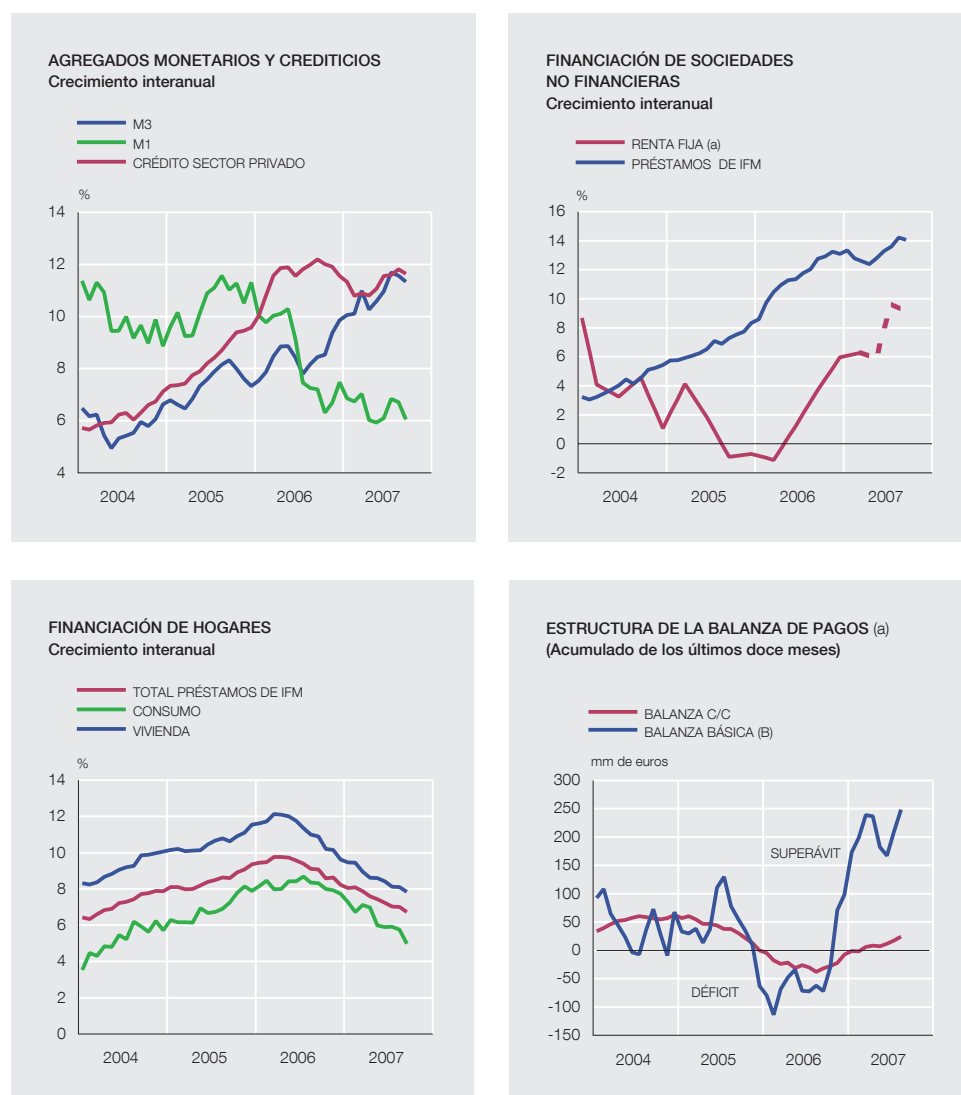


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE correspondientes a nuevas operaciones.  
 b. Tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.  
 c. Índice de tipo de cambio efectivo nominal (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.  
 d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

y la cotización del sector de la construcción caía en torno a un 14%. Tras la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de reducir los tipos de interés, se produjo una progresiva estabilización de los mercados de renta variable con una recuperación de los índices bursátiles y una reducción de la volatilidad. De esta forma, el Eurostoxx amplio se ha revalorizado más de un 7% desde principio de año, lo que se asienta en el mantenimiento de unas expectativas de beneficios empresariales favorables.

La inestabilidad también estuvo presente en los mercados cambiarios, donde, desde finales de agosto, el euro se ha apreciado frente al dólar de forma sostenida, cotizando actualmente en valores cercanos al 1,43 dólares. De esta forma, en lo que va de año el euro acumula una revalorización cercana al 4% en términos efectivos y del 8,6% con respecto al dólar.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. El tramo discontinuo es un avance calculado con la renta fija en poder de IFM.

b. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

Por lo que respecta a los agregados monetarios, la evolución hasta septiembre fue una prolongación de su comportamiento reciente, determinado por una política monetaria más restrictiva y una curva de rendimientos con escasa pendiente que sostiene la demanda de algunos activos líquidos por motivo de inversión. No se puede descartar, además, que la menor tolerancia al riesgo haya contribuido también a sostener la expansión monetaria. Así, en septiembre el crecimiento interanual del agregado monetario M3 continuó siendo elevado, superior al 11%, con gran dispersión en las tasas por tipo de activo (véase gráfico 14). Así, mientras que el agregado M1, el más líquido, registra un avance en torno al 6% interanual, los otros depósitos a corto plazo muestran un gran dinamismo, con incrementos superiores al 15%.

Por su parte, los préstamos al sector privado concedidos por las instituciones financieras y monetarias continuaron creciendo en septiembre a una tasa interanual superior al 11%, sin que se apreciaran cambios significativos en la senda por tipo de prestatario. Así, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras mantuvieron un elevado ritmo de expansión, por encima del 14% interanual, mientras que los destinados a hogares prolongaron la tenden-

cia de desaceleración que mantienen desde 2006, con un avance del 6,7% interanual. Esta moderación afectó tanto a los préstamos para la adquisición de vivienda, cuyo avance interanual se situó en el 7,8% en septiembre, como a los destinados al consumo, cuya tasa de crecimiento fue del 5%. Es posible que el comportamiento del crédito en agosto y septiembre estuviera afectado por la evolución de los mercados financieros. Así, las mayores dificultades para emitir valores y cancelar préstamos puente por parte de empresas no financieras o dar de baja préstamos en el balance a través de la titulización podrían haber ejercido un impulso al alza en las cifras del crédito. En cualquier caso, la EPB de octubre, que incluye una serie de preguntas específicas sobre el impacto de las perturbaciones financieras, apunta unas condiciones de oferta de crédito más restrictivas en el tercer trimestre y que se volverán más exigentes a finales del año<sup>1</sup>. Este endurecimiento de la oferta de crédito, que se justifica, en gran medida, por las mayores dificultades para acceder a las fuentes habituales de financiación, es más importante en el caso de las sociedades no financieras, y en particular en el de la financiación a grandes empresas y con plazo de vencimiento más largo. En el caso de los hogares, el endurecimiento es más leve, y obedece al deterioro del mercado inmobiliario y de las perspectivas económicas generales, en un contexto en el que la demanda de crédito para la adquisición de vivienda sigue dando síntomas de debilitamiento.

---

1. Para mayor detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007», que se incluye en este *Boletín Económico*.



## 4 La economía española

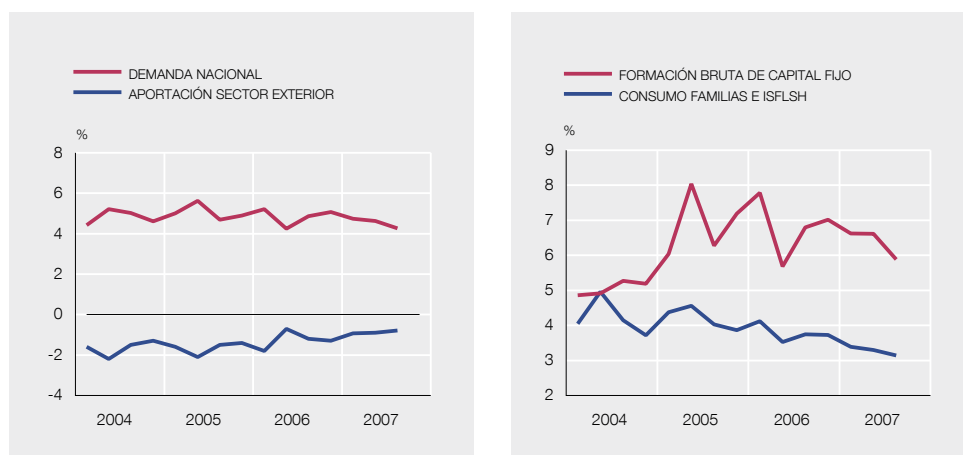
De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre de 2007 el PIB creció un 4% en tasa interanual, una décima menos que en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales también se observó esa ligera desaceleración, con un crecimiento del 0,9%. Coincidiendo con la publicación de la información relativa al segundo trimestre, el INE revisó las cifras de las cuentas anuales desde 2003. A nivel agregado, el ritmo de expansión del PIB se modificó ligeramente al alza, en una décima, en los años 2003 a 2005, permaneciendo sin cambios la tasa inicialmente estimada para 2006. En la composición de ese crecimiento, sin embargo, se han producido cambios de mayor calado en algunas variables, así como en el perfil trimestral de las cuentas.

La información disponible para el tercer trimestre de 2007 sugiere que el PIB se desaceleró tres décimas en ese período, hasta el 3,7% en tasa interanual, lo que se traduce en una disminución similar en términos de su tasa intertrimestral, que se situaría en el 0,6%. Esta evolución es resultado de la menor pujanza de la demanda nacional, cuya expansión (4,3% en tasa interanual) se estima que fue en tres décimas inferior a la registrada en el trimestre precedente, como consecuencia de la moderación del consumo privado y de la inversión en equipo y en construcción (véase gráfico 15). Por su parte, el sector exterior registraría una ligera mejora en su contribución al crecimiento del producto (de una décima, hasta -0,8 pp), debido al comportamiento relativamente más dinámico de las exportaciones en comparación con las compras al exterior.

Por ramas de actividad, la suave desaceleración del crecimiento del valor añadido afectó a las distintas ramas productivas en el tercer trimestre, pero de forma algo más acusada a los sectores de la construcción y de la energía. Los principales indicadores de empleo también reflejan cierta pérdida de dinamismo en relación con la primera parte del año. En este contexto, se estima que durante el tercer trimestre la productividad aparente del trabajo se ralentizó levemente, lo que, unido al ligero incremento de la remuneración por empleado, habría supuesto un pequeño repunte de los costes laborales unitarios, si bien en la parte transcurrida del año los incrementos salariales y de los costes laborales unitarios están siendo inferiores a los de 2006. En el caso de los precios de consumo, el IPC mantuvo su tasa de expansión interanual en el 2,4% en el promedio del tercer trimestre, si bien, tras dos meses de crecimientos relativamente contenidos, en septiembre la inflación repuntó al 2,7%, como consecuencia tanto de un encarecimiento de los precios energéticos ligado a un efecto de base como de las alzas de precios de los alimentos elaborados, comunes a otros países.

### 4.1 Demanda

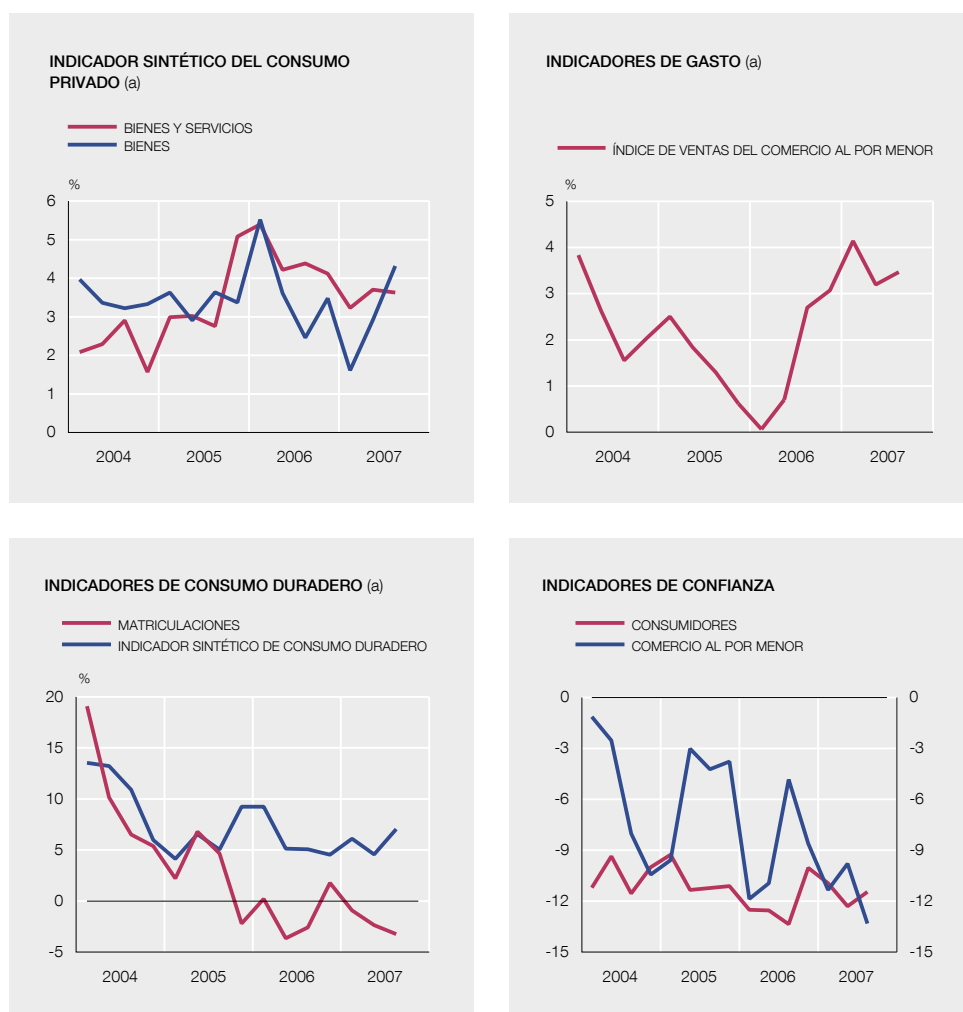
En el segundo trimestre de 2007, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH creció un 3,3% interanual, una décima menos que en el trimestre anterior, prolongándose la senda de desaceleración iniciada en 2005 (véase gráfico 16). La información coyuntural más reciente apunta hacia el mantenimiento en el tercer trimestre de esta tendencia de suave pérdida de vigor del consumo final de los hogares españoles. En concreto, los datos de ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria, correspondientes a julio y agosto, presentaron un menor dinamismo del consumo, sobre todo, de servicios. Las matriculaciones de automóviles cayeron por tercer trimestre consecutivo, mostrando una tasa interanual negativa cercana al 3%, más pronunciada que la del segundo trimestre. En cuanto a los indicadores de confianza, las opiniones de los consumidores se comportaron de forma relativamente estable en los meses de verano, mientras que la confianza del comercio al por menor minorista empeoró en el tercer trimestre, con un dato especialmente negativo en septiembre, posiblemente como consecuencia de la incertidumbre creada por las turbulencias en los mercados financieros.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



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

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

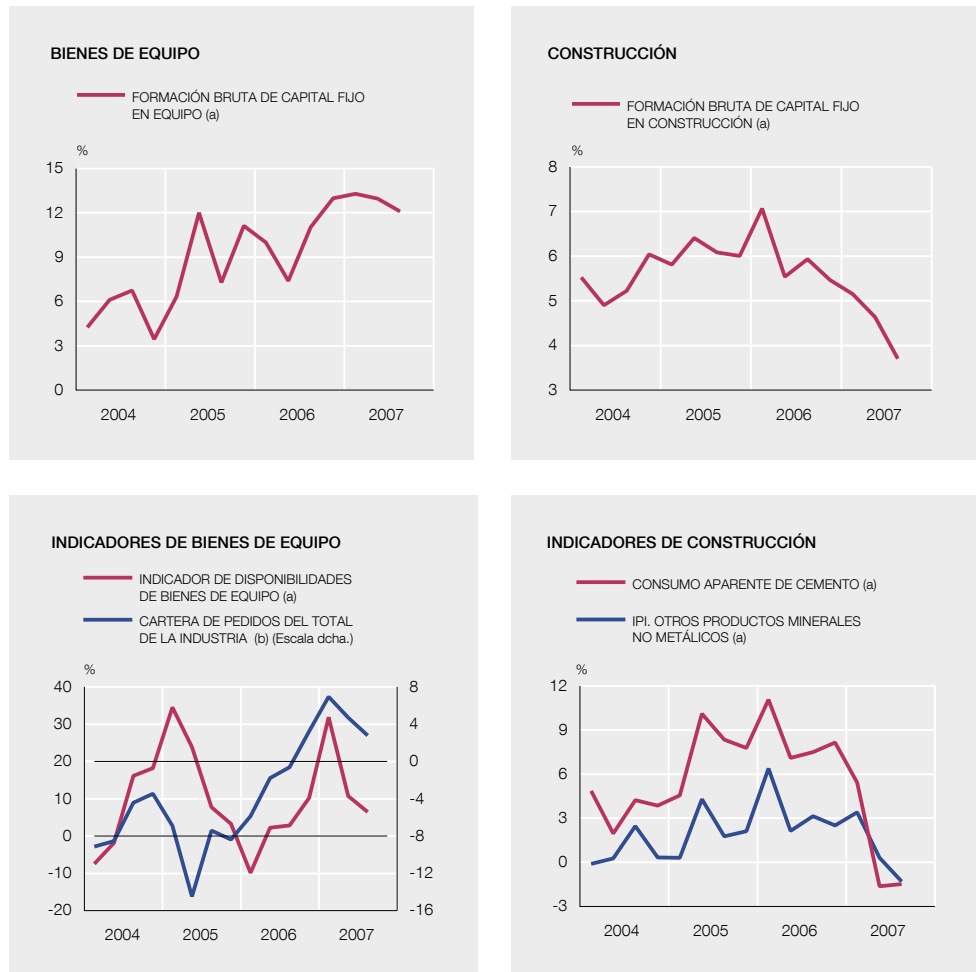
El avance del consumo de las familias durante los meses transcurridos de 2007 ha continuado estando sostenido por la fortaleza de la creación de empleo y por la moderación de la tasa de inflación respecto a los registros de 2006. Ambos factores han favorecido el mantenimiento de ritmos de crecimiento de la renta real relativamente elevados, según se desprende de las cifras de las cuentas no financieras del segundo trimestre de 2007, aunque estas cuentas también revelan que la tasa de ahorro de los hogares se redujo hasta el 10% en el período abril-junio (en términos acumulados de cuatro trimestres), tras haberse situado en el 10,5% al finalizar 2006. Con todo, es de prever que el ritmo de revalorización más contenido tanto de la riqueza inmobiliaria como financiera de los hogares, junto con unas condiciones financieras menos holgadas, se traduzca en una reducción de la propensión al consumo de las familias y en una mayor estabilidad de la tasa de ahorro, tras varios años de descensos.

El consumo final de las Administraciones Públicas mantuvo su fortaleza en el segundo trimestre de 2007, aunque se desaceleró dos décimas, hasta crecer un 5,5%. La información disponible apunta a la continuidad de un ritmo de crecimiento bastante dinámico en el tercer trimestre, sobre la base, fundamentalmente, de la información sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo siguió mostrando un notable dinamismo en el segundo trimestre de 2007, pues su tasa de crecimiento interanual se mantuvo estable en el 6,6% del trimestre anterior (véase gráfico 17). La fuerte expansión de la inversión en otros productos —componente vinculado a la promoción e intermediación inmobiliaria y a la adquisición de *software*— compensó la ligera disminución experimentada tanto por la inversión en bienes de equipo como, en mayor medida, por la inversión en construcción, que crecieron un 13% y un 4,6%, respectivamente, tres y seis décimas menos que en el período anterior. La información que proporcionan los indicadores correspondientes al tercer trimestre sugiere que la inversión en capital fijo rebajó su fuerte ritmo de avance, hasta una tasa en torno al 6%, como resultado de una desaceleración de la inversión en construcción y del gasto en bienes de equipo, si bien este se mantendría como el componente más dinámico de la demanda.

En efecto, los indicadores disponibles relativos a la inversión en bienes de equipo siguen dibujando un panorama de relativa fortaleza, aunque algo menor que la de trimestres anteriores. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos hasta agosto, suavizó su ritmo de crecimiento, ante el menor vigor de las importaciones de este tipo de bienes. Por su parte, los indicadores de opinión han mostrado un menor optimismo, que se observa tanto en el indicador de confianza del conjunto de la industria, como en los indicadores de clima de la industria de bienes de equipo, con una disminución sustancial en agosto de este indicador y de la cartera de pedidos prevista. La evolución reciente de la inversión en equipo se sigue sustentando en el dinamismo de la actividad y de los beneficios empresariales, a pesar del crecimiento de los gastos financieros al que han conducido los mayores tipos de interés y la mayor apelación a fuentes de financiación externa, tal como indican los datos de la Central de Balances hasta el segundo trimestre de 2007. La expansión adicional en el tercer trimestre del nivel de utilización de la capacidad productiva sugiere que siguen existiendo necesidades de inversión para mantener la expansión de la economía. No obstante, el progresivo incremento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras —que, en términos acumulados de cuatro trimestres, alcanzaron un 9,4% del PIB en el segundo trimestre de 2007— podría suponer un freno para sus planes de inversión.

La inversión en construcción en el segundo trimestre del año continuó la senda de desaceleración que inició en los primeros meses del año 2006. La información coyuntural disponible

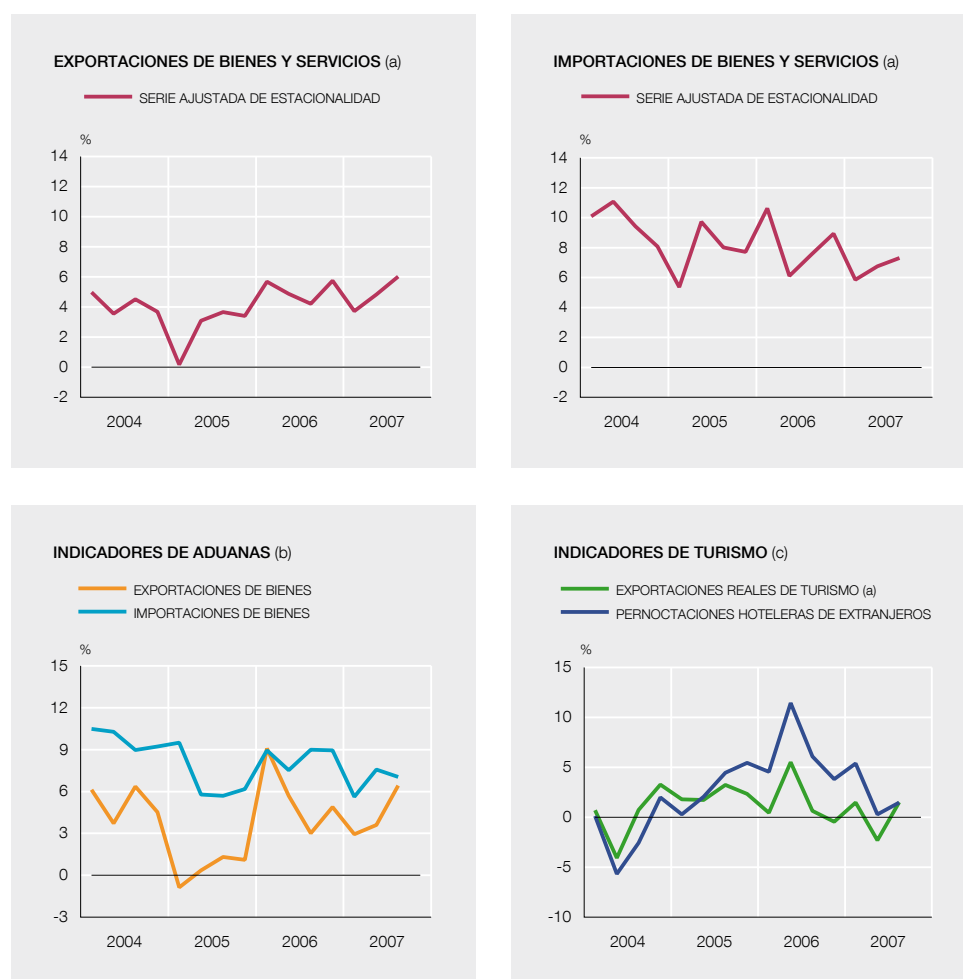


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.  
b. Nivel, serie original.

sugiere que esta tendencia se prolongará en el tercer trimestre de 2007. En esta línea apuntan tanto los indicadores más relevantes de carácter contemporáneo, que presentan un panorama de menor dinamismo en la construcción, como los indicadores de opinión del sector. El consumo aparente de cemento, así como otros indicadores de fabricación de productos intermedios, experimentaron caídas en los meses de julio y agosto. Por su parte, la tasa interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social de esta rama disminuyó cerca de tres puntos en el período julio-septiembre, a la vez que el paro registrado en el sector se amplió de forma significativa en términos interanuales en ese trimestre.

Por tipo de obra, la inversión tanto en vivienda como en otras construcciones se desaceleró en el segundo trimestre, hasta tasas del 3,7% y 5,7%, respectivamente. Los indicadores de inversión en vivienda de carácter adelantado —como los visados— y la trayectoria de la demanda, que puede aproximarse por la evolución de las transacciones, apuntan a que en el tercer trimestre prosiguió la ralentización de este componente. El número de viviendas iniciadas también ha disminuido, lo que permite prever una mayor moderación de la inversión residencial en el futuro. Por lo que respecta al resto de construcciones, la edificación no residencial presentaría, asimismo, unas perspectivas más moderadas a la luz de los últimos datos sobre visados de estas construcciones. Por su parte, en la obra civil se espera que se man-



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

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.  
b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.  
c. Series ajustadas de estacionalidad.

tenga cierto dinamismo, aunque menos intenso que en trimestres previos, como consecuencia de la cifras tan altas de licitación oficial en 2006, cuya ejecución se reflejará en la inversión pública del presente ejercicio.

En el segundo trimestre de 2007, la demanda exterior neta mantuvo su contribución negativa al crecimiento del producto en 0,9 pp. Durante este período tanto las exportaciones como las importaciones reales de bienes y servicios ampliaron en torno a un punto porcentual sus tasas de variación interanual, hasta el 4,8% y el 6,7%, respectivamente (véase gráfico 18). Para el tercer trimestre se estima una aceleración de las importaciones y, sobre todo, de las ventas al exterior, de modo que la demanda exterior neta mejoraría su aportación al crecimiento del PIB en una décima. En concreto, se estima que las exportaciones crecerían en torno a un 6% en tasa interanual en el tercer trimestre, gracias a una mejora generalizada de sus componentes, pues las ventas de bienes y de servicios no turísticos mostrarían tasas de expansión significativas, mientras que los ingresos reales por turismo se recuperarían de las tasas negativas observadas en el segundo trimestre. Por su parte, las importaciones crecerían ligeramente por encima del 7%, favorecidas por el abaratamiento de los productos en euros debido a la apreciación de esta moneda.

Según se desprende de las cifras de comercio exterior de Aduanas, las exportaciones reales de bienes registraron una evolución muy positiva durante los meses de julio y agosto, con una tasa de crecimiento interanual del 8,5% en el conjunto de esos dos meses, frente a un incremento de las ventas al exterior en torno al 3% en el primer semestre. Por grupos de productos, las partidas más dinámicas fueron las ventas de consumo no alimenticio —especialmente los automóviles— y las de bienes intermedios. En el período enero-agosto las exportaciones reales de bienes crecieron ligeramente por encima del 4%, cantidad inferior a la observada en 2006 (5,6%) y al crecimiento estimado de nuestros mercados exteriores (véase recuadro 4). Por áreas geográficas y en términos nominales, las ventas en julio y agosto crecieron a un ritmo mayor en los mercados de fuera de la UE (un 12,6%), con tasas especialmente elevadas en las exportaciones dirigidas a China, Rusia y países asociados, y países de la OPEP, si bien estas áreas todavía representan una parte pequeña del comercio exterior español, mientras que disminuyeron las ventas a América Latina. Dentro de la zona del euro, las exportaciones a Francia e Italia mostraron notables ritmos de crecimiento, por encima del 10%.

Las exportaciones reales de servicios turísticos presentaron una contracción (-2,3% en tasa interanual) durante el segundo trimestre de 2007 en línea con la desfavorable evolución que registraron los principales indicadores reales de turismo durante ese período, acusando, en parte, las adversas condiciones climáticas de la estación primaveral. La información disponible del tercer trimestre resulta más favorable, con una recuperación de las pernoctaciones, de los turistas entrados por fronteras y del gasto nominal, de acuerdo con la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR). Estos datos permitirían albergar expectativas de mejora en este sector, que presenta cierta atonía desde la segunda mitad del año 2006.

En cuanto a las exportaciones reales de servicios no turísticos, los datos de la CNTR arrojaron un crecimiento del 12,2% en el segundo trimestre de 2007, frente al aumento del 6,5% del trimestre previo, en sintonía con la evolución alcista que mantuvo el indicador nominal de Balanza de Pagos en este período. En este sentido, sobre la base de la información incompleta de este indicador, se mantiene para el tercer trimestre la fortaleza de este componente de la demanda externa, apoyada en el dinamismo que presentan los servicios empresariales y los servicios de transporte.

Por lo que respecta a las importaciones reales de bienes, la CNTR del segundo trimestre de 2007 registró una mejora en su ritmo de avance interanual hasta el 6,3%, desde el 5,6% del trimestre precedente. De acuerdo con los datos de Aduanas más recientes, las importaciones reales continuaron acelerándose durante los meses de julio y agosto, debido al repunte que registraron tanto las compras de bienes de consumo como las de productos intermedios, no energéticos. En el conjunto de los ocho primeros meses del año las importaciones reales mantuvieron un tono vigoroso, creciendo casi un 7%, por debajo del avance medio del año anterior (8,6%). En el conjunto de este período destacó el elevado dinamismo que adquirieron las compras exteriores de bienes de equipo, superior al 11%, mientras que las compras de bienes de consumo se moderaron, yendo hacia tasas en torno al 4%. Por su parte, las importaciones de bienes intermedios no energéticos han prolongado el elevado vigor que les caracterizó en el ejercicio anterior y que se encuentra vinculado al dinamismo de la producción industrial.

Finalmente, las importaciones reales de servicios se aceleraron durante el segundo trimestre del ejercicio en curso, hasta situar su tasa de avance interanual en el 8,5%, desde el 6,8% del trimestre precedente. Este resultado fue consecuencia del incremento de las compras de servicios no turísticos, coherente con la tónica ascendente que reflejó el indicador nominal de Balanza de Pagos; de la misma forma que en las exportaciones, los servicios de transporte y los servicios prestados a las empresas fueron los principales impulsores de esta expansión.

La corrección de la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB que muestran los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España (desde -1,6 pp en 2005 hasta -1,2 pp en 2006 y -0,9 pp en la primera mitad de 2007) se explica, en parte, por la recuperación de las exportaciones, especialmente en comparación con la atonía que mostraron en 2005. Identificar los sectores y áreas que sustentan esa recuperación aporta información relevante sobre los factores que han condicionado su evolución en los últimos trimestres y, por tanto, sobre las posibilidades de consolidación de esa pauta en el futuro.

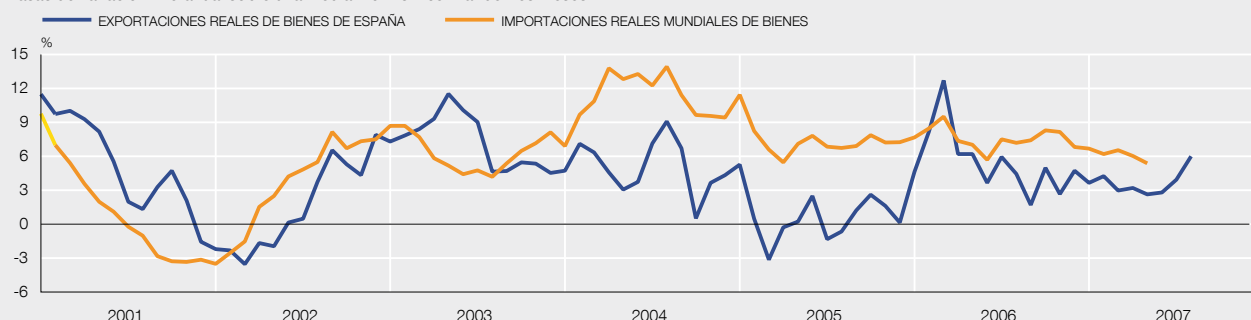
El mejor comportamiento que registraron las ventas de bienes al exterior en el año 2006 fue generalizado por áreas geográficas, destacando la aportación de las exportaciones extracomunitarias (véase cuadro adjunto). En cambio, la ligera ralentización que mostraron en los primeros siete meses de 2007 se explica, precisamente, por la moderación de las exportaciones de bienes a esa zona, ya que las ventas al área del euro han mantenido un ritmo de crecimiento algo superior al del año anterior. La información desagregada por países, disponible en términos nominales, pone de manifiesto el carácter generalizado de la recuperación de las ventas a la zona del euro. En cambio, las destinadas al resto del mundo muestran comportamien-

tos más dispares, apreciándose un elevado dinamismo de las ventas a China, a Rusia y países asociados, y a los países de la ampliación de la UE, que apunta a una cierta diversificación de las exportaciones españolas hacia mercados de demanda más dinámica, mientras que las destinadas al continente americano han mostrado, en general, avances moderados. El segundo gráfico del panel adjunto muestra cómo ha variado la estructura de las exportaciones de bienes de España, en términos nominales, por áreas geográficas entre los años 2000 y 2006. Se observa que, mientras el peso de las ventas a la zona del euro en el total de las exportaciones de bienes de España se ha reducido en más de 3 pp, la proporción de las destinadas a países o áreas emergentes se ha elevado. Esta diversificación geográfica de las exportaciones debe valorarse positivamente, en especial en un momento de incertidumbre en el contexto internacional como el actual, ya que reduce la exposición a mercados concretos, al tiempo que permite beneficiarse de los mayores crecimientos que presentan las economías emergentes. No obstante, la zona del euro sigue siendo, con diferencia, el principal destino de las exportaciones de bienes españolas, pues representa el 56% del total.

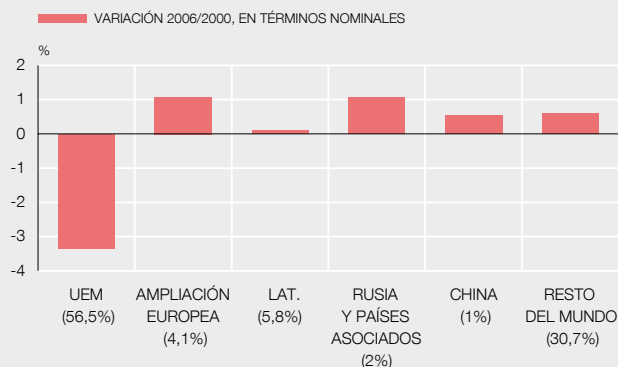
Esta mayor orientación de las exportaciones españolas hacia áreas emergentes ha contribuido a que se frene la pérdida de cuota de

# 1 EVOLUCIÓN DE LAS CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA EN EL MUNDO, EN TÉRMINOS REALES

Tasas de variación interanual sobre una media móvil sin centrar de tres meses



# 2 CAMBIO EN LA ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. Período 2000-2006 (a)



# 3 EXPORTACIONES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS Y PRODUCTOS

	2005	2006	2007 ENE-JUL
EXPORTACIONES TOTALES, en términos reales			
Tasa de variación interanual (%)	0,2	5,6	3,9
APORTACIONES AL CRECIMIENTO (%)			
Por áreas geográficas			
— UEM	-0,8	1,8	2,0
— Resto de la UE	-0,2	0,5	0,1
— Resto del mundo	1,0	3,3	1,8
POR GRUPOS DE PRODUCTOS			
— Bienes de consumo	-0,8	1,9	0,8
— Bienes de equipo	0,6	1,2	-0,1
— Bienes intermedios	0,4	2,6	3,1

FUENTES: FMI y Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Entre paréntesis figura la participación de cada grupo de países en las exportaciones españolas en el año 2006.

mercado de los productos españoles en los mercados externos. En el primer gráfico del panel adjunto se aprecia que, en los últimos trimestres, el ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes de España, en términos reales, se ha aproximado al de las importaciones mundiales, aunque se sitúa todavía por debajo. El deterioro de los indicadores de competitividad-precio de las exportaciones españolas es uno de los factores que explican ese menor dinamismo relativo de las ventas españolas al exterior, si bien en los últimos trimestres la caída de los costes laborales unitarios en las manufacturas sugiere una evolución de la competitividad-precio más favorable en el futuro. Además, no puede olvidarse que la irrupción de los países emergentes en los mercados internacionales ha supuesto que, en general, las economías industrializadas hayan tenido dificultades para mantener sus cuotas de exportación.

El análisis de la evolución de las exportaciones por grupos de productos pone de manifiesto que han sido los bienes intermedios no energéticos los que han tenido una contribución mayor al crecimiento de las exportaciones de bienes, tanto en 2006 como en los meses transcurridos de 2007. El estudio desagregado por países confirma el carácter generalizado del crecimiento de las ventas de este tipo de bienes, pues abarca tanto los principales países de la zona del euro —en particular, Alemania—, como los nuevos países de la ampliación de la UE y China. El dinamismo que está cobrando el comercio de este tipo de bienes es común a otros países y se encuentra relacionado con la fragmentación de las cadenas de producción y la expansión de la producción industrial mundial. Junto con los bienes intermedios no energéticos, los automóviles están sosteniendo las exportaciones de España en los primeros siete meses de 2007, apreciándose cierta diversificación de las ventas de este sector hacia

los nuevos países de la ampliación de la UE y hacia Rusia y sus países asociados. Con todo, las ventas al área del euro y, más en concreto, las destinadas a Francia continúan representando una proporción muy elevada de las exportaciones españolas de automóviles. La especialización de las exportaciones españolas en este sector fue una de las razones que lastró el crecimiento de las ventas al exterior en los primeros años de la presente década, dada la debilidad que mostró entonces el consumo privado de la UEM, mientras que se ha beneficiado de las mejores perspectivas del consumo en esa área en la actualidad. Finalmente, las exportaciones de bienes de equipo son las que están mostrando en los meses transcurridos de 2007 una evolución algo más desfavorable, debido, sobre todo, a la disminución de las ventas de material de transporte.

En definitiva, los últimos datos sobre la evolución del comercio exterior de España son compatibles con una consolidación de la recuperación observada en las exportaciones de bienes. La diversificación que se está produciendo en las ventas al exterior hacia los mercados emergentes, además de reducir la vulnerabilidad del sector exterior a la situación económica de determinadas áreas, va a permitir que se beneficien del mayor dinamismo que muestra la demanda en estos países. No obstante, este proceso es necesariamente lento y, a corto y medio plazo, el crecimiento de las exportaciones españolas continuará sustentándose principalmente en el avance de las ventas a la zona del euro, por lo que su evolución en los próximos trimestres estará condicionada por la evolución de los precios relativos de la producción española frente a los de los competidores europeos y por la situación económica en dicha área, que podría verse comprometida si las recientes turbulencias financieras afectaran a la actividad real.

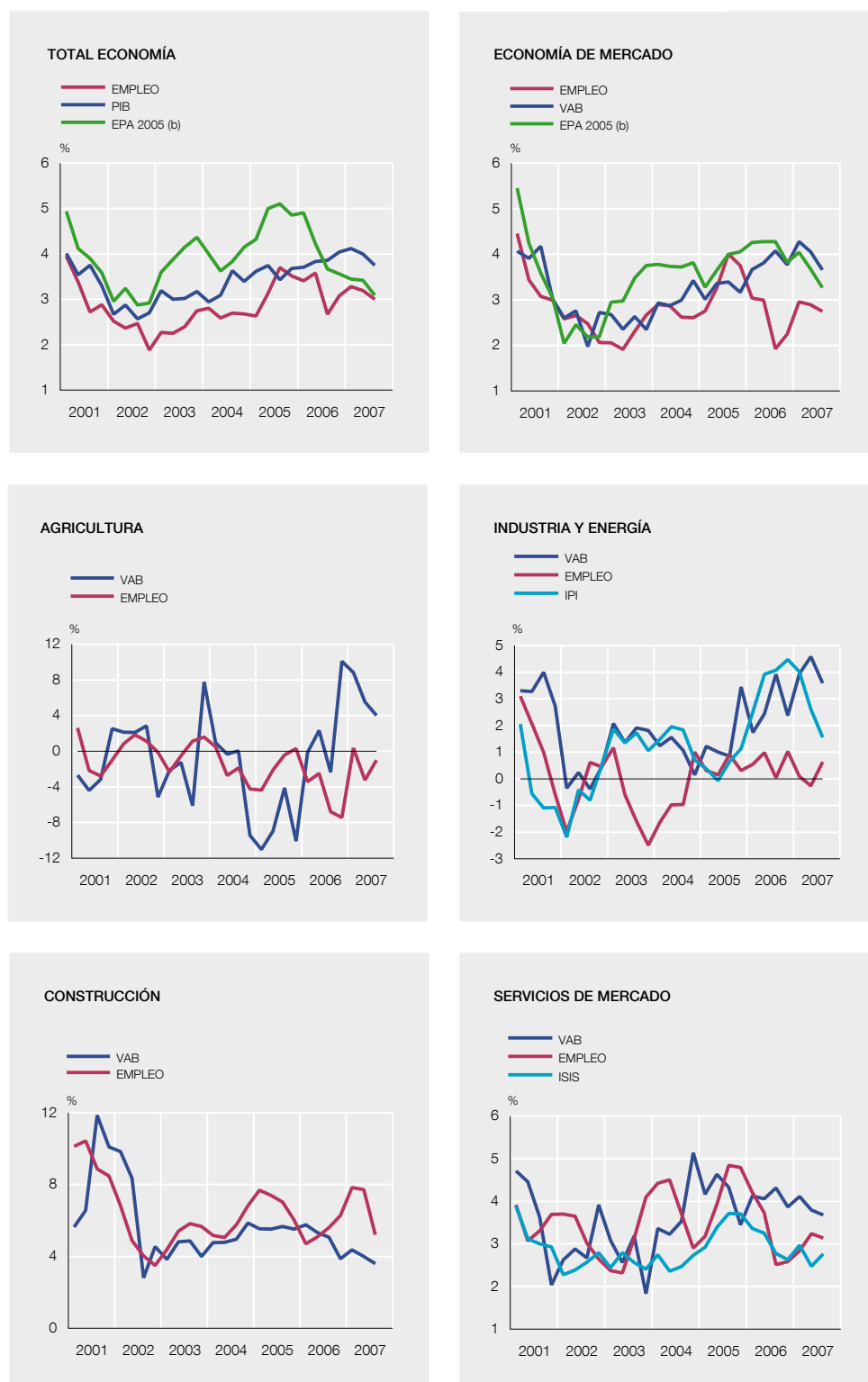
Los *royalties*, por su parte, continuaron retrocediendo por cuarto trimestre consecutivo. Las importaciones reales de servicios turísticos perdieron vigor en el segundo trimestre, en línea con el menor dinamismo que han mostrado otros componentes de la demanda de consumo final.

## 4.2 Producción y empleo

En el segundo trimestre de 2007 la actividad de la economía de mercado se mostró ligeramente menos dinámica, de forma que su valor añadido bruto se moderó hasta una tasa interanual del 4,1%, 0,2 pp menos que en el trimestre anterior. Esta pérdida de vigor tuvo un carácter generalizado entre sus distintas ramas —agrícola, industrial, de construcción y de servicios de mercado—, con la excepción de la energética (véase gráfico 19). De acuerdo con la información disponible, el valor añadido en el tercer trimestre habría disminuido en torno a 0,3 pp en términos interanuales, también como resultado del menor dinamismo registrado en todas las ramas de la actividad, pero especialmente en los sectores de la construcción y de la energía.

La producción reciente de las ramas agrarias y pesquera ha estado determinada por una meteorología benigna, que favoreció un notable crecimiento durante la primera mitad del año, solo parcialmente truncado por las fuertes inundaciones y tormentas que tuvieron lugar en la





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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. EPA en personas. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

b. Series enlazadas en el Banco de España a partir de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

segunda quincena del mes de mayo. Así, a pesar de haberse desacelerado en algo más de 3 pp en el segundo trimestre, su ritmo de crecimiento se situó en el 5,5%, superando al resto de actividades productivas.

En el conjunto de las ramas industriales y energéticas, la actividad se aceleró en el segundo trimestre en siete décimas, hasta el 4,6%, impulsada por la rama energética, que compensó la moderación de la producción de manufacturas. En concreto, las ramas industriales perdieron vigor en el segundo trimestre en respuesta al menor empuje del consumo interior y de las otras ramas de actividad (construcción y servicios de mercado), mostrando una tasa interanual del 4,8%, por debajo del notable crecimiento del primer trimestre (5,5%). La información coyuntural disponible para el tercer trimestre apunta al mantenimiento de una pauta de desaceleración de la actividad industrial. El índice de producción industrial (IPI) creció en los meses de julio y agosto en torno a un 0,7% en términos interanuales y corregidos de calendario, lo que contrasta con el crecimiento de casi el 2,5% del segundo trimestre, donde ya venía moderándose su avance. Los indicadores de empleo, como el número de afiliados a la Seguridad Social en la industria, presentaron en el tercer trimestre, aunque de forma tímida, una cierta desaceleración respecto al segundo trimestre del año, mientras que los indicadores de opinión de la Comisión Europea, como la confianza en la industria, o los de los directores de compras presentaron retrocesos en el conjunto del trimestre. En contraposición, las importaciones de bienes intermedios no energéticos, muy relacionados con la actividad industrial, se aceleraron en julio y agosto, mientras que el índice de producción industrial de la UEM, indicador estrechamente relacionado con su equivalente español, también inició el tercer trimestre ganando dinamismo.

La rama de la construcción, que comenzó el año acelerando su actividad, perdió vigor en el segundo trimestre, de forma que su tasa de crecimiento se situó en el 4%, cuatro décimas menos que en el primer trimestre. Tal y como se ha comentado en la sección anterior, esta pérdida de tono reflejó el menor pulso de la edificación, particularmente en el segmento de la inversión residencial, y es previsible que continúe en el tercer trimestre.

El conjunto de la rama de servicios presentó un segundo trimestre menos dinámico, creciendo a un ritmo interanual del 3,9% (dos décimas menos que en el primer trimestre), con un comportamiento diferenciado entre los servicios de mercado y no mercado en el que ha dominado la moderación de los primeros sobre la aceleración de los segundos. En cuanto a la información más reciente, las ventas de las grandes empresas, las afiliaciones a la Seguridad Social, el indicador de confianza del sector elaborado por la Comisión Europea y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras apuntan a una ralentización de los servicios de mercado. Aun cuando esta pauta se observa en todos los sectores, cabe destacar la pérdida de tono del sector de transporte y comunicaciones, que, hasta este trimestre, había sido el de mayor dinamismo.

La creación de empleo en el conjunto de la economía en el segundo trimestre de 2007 registró una ligera desaceleración, si bien dentro de un marco de gran dinamismo, con un crecimiento interanual del empleo del 3,2%, una décima menos que en el trimestre precedente. Dada la ralentización también observada en la actividad en ese mismo trimestre, que resultó de similar magnitud, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo se mantuvo a lo largo de la primera mitad del año ligeramente por debajo del 1%.

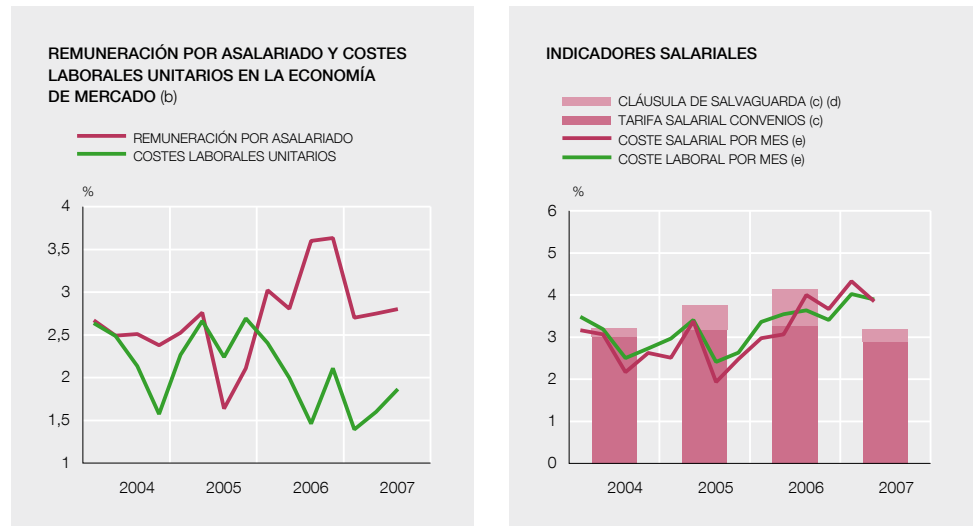
En el tercer trimestre los indicadores han seguido apuntando a una moderación en el crecimiento del empleo. En este sentido, el número de afiliados a la Seguridad Social, calculado con datos medios, se desaceleró tres décimas en el tercer trimestre respecto al pe-

río de abril-junio, hasta situarse en una tasa interanual del 2,9%. De acuerdo con los datos de la EPA referidos al tercer trimestre del año, el empleo creció a una tasa interanual del 3,1%, mostrando también una desaceleración de tres décimas respecto al trimestre anterior.

Por ramas de actividad, el único sector en el que se produjo una clara aceleración en el ritmo de creación de empleo durante la primera mitad del año fue el de los servicios de mercado (con un incremento del 3,2%, frente al 2,8% en el primer trimestre), aunque también cabe destacar que el empleo en la construcción no dio señales de debilidad según las cifras de la CNTR, manteniendo elevados ritmos de creación de empleo, próximos al 8%. Por el contrario, el número de ocupados en la agricultura y en la industria disminuyó en el segundo trimestre en términos interanuales. Los indicadores más recientes del tercer trimestre apuntan a una ralentización del empleo en la economía de mercado, especialmente en la rama de la construcción, como resultado del menor dinamismo de la actividad. Así, durante el tercer trimestre, la desaceleración del empleo mostrada por la EPA se concentró en el sector de la construcción, donde el empleo creció un 4,9%, casi tres puntos porcentuales por debajo del crecimiento registrado tres meses antes. En las ramas de servicios, la ocupación mantuvo un dinamismo elevado (4,2%), similar al del trimestre anterior, destacando el elevado ritmo de creación de empleo que registraron las ramas de mercado (5,1%). Por su parte, el empleo en las ramas agraria e industrial volvió a registrar en el tercer trimestre tasas interanuales negativas (-3% y -0,9%, respectivamente), si bien, en ambos casos, a un ritmo algo menos intenso que el del trimestre pasado. En conjunto, el empleo en la economía de mercado avanzó a una tasa del 3,3% durante el tercer trimestre, mostrando una pauta de desaceleración levemente más acusada que la observada en el total de la economía.

Durante el segundo trimestre el empleo asalariado, según la CNTR, siguió mostrando mayor pujanza que el empleo por cuenta propia, aunque este colectivo durante el tercer trimestre dejó de destruir empleo, presentando un leve registro positivo (0,2%). Frente a esto, los asalariados crecieron en tasa interanual un 2,9%, que se eleva hasta el 3,2% si se computa únicamente la economía de mercado. En la estadística de afiliaciones a la Seguridad Social también se observó un menor avance del empleo autónomo (1% en el tercer trimestre) que del número de trabajadores por cuenta ajena (3,1% en ese período), si bien estos han ido desacelerándose, al tiempo que la tasa de aumento de los afiliados por cuenta propia ha repuntado. Los datos de la EPA del tercer trimestre muestran una cierta desaceleración del empleo asalariado, que creció un 3,1%, 1 pp menos que en el trimestre anterior, mientras que se observó un repunte en los trabajadores por cuenta propia, hasta un crecimiento interanual del 3,3%.

Según la EPA del tercer trimestre, la desaceleración del empleo se trasladó tanto a los trabajadores de nacionalidad española como a los extranjeros, si bien estos últimos mantuvieron, como en los últimos años, un dinamismo muy superior. Por tipo de contrato, durante los meses de verano el empleo indefinido mantuvo la notable expansión de los trimestres anteriores, con un crecimiento interanual del 7,3%. Asimismo, los asalariados con contrato temporal intensificaron la senda de descensos que empezaron a mostrar a principios de año, hasta registrar una caída en su tasa interanual del 4,8%. Como resultado de ello, la ratio de temporalidad se situó en el 31,9% en el tercer trimestre, en 2,7 pp inferior a la observada en el mismo trimestre de 2006, aunque levemente por encima de la correspondiente al segundo trimestre de este año. La información más reciente sobre la evolución de la contratación indefinida en los datos del INEM muestra, por su parte, una pauta de ralentización a lo largo de 2007.



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

- a. Tasas de variación interanuales.
- b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- c. Información de convenios colectivos hasta septiembre de 2007.
- d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- e. ETCL.

Por duración de la jornada, los ocupados a tiempo completo mantuvieron un crecimiento (3,4%) superior al registrado por los trabajadores a tiempo parcial (1%), dando lugar a un descenso de la ratio de parcialidad, hasta el 11%, tres décimas por debajo de su nivel de hace un año.

La población activa registró un repunte en su ritmo de avance en el tercer trimestre del año, hasta el 3%, después de la moderación observada durante el primer semestre (2,8%), basado en el mantenimiento del elevado ritmo de crecimiento de la población mayor de 16 años (1,8%) y en el incremento de la tasa de actividad, que se elevó hasta el 59,1%. Por sexos, el avance de la tasa de actividad fue superior, como viene siendo habitual, entre el colectivo femenino, hasta una tasa de participación del 49%, nivel en 1,2 pp superior al de hace un año, pero todavía notablemente inferior al registrado entre el colectivo masculino (69,6%).

Como resultado de este repunte en la población activa y la mencionada desaceleración del empleo, el número de desempleados creció en 31.900 personas en el tercer trimestre del año. Este incremento supone una tasa de variación anual positiva (1,5%) del número de parados, frente a los descensos observados en la primera parte del año. No obstante, la tasa de desempleo permaneció estabilizada en el 8% observado en el segundo trimestre, situándose una décima por debajo de su nivel en el mismo trimestre del año pasado. El paro registrado también mostró un comportamiento desfavorable durante el período estival, retornando a registros positivos, lo que no ocurría desde hacía más de un año. En promedio, en el tercer trimestre del año el paro registrado experimentó un crecimiento del 1,9%.

### 4.3 Costes y precios

En el segundo trimestre de 2007, la remuneración por asalariado continuó evolucionando a ritmos más moderados que en el año 2006 (véase gráfico 20). En concreto, en el conjunto de la economía, la remuneración se situó en una tasa interanual del 2,9%, apenas en una décima superior a la del primer trimestre del año. En la economía de mercado, el crecimiento de la remuneración se mantuvo algo más bajo, en el 2,7%. La información disponible para el tercer trimestre apunta hacia el mantenimiento de la compensación por empleado en tasas en torno

La presencia generalizada de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación es una de las características distintivas del sistema español de negociación colectiva. De hecho, este es uno de los elementos básicos de los sucesivos Acuerdos Interconfederales para la Negociación Colectiva (AINC) que han venido suscribiendo, desde el año 2002, los agentes sociales. Estas cláusulas operan de forma que se produce un ajuste retrasado de los salarios a la inflación observada en aquellas situaciones en que esta última supera la previsión tomada como referencia en el convenio.

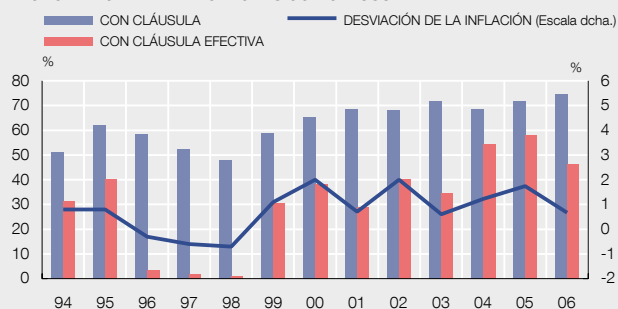
En el año 2006, según el avance de datos del *Anuario de Estadísticas Laborales*, los convenios que incorporaban este tipo de cláusulas afectaron al 74,4% de los trabajadores, un porcentaje en línea con el de ejercicios anteriores (véanse gráficos 1 y 2). En cuanto al porcentaje de trabajadores para los cuales la cláusula se hizo efectiva, se redujo desde el 58% de 2005 al 46,2% de 2006, debido a que la desviación de la inflación ese año fue inferior a la observada el año precedente. En todo caso, este porcentaje es superior al observado en años recientes, con desviaciones de la inflación similares a 2001 y 2003, en los que alcanzó el 29% y el 35%, respectivamente. Las sucesivas renovaciones del AINC firmadas desde 2002 no han aumentado, por tanto, de manera significativa el porcentaje de convenios con cláusulas de salvaguarda, pero, en cambio, sí parecen estar traduciendo en una progresiva mayor efectividad de las mismas. Esta mayor efectividad es el resultado de un umbral de inflación a partir del cual se activan estas cláusulas cada vez más cercano al 2%.

En el impacto de las cláusulas sobre los incrementos salariales pueden distinguirse dos efectos. En primer lugar, en la medida en

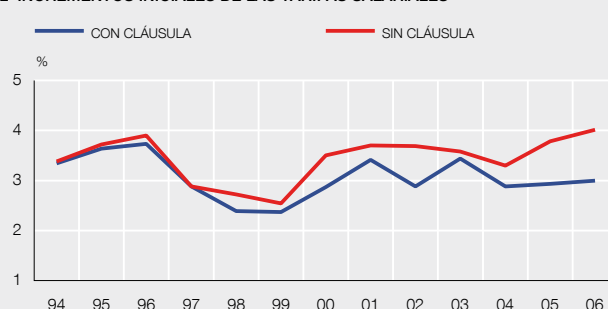
que las cláusulas pueden interpretarse como un seguro para los trabajadores frente a las desviaciones de inflación, cabe pensar que la presencia de estas podría permitir un incremento salarial pactado ex-ante más reducido. En este sentido, el aumento medio de las tarifas salariales pactadas inicialmente en 2006 fue del 3,2%, que es el resultado de un incremento del 3% en los convenios que incorporaban la cláusula y del 4% para los convenios sin cláusula (véase gráfico 2). Dentro de los convenios que incorporan el mecanismo de revisión por inflación, se aprecia, además, una gran diferencia entre aquellos convenios en que se hace efectivo y en los que no. Así, se observa un incremento salarial pactado ex-ante del 2,7% en los primeros, frente al 3,6% de los segundos. Como en otros años, por tanto, se observa una moderación del incremento salarial en aquellos convenios que incluyen cláusulas de salvaguarda, que es aún mayor cuando los convenios contienen cláusulas que acaban activándose al conocerse la inflación a final de año.

En segundo lugar, en la medida en que se produzca una desviación positiva de la inflación observada en relación con los umbrales de inflación acordados en los convenios, la presencia de cláusulas generará un ajuste al alza de los incrementos salariales. Con carácter general, este segundo efecto ha generado que los convenios con cláusula dieran lugar a incrementos salariales superiores a los convenios que no incluían estas cláusulas (véase gráfico 4). En 2006, sin embargo, la menor desviación de la inflación a final de año —el IPC volvió a superar la referencia oficial (2%), aunque en una cuantía (0,7 pp) sustancialmente inferior a la del año anterior (1,7 pp)— supuso que la revisión de los incrementos salariales de los convenios con cláusula no haya sido de una cuantía suficiente

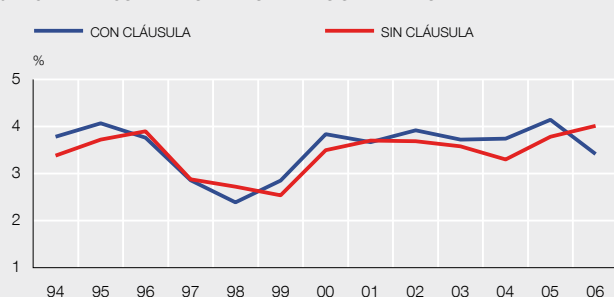
1 PORCENTAJE DE TRABAJADORES CON CLÁUSULA



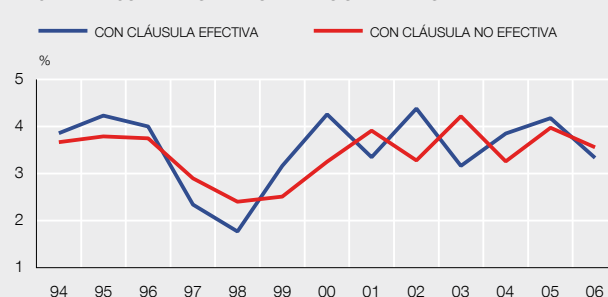
2 INCREMENTOS INICIALES DE LAS TARIFAS SALARIALES



3 INCREMENTOS FINALES DE LAS TARIFAS SALARIALES



4 INCREMENTOS FINALES DE LAS TARIFAS SALARIALES



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

como para superar el incremento salarial pactado en los convenios sin dicho mecanismo de revisión. Así, los incrementos salariales finales se elevaron hasta el 3,4% en los convenios con cláusula, frente al 4% negociado en los convenios sin cláusula. Si se analiza únicamente el impacto sobre los convenios con mecanismo de revisión efectivo, el efecto de la cláusula se eleva a 0,67, es decir, una traslación prácticamente total de la desviación de la inflación de 2006.

En conjunto, en el año 2006 la presencia de cláusulas de salvaguarda indujo una revisión al alza de 0,3 pp en el incremento de las tarifas salariales pactadas en los convenios colectivos, notablemente inferior a los 0,9 pp de 2005. En términos de la remuneración por asalariado estimada en la Contabilidad Nacional, este menor impacto de las cláusulas de salvaguarda de 2006 contribuirá a un crecimiento salarial más moderado en 2007, cuando se produce el cobro de los atrasos generados. Los datos del primer semestre del año así lo re-

flejan, con un crecimiento medio del 2,7% en la economía de mercado, frente al 3,3% estimado para 2006. Esta moderación salarial se ha visto favorecida, un año más, por la presencia de una deriva salarial negativa relacionada con la elevada creación de empleo y los menores salarios, en promedio, de los nuevos entrantes al mercado laboral.

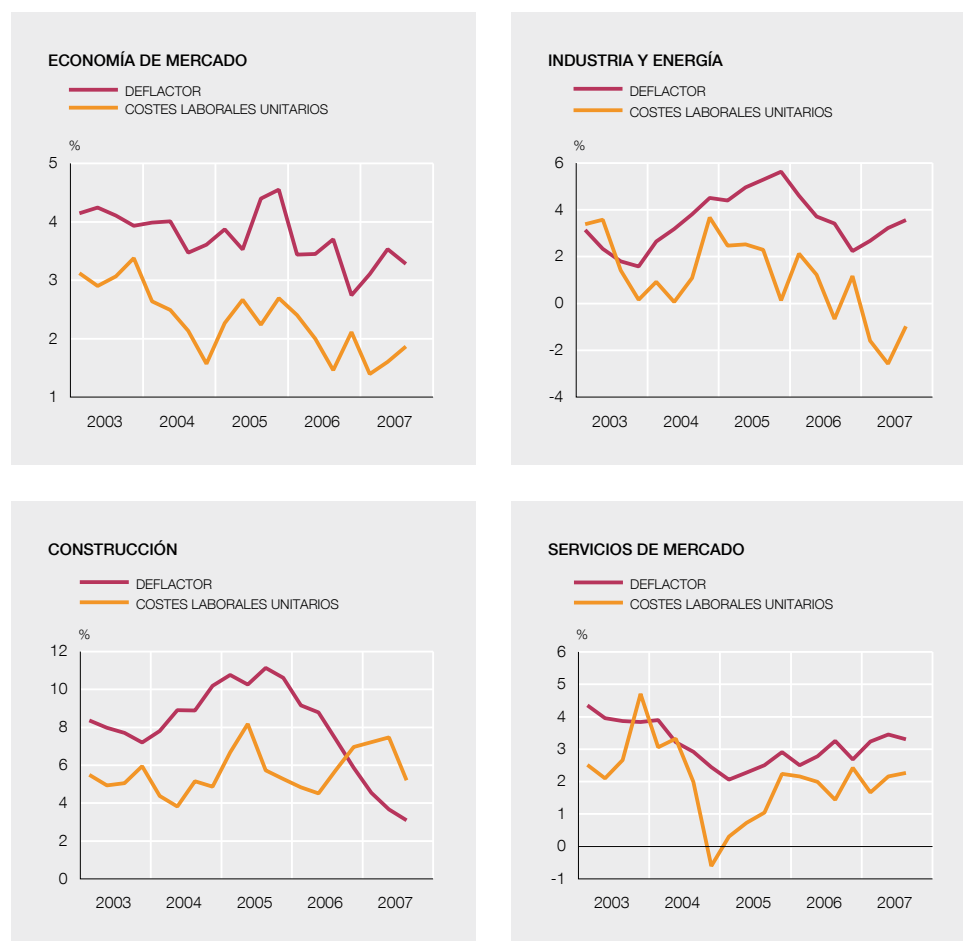
En resumen, la presencia de cláusulas de salvaguarda permite una moderación de los incrementos salariales iniciales, pero supone, con posterioridad, un ajuste automático de los salarios a la inflación pasada que introduce una gran persistencia en los incrementos salariales y en las tasas de inflación. En momentos como el actual, en los que se producen fuertes incrementos de los precios de la energía, la generalización de cláusulas de salvaguarda implica que los salarios incorporarán eventualmente estas subidas de precios, entorpeciendo el necesario ajuste de la economía ante ese tipo de perturbación.

al 3%. La información sobre tarifas salariales pactadas en convenios colectivos recoge una subida media para el año 2007, tanto en convenios de nueva firma como revisados, en torno al 2,9%, lo que representa una revisión a la baja de tres décimas respecto al mismo período del año anterior en el caso de los convenios revisados y de cuatro décimas en los de nueva firma. El impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2007 se cifra en 0,3 pp, muy inferior al del ejercicio precedente (0,9 pp). La presencia de estas cláusulas sigue siendo importante en el año corriente, afectando a cerca de un 68% de los trabajadores con convenio registrado entre enero y agosto de 2007 (véase recuadro 5).

El mantenimiento de la remuneración por ocupado, en conjunción con una ligera caída de la productividad, podría haber conducido a un pequeño incremento de los costes laborales unitarios (CLU) en el tercer trimestre (véase gráfico 21). Se estima que esta evolución de los CLU no se habría trasladado al deflactor del valor añadido, que, incluso, disminuiría ligeramente su ritmo de avance, con lo que se produciría una cierta reducción de los márgenes de explotación. Estos resultados podrían extrapolarse aproximadamente a la economía de mercado. Cabe destacar que los costes laborales unitarios en la industria seguirían mostrando tasas de variación negativas en el tercer trimestre, de forma que continuaría el proceso de ampliación del excedente bruto de explotación en este sector.

En cuanto al deflactor de la demanda final, se estima que a lo largo del tercer trimestre de 2007 se mantuvo en el 2,6%, como resultado de un comportamiento desigual de sus distintos componentes. El deflactor de las importaciones también permaneció en los mismos registros que el trimestre precedente (0,8%), gracias a las reducidas tasas interanuales de incremento de los precios del petróleo y al abaratamiento de los precios de los productos importados en euros debido a la apreciación de esta moneda. Por su parte, el deflactor del PIB registró una disminución de una décima, hasta el 3,1%, que, de verificarse, sería la tasa más baja observada en los últimos años.

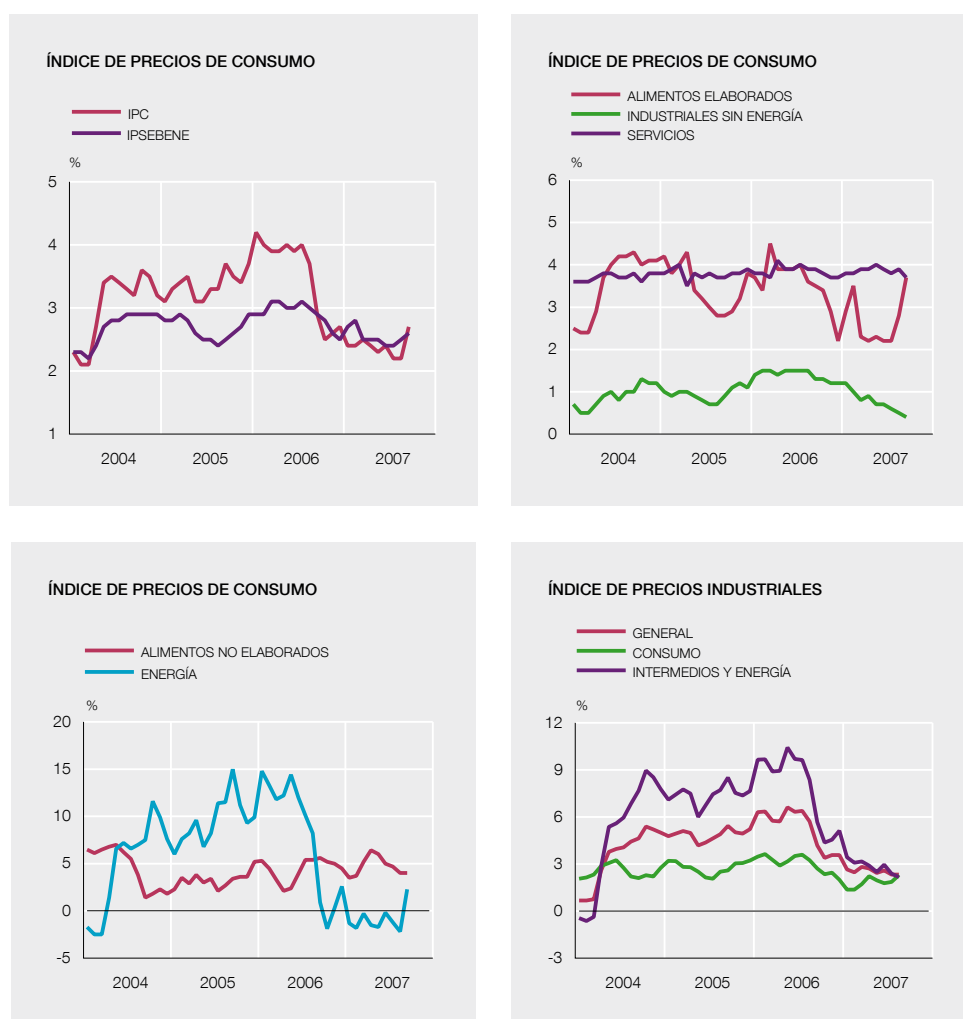
La moderación de los deflactores de la demanda que se ha observado en los últimos trimestres continuaría en el tercero, aunque de forma menos marcada, en especial porque el deflac-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

tor del consumo privado se estancó en su tasa del segundo trimestre, mientras que se estima que continuó el proceso de ralentización progresiva del deflactor de la construcción. A lo largo del tercer trimestre, el índice de precios de consumo mantuvo su crecimiento interanual en el 2,4%, aunque este es el resultado de una evolución muy diferente de sus componentes. Así, los precios de los alimentos no elaborados y de las manufacturas industriales no energéticas mostraron ritmos de avance inferiores a los del trimestre anterior, en una cuantía de 1,6 pp y 0,3 pp, respectivamente, hasta tasas en el tercer trimestre del 4,2% y 0,5%. En el caso de los bienes industriales, cabe destacar la favorable evolución de los precios de los productos de electrónica e informática, que continuaron registrando caídas en sus tasas interanuales, y de los precios de los automóviles. Por lo que respecta a los precios de los alimentos no elaborados, su desaceleración ha estado motivada, principalmente, por los incrementos más reducidos en los precios de algunas carnes. La inflación de los servicios solo mejoró una décima (hasta el 3,8%), mientras que los precios de los alimentos elaborados repuntaron siete décimas, hasta el 2,9%, a lo que contribuyó el aumento de los precios del pan y de la leche y las menores bajadas en los precios del aceite. El ritmo de caída interanual de los precios de la energía se hizo menos pronunciado como resultado de la evolución del precio del crudo a lo largo del trimestre. En efecto, el precio del petróleo, tras caer en agosto, repuntó en septiembre hasta cerca de los 78 dólares por barril, precio que se ha visto ampliamente superado a lo largo del mes de octubre, donde se ha situado por encima de los 80 dólares. En todo caso, la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar ha contribuido a moderar ese impacto.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

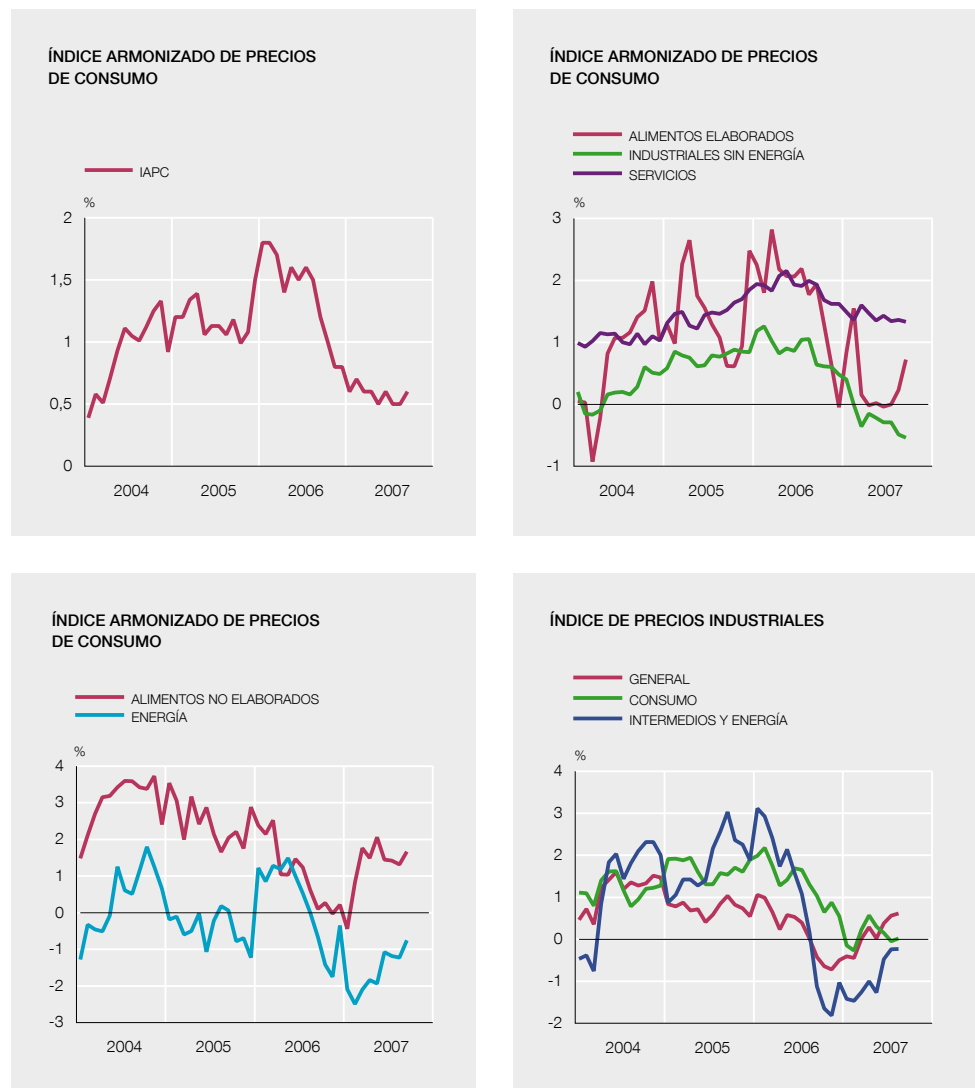
a. Tasas interanuales sobre las series originales.

Consecuentemente, el índice general sin energía ni alimentos no elaborados (IPSEBENE) permaneció en el 2,5% (véase gráfico 22).

La inflación en España, medida por el IAPC, permaneció, en el tercer trimestre del año en el 2,4%, mientras que en el conjunto de la UEM se mantuvo en el 1,9%, por lo que el diferencial con la zona del euro permanece en valores mínimos de los últimos tres años, mejorando incluso una décima respecto al trimestre precedente (véase gráfico 23). Por componentes, mientras que en el tercer trimestre mejoró el diferencial de los alimentos no elaborados y el de los servicios, la aceleración de los precios de los alimentos elaborados en España provocó un incremento de tres décimas en el diferencial. Por otra parte, la mayor desaceleración de los precios de la energía en la UEM redujo el diferencial negativo que venía registrándose. Por último, el ritmo de crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se ralentizó en España, mientras que se mantuvo en la zona del euro, de forma que los incrementos de precios de ese componente continuaron siendo inferiores en nuestro país.

El índice de precios industriales (IPRI) mantuvo tasas moderadas, en torno al 2,3%, en los meses de julio y agosto, aunque repuntó hasta el 3,4% en septiembre. El incremento en este





FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

último mes estuvo marcado por el mayor dinamismo de los precios de producción de los bienes de consumo —especialmente, alimentos— y por el aumento de los precios de la energía, tras presentar durante varios meses tasas interanuales negativas. 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%. En el conjunto de la UEM los precios industriales hasta agosto presentaron una evolución algo más favorable, de tal forma que se mantiene un diferencial negativo para España en torno a los 0,6 pp. Finalmente, los precios percibidos por los agricultores iniciaron una trayectoria descendente en el mes de mayo y junio que se mantuvo en los siguientes meses. Los nuevos incrementos en los precios de los cereales se han visto compensados por la disminución en los precios de la mayoría de las carnes.

#### 4.4 La actuación del Estado

El pasado 21 de septiembre el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2008, en el que se fija como objetivo alcanzar un superávit para el conjunto de las AAPP del 1,15% del PIB. Este objetivo no incluye el déficit que permite la Ley de Estabilidad Presupuestaria por inversiones de las Comunidades Autó-

m€ y %

	Liquidación 2006	Variación porcentual 2006/2005	Avance de liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual 2007/2006	Liquidación		
						2006 ENE-SEP	2007 ENE-SEP	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	141.846	10,1	151.329	6,7	12,7	99.683	111.524	12,7
Impuestos directos	81.130	14,8	87.716	8,1	18,0	54.929	65.957	18,0
IRPF	41.451	15,3	43.000	3,7	15,3	30.780	33.978	15,3
Sociedades	37.207	14,5	41.842	12,5	22,5	22.280	29.372	22,5
Otros (a)	2.472	11,5	2.874	16,3	30,3	1.869	2.606	30,3
Impuestos indirectos	48.328	8,3	49.739	2,9	6,9	36.520	35.950	6,9
IVA	35.424	10,7	35.491	0,2	5,5	27.006	24.940	5,5
Especiales	9.895	1,0	11.015	11,3	14,4	7.251	8.588	14,4
Otros (b)	3.009	7,0	3.233	7,5	4,2	2.264	2.422	4,2
Otros ingresos (c)	12.388	-8,2	13.874	12,0	17,1	8.234	9.617	17,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	130.375	6,2	143.843	10,3	8,0	92.771	101.354	8,0
Personal	22.209	7,4	23.859	7,4	6,6	15.912	16.937	6,6
Compras	3.799	12,1	4.319	13,7	19,3	2.386	2.788	19,3
Intereses	15.619	-12,4	14.607	-6,5	-12,9	13.139	12.182	-12,9
Transferencias corrientes	72.225	11,9	79.560	10,2	9,8	51.490	57.581	9,8
Inversiones reales	9.037	0,7	11.357	25,7	18,3	5.466	6.314	18,3
Transferencias de capital	7.487	2,0	10.141	35,4	25,4	4.377	5.552	25,4
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	11.471	—	7.486	—	—	6.913	10.169	—
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (PDE)								
Recursos no financieros	147.201	13,1	156.377	6,2	12,4	102.898	113.983	12,4
Empleos no financieros	142.422	10,8	154.276	8,3	7,0	92.182	101.126	7,0
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	4.779	—	2.101	—	—	10.716	12.857	—
(en porcentaje del PIB)	0,5	—	0,2	—	—	1,1	1,2	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

c. Incluye tasas y otros ingresos, transferencias corrientes, ingresos patrimoniales, transferencias de capital y otras operaciones sin clasificar.

nomas (0,25% del PIB), aunque sí el del Estado por este mismo concepto (0,20%) y el de las Corporaciones Locales (0,05%) en dicho año. En este sentido, el Proyecto de PGE confirma las proyecciones que se establecieron en la última Actualización del Programa de Estabilidad y los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria aprobados en junio pasado para el período 2008-2010. Por otra parte, los PGE prevén que el saldo de la Contabilidad Nacional (CN) del sector de Administraciones Públicas cierre el año corriente con un superávit del 1,3% del PIB, mejorando ligeramente la previsión inicial. Por subsectores, la Administración Central registrará un superávit del 0,3% del PIB, mientras que tanto las Comunidades Autónomas como las Corporaciones Locales terminarán el año con sendos déficits del 0,05% del PIB. Por lo que respecta a la Seguridad Social, se prevé que obtenga un superávit en sus cuentas del 1,1% del PIB.

Los Presupuestos ofrecen también un Avance de liquidación de los ingresos y gastos del Estado en el ejercicio 2007. Según la metodología de la CN, el Avance de liquidación adelanta un superávit del Estado de 2.101 millones de euros (un 0,2% del PIB), que se eleva a

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 10.800 millones de euros hasta julio de 2007, superior en un 20,1% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución más favorable que hasta abril. Tanto los ingresos como los pagos no financieros se aceleraron en los últimos meses y situaron su crecimiento en el 9% y 7%, respectivamente.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un incremento del 7,5% hasta julio, igual al registrado hasta abril. El crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social ha mantenido una tónica de desaceleración estos últimos meses, alcanzando una tasa del 2,6% hasta septiembre de 2007, por debajo de la registrada en el conjunto del año anterior, lo que pone de manifiesto una cierta pérdida de dinamismo del mercado de trabajo.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una suave ralentización, incrementándose un 6,5% hasta julio, frente al 6,7% hasta abril y en marcado contraste con el 8,5% presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas se ha estabilizado en un ritmo de crecimiento de en torno al 1,3%, inferior al registrado en promedio para el conjunto del año anterior (un 2,3%). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se desaceleró

significativamente, hasta el 3,8%, en julio, situándose muy por debajo de la previsión presupuestaria.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 6,7% hasta mayo, por encima de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 15,4% hasta el mismo mes, siendo en este caso dicho incremento inferior a la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto del SPEE destinado a prestaciones por desempleo creció en agosto un 5,8% en tasa interanual acumulada (inferior al incremento del 7,6% registrado en el conjunto del año 2006 e inferior también al incremento presupuestado del 6,5% para el conjunto del año), mientras que el número de beneficiarios aumentó un 12,1% en el mismo período (frente al 3% de crecimiento medio observado en 2006). Asimismo, el paro registrado, que aumentó hasta agosto un 2,1% en tasa interanual, volvió a acelerarse en septiembre hasta el 2,6%, cifras que contrastan con la caída del 1,1% en promedio para el conjunto del año anterior. Dicha evolución dio lugar a un nuevo aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 71,8% en agosto de 2007, frente al nivel del 66,6% con que terminó 2006.

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

##### Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

##### Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

m€ y %

	Presupuesto			ENE-ABR		Liquidación ENE-JUL	
	2006	2007	% variación	% variación	2006	2007	% variación
	1	2	3 = 2/1	4	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	97.547	106.142	8,8	8,5	59.652	65.008	9,0
1.1 Cotizaciones sociales (c)	90.625	97.942	8,1	7,5	55.556	59.738	7,5
1.2 Transferencias corrientes	5.295	5.963	12,6	13,8	3.177	3.588	13,0
1.3 Otros (d)	1.628	2.237	37,5	38,6	920	1.682	82,8
2 PAGOS NO FINANCIEROS	90.562	98.390	8,6	6,4	50.657	54.208	7,0
2.1 Personal	2.165	2.253	4,1	-2,7	1.242	1.252	0,8
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.733	1.807	4,2	0,0	986	990	0,4
2.3 Transferencias corrientes	86.133	93.743	8,8	6,7	48.276	51.551	6,8
<i>Pensiones contributivas</i>	73.832	80.099	8,5	6,7	41.592	44.301	6,5
<i>Incapacidad temporal</i>	6.656	7.313	9,9	8,7	3.604	3.741	3,8
<i>Resto</i>	5.646	6.331	12,1	4,5	3.080	3.509	13,9
2.4 Otros (e)	530	588	10,8	68,2	152	415	172,7
3 SALDO NO FINANCIERO	6.986	7.752	11,0	14,8	8.995	10.800	20,1

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta julio de 2006.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

7.486 millones de euros en términos de caja y que supera notablemente el superávit previsto en el documento presupuestario inicial, cifrado en 3.620 millones de euros. Esta mejora se produciría como consecuencia de los mayores ingresos en la recaudación impositiva directa y en el agregado de otros ingresos, especialmente en los ingresos patrimoniales.

Por otra parte, se dispone de información sobre la ejecución presupuestaria hasta septiembre. De acuerdo con esta información, las cuentas del Estado registraron un superávit acumulado de 12.857 millones de euros (1,2% del PIB) en términos de la CN, saldo que resulta superior al superávit de 10.716 millones (1,1% del PIB) del mismo período del año 2006 (véase cuadro 3), debido a un crecimiento de los recursos del 10,8%, mientras que los empleos aumentaron un 9,7%. En términos de caja, el superávit fue de 10.169 millones de euros, por encima de los 6.913 millones registrados en el mismo período del año anterior. Los ingresos experimentaron un aumento del 11,9%, en tanto que los pagos se aceleraron hasta el 9,3%. Estos resultados hacen prever un superávit para el conjunto del año superior al previsto en el Avance de liquidación de los Presupuestos.

Para el análisis de los ingresos de caja se cuenta con información sobre la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado, que es la única que recoge el cuadro 3, como de la parte que corresponde a las Comunidades Autónomas de régimen común. Esa información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación impositiva. Las cifras de recaudación total indican que los ingresos tributarios se aceleraron ligeramente durante el tercer trimestre como consecuencia de la evolución de los impuestos directos, mientras que los impuestos indirectos se desaceleraron. Por su parte, los otros ingresos mantuvieron apenas sin cambios las elevadas tasas de crecimiento del primer semestre. Tanto el IRPF (con un 16,4% de aumento hasta septiembre) como el impuesto sobre sociedades (con un incremento del 31,8%) elevaron adicionalmente sus ritmos de recaudación en este trimestre con respecto a la primera parte del año: en el primer caso, sostenidos por las retenciones sobre rentas del trabajo (con crecimientos cercanos al 10%), y en el segundo caso, por el crecimiento de la cuota diferencial (no afectada por la reforma, ya que corresponde a beneficios del año anterior); en ambos impuestos influyeron, asimismo, los crecimientos de las retenciones sobre el capital mobiliario (que crecieron un 42,7%) y las retenciones sobre las ganancias en fondos de inversión (con un crecimiento del 73,3% hasta septiembre). En ambas figuras tributarias, la recaudación debería desacelerarse drásticamente en el último trimestre, lo que resulta improbable, si ha de cumplirse la previsión del Avance de liquidación, que apunta a crecimientos en el conjunto del año 2007 del 6,9% en el IRPF y del 12,5% en el impuesto sobre sociedades. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA se desaceleró notablemente, hasta registrar un crecimiento del 1,9%, debido, fundamentalmente, al adelanto en la ejecución de las devoluciones. Por ello, se espera que el ritmo de crecimiento de la recaudación por IVA se acelere en los últimos meses, acercándose hacia un crecimiento del 5,5%, según lo previsto en el Avance de liquidación. Los impuestos especiales han venido registrando ritmos sostenidos de aumento a lo largo del ejercicio, en torno al 7%, lo que representa una cierta recuperación con respecto a los débiles aumentos de años anteriores. El Avance de liquidación prevé una cierta desaceleración de su recaudación, hasta un crecimiento del 4,1% en el conjunto del año. Finalmente, las rúbricas agrupadas dentro de los otros ingresos mantuvieron un elevado dinamismo hasta septiembre, debido, sobre todo, a los ingresos patrimoniales y a las transferencias de capital procedentes del FEDER. El Avance de liquidación prevé una cierta desaceleración en la última parte del año, debida, en parte, al capítulo de tasas, para el que se adelanta una tasa de variación negativa en el conjunto del año.

Por lo que respecta a los pagos del Estado, la aceleración ocurrida en el tercer trimestre vino marcada por la de los pagos corrientes, en concreto, por los pagos de intereses y las

Millones de euros		ENERO-JULIO	
		2006	2007
INGRESOS	Cuenta corriente	177.693	197.505
	Mercancías	101.138	108.660
	Servicios	47.043	51.847
	Turismo	22.290	23.041
	Otros servicios	24.753	28.806
	Rentas	21.347	27.482
	Transferencias corrientes	8.166	9.515
	Cuenta de capital	3.370	3.243
	Cuentas corriente + capital	181.063	200.748
PAGOS	Cuenta corriente	227.405	257.587
	Mercancías	145.951	157.160
	Servicios	35.315	39.857
	Turismo	7.026	7.676
	Otros servicios	28.289	32.181
	Rentas	33.712	45.393
	Transferencias corrientes	12.427	15.177
	Cuenta de capital	863	934
	Cuentas corriente + capital	228.268	258.521
SALDOS	Cuenta corriente	-49.711	-60.082
	Mercancías	-44.812	-48.500
	Servicios	11.728	11.991
	Turismo	15.264	15.366
	Otros servicios	-3.536	-3.375
	Rentas	-12.366	-17.911
	Transferencias corrientes	-4.261	-5.661
	Cuenta de capital	2.507	2.309
	Cuentas corriente + capital	-47.204	-57.773

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

transferencias corrientes. Por su parte, los pagos de personal y las compras (estas últimas debido a los fuertes crecimientos del gasto ligados al proceso electoral de la primera parte del año) moderaron su ritmo de crecimiento. Los pagos de capital siguieron registrando aumentos elevados, especialmente en el caso de las transferencias de capital. El Avance de liquidación prevé una ligera aceleración de los pagos totales en la última parte del año, que vendría ligada a los gastos de personal, a los intereses y, sobre todo, a los capítulos de pagos de capital.

#### 4.5 Balanza de Pagos y Cuenta de Capital

En los siete primeros meses de 2007 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 57.773 millones de euros, en un 22,4% superior al contabilizado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 20,9% en este período, hasta situarse en 60.082 millones de euros, lo que se explica, fundamentalmente, por la ampliación del déficit corriente en el segundo trimestre. Por su parte, el superávit por operaciones de capital acumuló un descenso del 7,9%, situándose en 2.309 millones de euros. Los saldos de los principales componentes de la cuenta corriente se deterioraron en los siete primeros meses de 2007, con excepción del superávit de servicios, que experimentó una mejora, como resultado del avance del superávit de turismo y de la corrección parcial del déficit del resto de servicios. El déficit comercial siguió aumentando,

aunque a una tasa más moderada (8,2%), mientras que el saldo negativo de la balanza de rentas se incrementó significativamente (45%).

En efecto, la moderada expansión del déficit comercial en el período enero-julio contrasta con la tónica de fuerte deterioro de los últimos ejercicios. Esto se debe a que la factura energética descendió en este período, en consonancia con la tendencia de los precios del crudo en los mercados internacionales y con la apreciación del euro frente al dólar, puesto que el desequilibrio del comercio no energético se amplió a un ritmo superior al de 2006.

En cuanto a la balanza de servicios, el registro acumulado en los siete primeros meses del año arrojó una ligera mejora del superávit en relación con el año anterior, derivada de una modesta recuperación de los ingresos netos turísticos y de una pequeña corrección del déficit del resto de servicios. Los ingresos turísticos nominales aumentaron un 3,4% hasta julio, por debajo del avance medio del año anterior, reflejando la atonía que mostraron en el segundo trimestre del año, si bien, de acuerdo con los indicadores coyunturales disponibles, se habrían recuperado ligeramente durante el período estival. Los pagos turísticos, por su parte, aumentaron un 9,2% en el período de enero-julio, en línea con el incremento medio observado en 2006. Con todo, a pesar del repunte experimentado durante el verano, continúan presentando una senda de ralentización, en consonancia con la evolución que están mostrando sus principales determinantes. En cuanto al resto de servicios, el dinamismo de los ingresos superó al de los pagos, con tasas de crecimiento del 16,4% y 13,8%, respectivamente.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una notable ampliación en el conjunto de los siete primeros meses de 2007, hasta situarse en -17.911 millones de euros, lo que supone un deterioro de 5.545 millones en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. Tanto los ingresos como los pagos mostraron un comportamiento muy expansivo en el conjunto de los siete primeros meses de 2007, con tasas de crecimiento interanuales del 28,7% y del 34,7%, respectivamente. Por sectores institucionales, las instituciones financieras y, particularmente, los otros sectores residentes experimentaron una notable ampliación de sus saldos negativos, mientras que las AAPP corrigieron levemente su déficit.

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló un déficit de 5.661 millones de euros en el período de enero-julio de 2007, superior en 1.400 millones al déficit registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos se incrementaron un 16,5% en tasa interanual, gracias a la favorable evolución que reflejaron los flujos comunitarios en concepto de Fondo Social Europeo, así como a otras transferencias recibidas por el sector privado. Por su parte, el dinamismo de los pagos superó al de los ingresos, lo que reflejó el significativo avance que experimentaron tanto los pagos efectuados por el sector público como los realizados por el resto de sectores residentes, destacando el notable avance que muestran los pagos por remesas de emigrantes (25,4%).

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 2.309 millones de euros en los siete primeros meses de 2007, lo que supuso un descenso del 7,9% respecto al mismo período del año anterior. Este deterioro se explica, fundamentalmente, por el descenso de los ingresos percibidos por las AAPP, principalmente en concepto de condonaciones de deuda y del Fondo de Cohesión. Esta evolución compensó el comportamiento expansivo que experimentaron los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER.

## 5 Evolución financiera

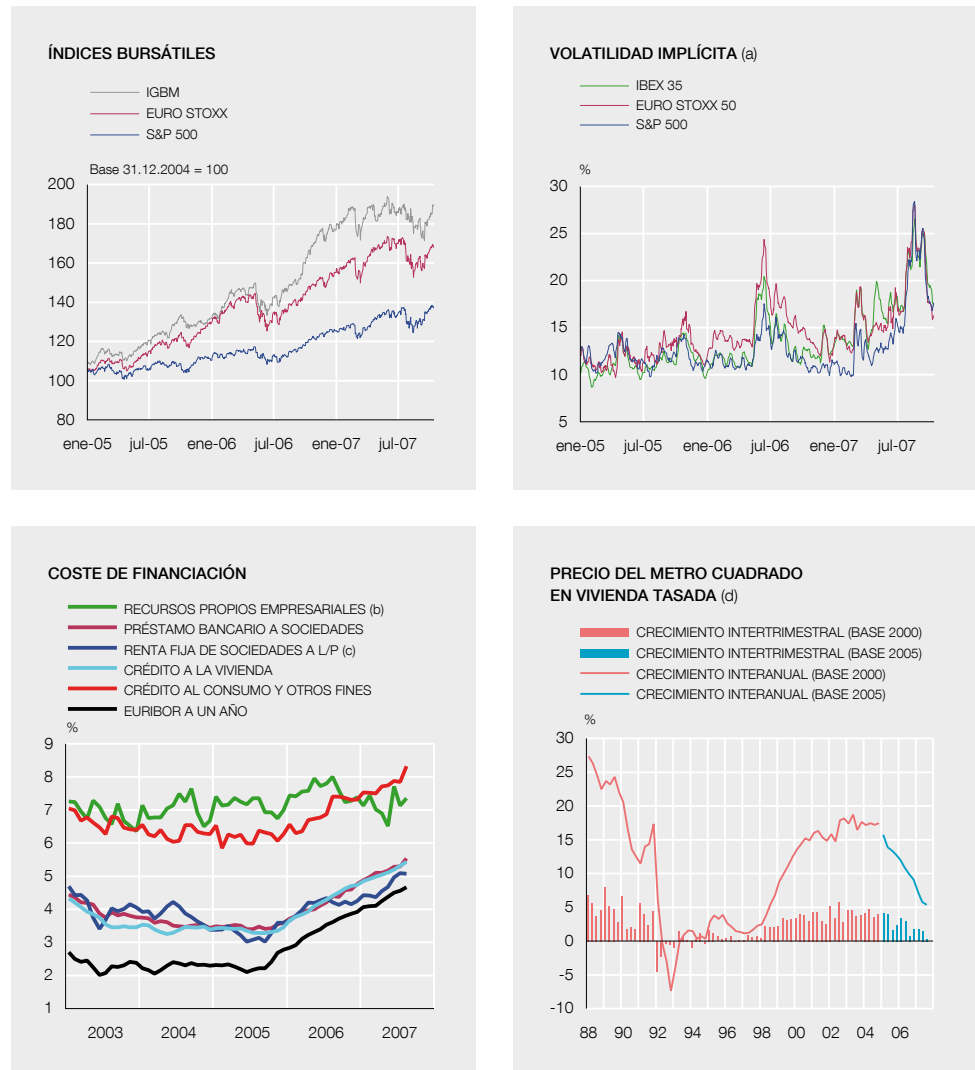
### 5.1 Rasgos más destacados

La evolución financiera de la economía española durante el tercer trimestre de 2007 ha estado condicionada por el episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales que se ha originado a raíz del incremento en la morosidad de los créditos hipotecarios estadounidenses de alto riesgo. Las mayores necesidades de liquidez, asociadas a las dificultades de refinanciación de algunos vehículos que invertían en activos ligados a estos préstamos, junto con la crisis de confianza, se reflejaron en un repunte de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios. De este modo, el EURIBOR a un año alcanzó en septiembre un valor promedio del 4,72%, 21 pb por encima del nivel observado en junio.

Las turbulencias afectaron también a otros mercados financieros. Así, en los de crédito se produjo una reevaluación generalizada del riesgo, que llevó a un aumento de las primas, y que fue más acusado para los valores de peor calidad. En todo caso, conviene recordar que los diferenciales crediticios se habían situado en niveles históricamente muy reducidos, por lo que la evolución reciente supone, en cierta medida, un proceso de normalización, aunque este se produjo de forma abrupta. El incremento de la incertidumbre determinó una mayor preferencia de algunos inversores por los activos más seguros, de modo que se redujeron las rentabilidades de la deuda pública. En las bolsas, repuntó la volatilidad de las cotizaciones, al tiempo que se observó un descenso de las valoraciones (véase gráfico 24), que fue más intenso en el caso de los bancos y de las empresas de la construcción. No obstante, después de la actuación de los principales bancos centrales para contrarrestar la escasez de liquidez surgida, algunos de los movimientos anteriores se han revertido total o parcialmente. Así, las rentabilidades de la deuda pública volvieron a aumentar, se redujeron las primas de riesgo crediticio y en las bolsas se elevaron las cotizaciones. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba un 1,7% por encima del nivel de finales de junio y, en el conjunto del año, acumulaba unas ganancias del 7,3%, similares a las alcanzadas durante el mismo período por el Euro Stoxx amplio de las bolsas europeas (7,7%) y por el S&P 500 de las compañías americanas (8,5%). Por el contrario, en los mercados interbancarios los tipos de interés a plazo, aunque han corregido parte del repunte, continuaron en niveles elevados.

En este entorno, durante el tercer trimestre se endurecieron las condiciones de financiación del sector privado. En el caso de los hogares, entre junio y agosto (último mes del que se dispone de información) los tipos de interés de los préstamos bancarios para adquisición de vivienda se elevaron 23 pb y los de los destinados al consumo y otros fines subieron 45 pb. El precio de los fondos proporcionados por la banca a las sociedades se incrementó en 25 pb durante el mismo período y el coste de las emisiones de renta fija lo hizo entre 10 pb (las de largo plazo) y 23 pb (las de corto). Por el contrario, el indicador que aproxima el coste de los recursos propios descendió ligeramente. Por otra parte, de acuerdo con la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), realizada en septiembre, las turbulencias financieras habrían contribuido a endurecer los criterios de concesión de créditos, especialmente en el caso de las empresas. Asimismo, las entidades esperaban que la oferta crediticia continuara haciéndose más restrictiva durante los últimos tres meses del año, en parte como consecuencia de las mayores dificultades de obtener fondos en los mercados, que estos intermediarios anticipan.

Según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, la tasa de crecimiento interanual del valor de la vivienda libre tasada se situó, en el tercer trimestre de 2007, en el



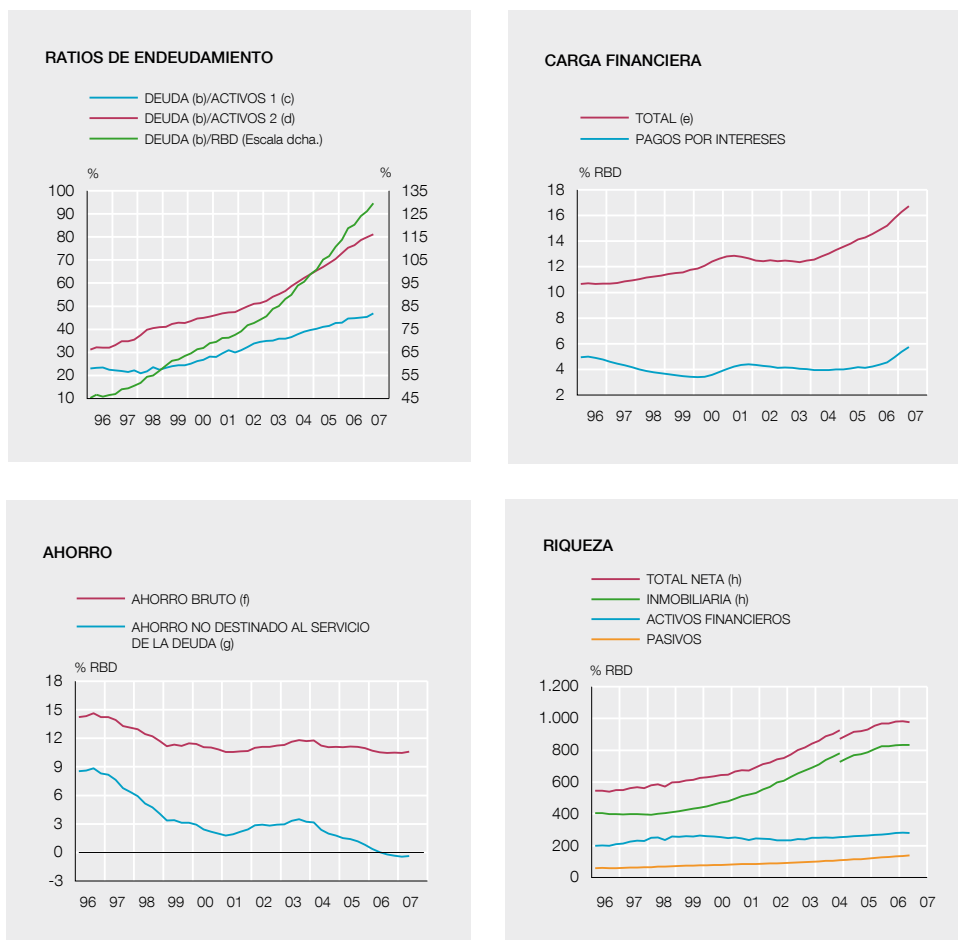
FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

- a. Medias móviles de cinco días.  
b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.  
c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.  
d. Nueva estadística a partir de 2005.

5,3%, medio punto porcentual por debajo del dato de junio y 4,5 pp menos que el del mismo período del ejercicio anterior. Continúa, pues, el proceso de normalización gradual de los precios en los mercados inmobiliarios.

En este contexto, prosiguió la senda de desaceleración de la deuda del sector privado de los meses precedentes. En el caso de las familias, la tasa interanual de crecimiento del crédito alcanzó en agosto un registro próximo al 16%, algo más de medio punto porcentual menos que en junio. La desagregación por finalidades evidencia que la moderación en la expansión de los pasivos se produjo tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda como en los destinados al consumo y otros fines, cuyos ritmos de avance se situaron en el entorno del 17% y el 14%, respectivamente. Los datos provisionales correspondientes a septiembre apuntan a una continuidad de estas mismas tendencias.





FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000.

Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.

c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».

d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.

e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.

g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.

Por su parte, la deuda de las sociedades creció en agosto cerca del 24% en relación con el mismo período del año anterior, algo menos de medio punto porcentual por debajo de la cifra de finales del segundo trimestre. La información provisional correspondiente a septiembre indica que durante dicho mes habría continuado la desaceleración de la financiación empresarial. Los datos más recientes del crédito por finalidades, correspondientes a junio, muestran una ralentización de los fondos destinados a la construcción y los servicios inmobiliarios, aunque estos siguen progresando a una velocidad elevada, que se vio aproximadamente compensada por el mayor dinamismo de los captados por el resto de sectores y, en particular, la industria, cuyos recursos aumentaron un 20% en términos interanuales, frente al 15% de marzo.

A pesar de la desaceleración de los pasivos de las familias, estos siguieron creciendo más que sus rentas, por lo que entre marzo y junio volvieron a aumentar las ratios de endeudamiento y de carga financiera, en este último caso como consecuencia también del curso creciente de los tipos de interés (véase gráfico 25). De acuerdo con los datos provisionales disponibles,

estas mismas tendencias habrían continuado durante el tercer trimestre. No obstante, la recuperación del ahorro bruto, en términos acumulados de doce meses, evitó que se volviera a reducir la capacidad de ahorro del sector, tras descontar las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda. En línea con esta evolución, las necesidades de financiación del sector que arrojan las cuentas financieras no muestran cambios significativos. Por su parte, la riqueza neta de los hogares avanzó a un ritmo similar al de sus ingresos, por lo que, en relación con la renta bruta disponible (RBD), permaneció en torno a los confortables niveles observados durante la primera parte del año.

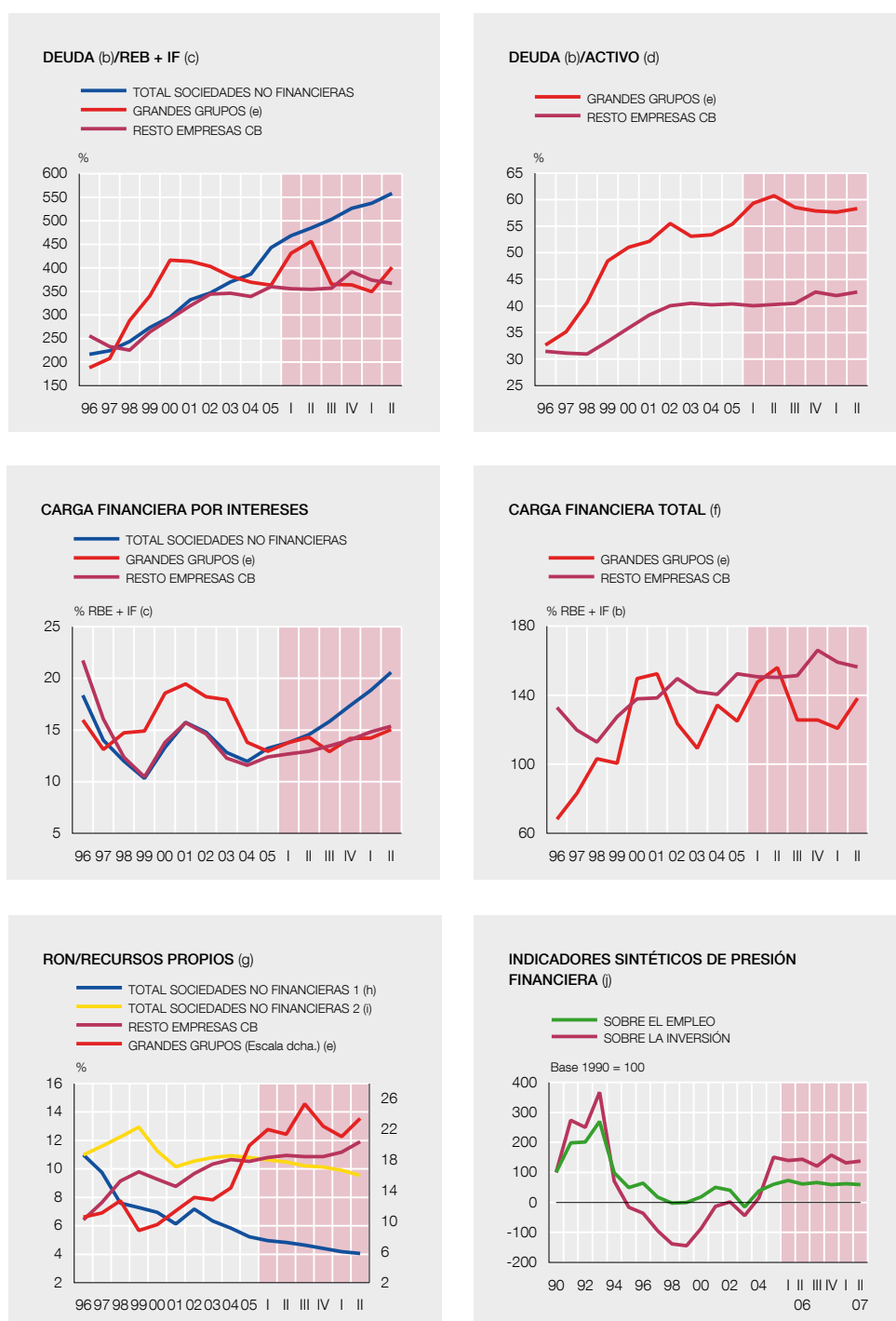
En el caso de las sociedades, sus ratios agregados de endeudamiento y de carga financiera también mantuvieron una trayectoria creciente en el segundo trimestre, tendencia que, de acuerdo con los datos provisionales disponibles, habría continuado durante los meses del verano. El ascenso de los gastos financieros frenó el avance de las rentas del sector, lo que se tradujo en un ligero descenso de la rentabilidad del capital. De acuerdo con los datos de las cuentas financieras, las necesidades de financiación del sector siguieron aumentando durante el mismo período, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 10,5% del PIB. Por su parte, la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencia una trayectoria similar del endeudamiento y de los pagos por intereses. El efecto de esta evolución sobre los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo se vio, no obstante, compensado por la mejoría de los beneficios, que fue especialmente acusada en el caso del sector industrial, por lo que se mantuvieron en niveles similares a los observados en marzo (véase gráfico 26).

El incremento del déficit de recursos financieros de las sociedades, que no se ha visto completamente compensado por la mejora en el ahorro financiero del resto de los sectores, ha llevado a que, de acuerdo con los últimos datos de las cuentas financieras, referidos al segundo trimestre, las necesidades de financiación de la nación aumentaran hasta situarse en un nivel equivalente al 8,7% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). Los fondos del resto del mundo necesarios para cubrir el exceso de gasto de la economía española en relación con su renta continuaron canalizándose básicamente a través del sistema financiero.

En resumen, la posición patrimonial de los hogares y de las sociedades no ha experimentado cambios significativos durante los últimos meses, lo que, junto con la robustez de las entidades de crédito, constituye un importante elemento de resistencia de nuestra economía frente a las turbulencias recientes en los mercados financieros internacionales. En particular, la favorable situación del sistema financiero español y la alta calidad de los títulos que emite son factores que contribuyen a amortiguar el efecto de estas perturbaciones sobre la disponibilidad y el coste de financiación de las familias y las empresas (véase recuadro 7). No obstante, dadas las elevadas necesidades de capital foráneo en nuestro país, una duración prolongada de este episodio podría terminar incidiendo sobre las condiciones de obtención de fondos de estos agentes.

## **5.2 El sector hogares**

Durante el tercer trimestre de 2007 se endurecieron las condiciones de financiación de los hogares. Así, entre junio y agosto, en línea con la evolución de los mercados monetarios, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda se incrementaron 23 pb, al tiempo que los correspondientes a los préstamos destinados al consumo y otros fines subieron 45 pb (véase gráfico 24). Asimismo, de acuerdo con la última EPB, elaborada en septiembre, las entidades financieras fueron más restrictivas que en los tres meses precedentes en los criterios de concesión en ambos tipos de préstamos y anticipa-



FUENTE: Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

g. Para el total de las sociedades no financieras RON = EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.

h. Recursos propios valorados a precios de mercado.

i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.

j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

% del PIB					2006			2007	
	2002	2003	2004	2005	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,2	-7,8	-8,1	-8,3	-8,7
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,3	-3,8	-5,1	-8,2	-9,7	-10,4	-10,6	-11,1	-12,1
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,0	-3,9	-4,5	-6,9	-7,5	-8,4	-9,0	-9,4	-10,5
<i>Hogares e ISFLSH</i>	0,7	0,1	-0,6	-1,3	-2,2	-2,0	-1,6	-1,7	-1,6
Instituciones financieras	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1
Administraciones Públicas	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	1,9	2,0	1,8	2,1	2,3
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,5	-8,2	-8,7	-11,1	-14,3	-15,6	-15,9	-13,8	-15,6

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

ban un nuevo endurecimiento en los últimos meses del año, en parte como consecuencia de las dificultades de obtención de fondos en los mercados mayoristas.

La evolución de las condiciones de financiación contribuyó a que la deuda de las familias siguiera desacelerándose gradualmente, de modo que la tasa de avance se redujo en torno al medio punto porcentual, hasta situarse en agosto cerca del 16%. Por finalidades, el menor dinamismo de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, cuyos ritmos de expansión descendieron hasta alcanzar registros inferiores al 17% y 14%, respectivamente. De acuerdo con las previsiones contenidas en la EPB, las entidades financieras anticipan que en el último trimestre del año continuará la moderación del crecimiento de los préstamos a este sector, como consecuencia de la menor demanda esperada y del endurecimiento que prevén en los criterios de concesión.

Según los datos más recientes de las cuentas financieras, relativos al segundo trimestre de 2007, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares mostró cierta ralentización, y supuso, en términos acumulados anuales, el 10,3% del PIB, 1 pp menos que en marzo (véase cuadro 6). En cuanto al desglose por instrumentos, continuó la preferencia por aquellos con un menor perfil de riesgo (efectivo y depósitos). En particular, siguieron avanzando de modo destacado los depósitos a plazo, que se encuentran incluidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija (en relación con el PIB, los flujos incluidos en esta rúbrica alcanzaron el 7,2%). Por el contrario, la suscripción neta de fondos de inversión volvió a ser negativa por un importe del 0,6% del PIB. Por último, las familias siguieron vendiendo acciones en términos netos (0,2% del PIB), al tiempo que se mantuvo el peso del ahorro materializado en reservas técnicas de seguros (1,5% del PIB).

El todavía elevado dinamismo de la financiación llevó a que la ratio de endeudamiento de los hogares continuara creciendo, aunque a un menor ritmo, hasta situarse en junio cerca del 130% de la RBD (véase gráfico 25). Esta evolución, junto con el curso creciente de los tipos de interés durante los últimos meses, determinó un nuevo aumento de la carga financiera asociada, de modo que, en la misma fecha, se encontraba próxima al 17% de la RBD.

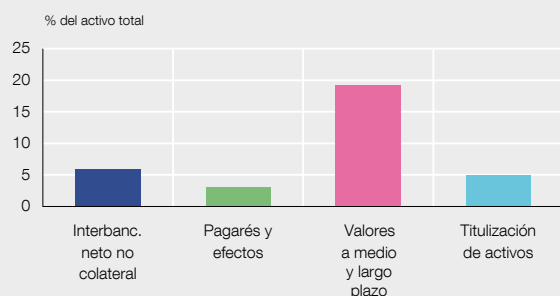
Durante los meses de verano, los problemas generados por el creciente número de impagos de hipotecas de mayor riesgo (*subprime*) en Estados Unidos y la incertidumbre con respecto de los tenedores de estos activos y de los valores vinculados a los mismos se han traducido en una reevaluación generalizada de los diferenciales crediticios a nivel global, así como en una menor disponibilidad de inversores e intermediarios a prestar fondos, incluso a las entidades aparentemente solventes (como ha sido el caso, por ejemplo, de Northern Rock en el Reino Unido). Como resultado, un número importante de bancos internacionales ha visto afectada su posición financiera por tres vías: en primer lugar, como consecuencia de las pérdidas asociadas a sus exposiciones directas e indirectas a las hipotecas *subprime* estadounidenses; en segundo lugar, por el mayor recurso a las líneas de crédito que tenían comprometidas con los distintos vehículos (*conduits*, SIV<sup>1</sup>); y, finalmente, por las dificultades de obtención de nuevos fondos en los mercados mayoristas, incluido el interbancario. En este contexto, se ha suscitado una importante discusión sobre el posible impacto que este deterioro en el capital y la liquidez de estos intermediarios financieros internacionales pudiera tener sobre las condiciones de financiación del sector privado y sus implicaciones macroeconómicas. El objetivo de este recuadro es precisamente analizar este aspecto en el caso de las entidades de crédito españolas.

1. Estos vehículos invertían en activos vinculados con hipotecas *subprime* estadounidenses con la financiación obtenida mediante la emisión de valores a corto plazo.

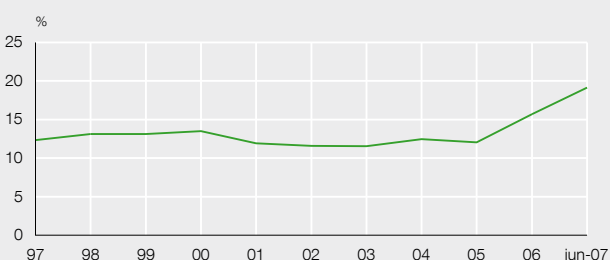
A este respecto, lo primero que hay que señalar es que las dos primeras vías de transmisión de este episodio son esencialmente irrelevantes en nuestro país, puesto que la exposición directa e indirecta de las entidades de crédito españolas al mercado *subprime* estadounidense es absolutamente marginal y no existen compromisos de financiación con vehículos estructurados que inviertan en dichos activos. Por tanto, el análisis hay que centrarlo en el tercer canal (las dificultades para obtener nueva financiación en los mercados mayoristas).

El mantenimiento durante los últimos años de tasas de crecimiento del crédito por encima del incremento de los recursos tradicionales (depósitos de la clientela) obligó a las entidades a recurrir en mayor medida a los mercados. Estas toman fondos regularmente por esta vía, tanto para refinanciar los pasivos que van venciendo como para obtener nuevos recursos con los que incrementar su activo. Ahora bien, tal como se observa en el gráfico 1, el grueso de la financiación mayorista se ha obtenido mediante valores a medio y largo plazo y la titulización, vía esta última que conlleva también prioritariamente la emisión de títulos a esos horizontes (el 95% del saldo vivo). Así, en junio de 2007 el saldo vivo de estas dos últimas modalidades suponía casi el 25% del activo, frente a menos del 10% que alcanzaba la suma de la posición neta deudora (no colateralizada) en el interbancario más los títulos a corto plazo (6% en el interbancario y 3% en pagarés y efectos). Adicionalmente, un 77% del endeudamiento en el mercado interbancario correspondía a la banca extranjera, la cual, además de representar solamente un 7% del crédito total a hogares y socieda-

**1 FINANCIACIÓN EN MERCADOS. JUNIO DE 2007 (a)**



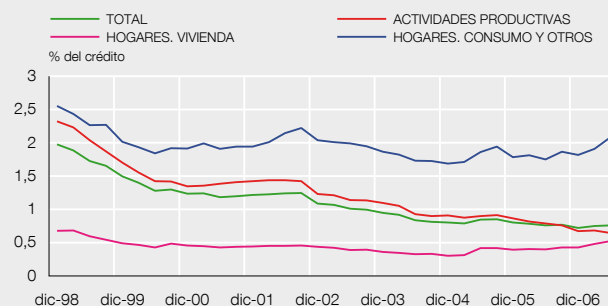
**3 RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS (a)**



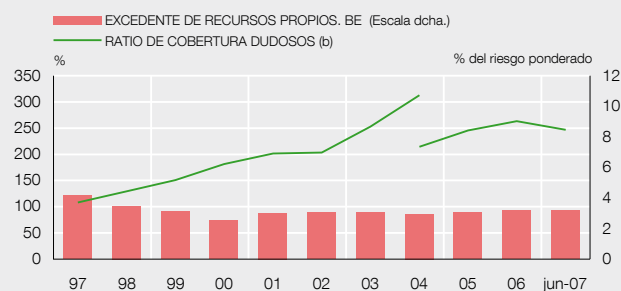
FUENTE: Banco de España.

a. Datos individuales, excepto para la solvencia, que se calcula a nivel consolidado.  
b. En junio de 2004 se produce un aumento en el volumen de dudosos y un cambio en la ratio de cobertura, debido a la introducción de la Circular contable 4/2004.

**2 ACTIVOS DUDOSOS. CRÉDITO A OSR (a) (b)**



**4 SOLVENCIA Y PROVISIONES (a)**



des, cuenta con el respaldo financiero de sus matrices. Por tanto, las necesidades de refinanciación a corto plazo para la banca nacional son relativamente pequeñas, lo que explica que se hayan visto poco afectadas por las tensiones recientes en los mercados monetarios.

En un horizonte de medio y largo plazo, la capacidad de las entidades españolas para seguir incrementando el crédito, por encima de lo que lo hacen los depósitos, vendrá determinada por las condiciones en las que estas puedan financiarse en los mercados de renta fija. La disponibilidad y el coste de estos fondos dependerán fundamentalmente del riesgo para los inversores de los títulos que emitan estas instituciones. En este sentido, cabe destacar la solidez patrimonial del sistema financiero español, caracterizada por una elevada calidad de sus activos, los altos niveles de rentabilidad y solvencia y la amplia cobertura de los créditos dudosos con las provisiones acumuladas durante los años de bonanza (véanse gráficos 2 a 4). La calidad de los activos se encuentra respaldada, además, por la inexistencia en España de un segmento de alto riesgo equiparable al estadounidense. El porcentaje de créditos hipotecarios dudosos, aunque creciente, es notablemente reducido (véase gráfico 2). Parte

de la explicación de este hecho responde seguramente a que las entidades españolas no han utilizado la titulización como una vía para desprenderse de los riesgos de crédito en balance, puesto que en su inmensa mayoría permanecen en él, sino como una fuente alternativa de financiación, circunstancia que ha evitado que se produzca un conflicto de intereses entre la institución que origina el crédito y la que en última instancia asume los riesgos.

Esta favorable posición financiera debería permitir que, una vez se supere la fase más aguda de la crisis, las entidades españolas sigan obteniendo recursos en los mercados internacionales, quizás a un coste algo más elevado que en el pasado, pero dentro de cotas asumibles desde la situación de rentabilidad actual. Por otra parte, conviene tener en cuenta que la brecha entre el crecimiento de los créditos y el de los depósitos ya venía reduciéndose desde antes del verano, como consecuencia del aumento en los tipos de interés del Eurosistema y la consiguiente reducción en la demanda de préstamos, por lo que las necesidades de apelar a los mercados para obtener fondos tienden a moderarse en comparación con los años anteriores. Los posibles riesgos radican, en todo caso, en la posibilidad de que las tensiones actuales no se resuelvan en un plazo razonable de tiempo.

No obstante, la favorable evolución del ahorro bruto, en términos acumulados de doce meses, evitó que continuara reduciéndose la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, aunque esta siguió en registros negativos. En esta misma línea, de acuerdo con las cuentas financieras, las necesidades de financiación de este sector en relación con el PIB se mantuvieron en el segundo trimestre en torno a los mismos niveles de tres meses antes, en términos acumulados anuales. Por último, la información más reciente de la riqueza neta de los hogares, correspondiente a junio, evidencia escasas variaciones en relación con su RBD, de modo que esta ratio permanece en niveles confortables.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, durante el tercer trimestre las condiciones de financiación también se hicieron más estrictas (véase gráfico 24). Así, los tipos de interés de los préstamos bancarios hasta un millón de euros se elevaron entre junio y agosto en 16 pb, mientras que los de un importe superior subieron 19 pb. Asimismo, según la EPB, las entidades fueron más exigentes en todas las condiciones aplicadas a las nuevas operaciones en relación con los tres meses precedentes, al tiempo que esperaban, al igual que en el caso de los hogares, un mayor endurecimiento de los criterios de concesión hasta final de año, como consecuencia, en parte, de las dificultades de obtención de fondos en los mercados mayoristas. Por otra parte, el incremento de las primas de riesgo hizo que, a pesar del descenso de las rentabilidades de la deuda pública, aumentara el coste de la emisión de valores de renta fija tanto a corto (23 pb) como a largo plazo (10 pb). Por el contrario, el indicador que aproxima el coste de los recursos propios descendió ligeramente, ya que las menores valoraciones bursátiles se vieron compensadas por una cierta revisión a la baja en el crecimiento de los beneficios a largo plazo esperado por los analistas.

En este contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación, la deuda de las empresas se desaceleró ligeramente, aunque siguió creciendo a un ritmo elevado, cercano al

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 6

% del PIB						
	2003	2004	2005	2006 IV TR	2007	
					I TR	II TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,6	9,5	10,1	11,7	11,3	10,3
Medios de pago	4,1	3,9	-13,0	3,2	2,2	1,8
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,3	1,2	18,8	5,9	6,8	7,2
Acciones y otras participaciones (b)	0,5	0,3	0,2	-0,9	-0,1	-0,2
Fondos de inversión	2,3	1,5	1,9	0,2	-0,5	-0,6
Reservas técnicas de seguros	1,8	1,8	1,9	1,6	1,6	1,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
<i>De jubilación</i>	0,9	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8
Resto	0,1	0,6	0,4	1,7	1,3	0,7
Operaciones financieras (pasivos)	8,5	10,1	11,5	13,3	13,0	11,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,2	10,8	12,3	13,0	12,5	11,7
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	7,0	8,7	10,2	9,9	9,3	8,9
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,2	2,1	2,2	3,1	3,1	2,7
Resto	-0,7	-0,8	-0,8	0,3	0,6	0,3
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	12,1	12,3	17,2	22,5	19,4	20,1
Medios de pago	0,9	1,0	2,0	2,2	1,7	1,2
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,3	1,5	2,4	2,7	4,3
Acciones y otras participaciones	7,4	6,4	7,2	10,3	7,8	8,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,5	3,8	3,9	6,8	4,2	5,6
Resto	2,6	4,7	6,5	7,7	7,3	5,7
Operaciones financieras (pasivos)	16,0	16,8	24,0	31,5	28,8	30,6
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,1	8,3	12,9	17,7	17,7	17,9
Préstamos exteriores	2,6	0,7	2,1	3,3	1,2	2,7
Valores de renta fija (d)	-0,2	0,0	0,3	1,8	1,2	0,8
Acciones y otras participaciones	4,9	4,2	3,4	2,1	2,2	3,3
Resto	2,5	3,6	5,4	6,7	6,5	5,9
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	15,8	16,3	21,2	24,2	21,1	20,6
Hogares e ISFLSH	19,1	20,2	20,9	19,6	18,3	16,4
Sociedades no financieras	13,4	13,2	21,4	27,9	23,3	23,9

FUENTE: Banco de España.

a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

b. Excluye los fondos de inversión.

c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

d. Incluye las emisiones de filiales financieras residentes.

e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

24%, en términos interanuales, en agosto, algo menos de medio punto porcentual por debajo de la cifra de junio. Por instrumentos, esta evolución resultó sobre todo de la moderación del crédito de las entidades residentes, que es la partida más importante.

En cuanto al desglose por actividad productiva del crédito, los datos más recientes, referidos a junio, muestran una nueva desaceleración de los recursos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción, que, no obstante, siguen siendo los sectores más expansivos, con unas tasas de variación interanual del 42% y del 24%, respectivamente. Esta moderación fue prácticamente compensada por el incremento en el ritmo de avance de los fondos capta-

dos por el resto de servicios (22%, 2 pp más que en el primer trimestre) y, sobre todo, la industria, cuyos préstamos crecieron un 20% en términos interanuales, frente al 15% observado en marzo, evolución que está en línea con el mayor dinamismo económico de esta rama.

Por su parte, el volumen de las operaciones financieras de activo de las sociedades repuntó, alcanzando, en junio de 2007, un importe superior al 20% del PIB, en términos acumulados de doce meses (0,7 pp más que en el trimestre anterior). Por instrumentos, el grueso de las adquisiciones se dirigió a acciones y otras participaciones, aunque siguió aumentando la importancia relativa de la partida de depósitos y valores de renta fija (véase cuadro 6).

De acuerdo con las cuentas financieras, durante el segundo trimestre los pasivos de las sociedades continuaron avanzando más deprisa que los activos financieros, por lo que siguieron aumentando las necesidades de financiación de este sector, hasta situarse en el 10,5% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). Esta evolución, junto con el repunte de las adquisiciones financieras en el resto del mundo, hizo que la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, creciera en mayor medida.

El elevado ritmo de expansión de la financiación ajena de las sociedades durante el segundo trimestre llevó a un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector en relación con los resultados generados (véase gráfico 26). Este desarrollo, junto con el incremento del coste de los fondos, hizo que los pagos por intereses volvieran a crecer<sup>2</sup>. El ascenso de los gastos financieros frenó el avance de las rentas del sector, lo que se tradujo en un ligero descenso de la rentabilidad del capital.

La información más reciente de la muestra de empresas colaboradoras con la CBT, entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia también un ascenso en las ratios de endeudamiento y de carga financiera durante el segundo trimestre. Sin embargo, el impacto de estos desarrollos sobre los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y la inversión se vio compensado por la mejoría de la rentabilidad de los recursos propios de estas compañías, de modo que estos se mantuvieron en torno a los niveles de marzo. Por ramas de actividad, destaca especialmente la evolución de los beneficios del sector industrial, que se reflejaron en una recuperación notable de su rentabilidad y evitaron que aumentara su ratio de endeudamiento, a pesar del dinamismo de los fondos ajenos.

Por último, durante el tercer trimestre los analistas revisaron al alza sus expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas durante los próximos doce meses y a la baja las correspondientes a horizontes de largo plazo, si bien en este último caso el ritmo de avance continúa en niveles superiores al 8% (véase gráfico 27).

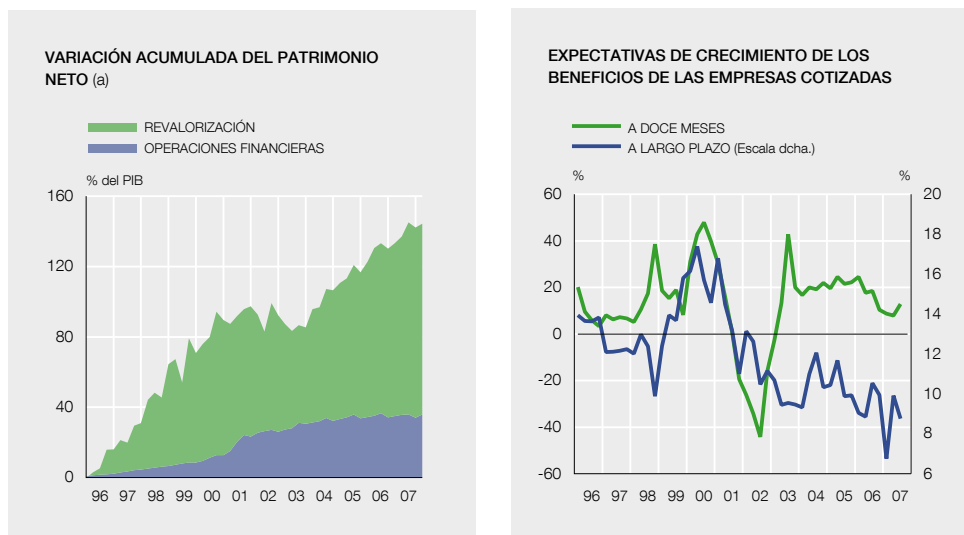
#### **5.4 Las Administraciones Públicas**

La capacidad de financiación de las AAPP se situó en junio, en términos acumulados de doce meses, en el 2,3% del PIB, dos décimas por encima de la registrada en el primer trimestre del año (véase gráfico 28). Por instrumentos, se produjo un aumento del saldo de depósitos netos de crédito, una amortización neta de valores a corto plazo y una emisión neta de títulos a medio y largo plazo. Por otra parte, la disminución de la ratio de endeudamiento determinó que, a pesar de la subida del coste de los fondos, los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran en el 1,6%.

---

2. Se ha revisado la estimación de los pagos por intereses de las sociedades. La nueva serie presenta un nivel inferior, aunque con un perfil similar al anterior.





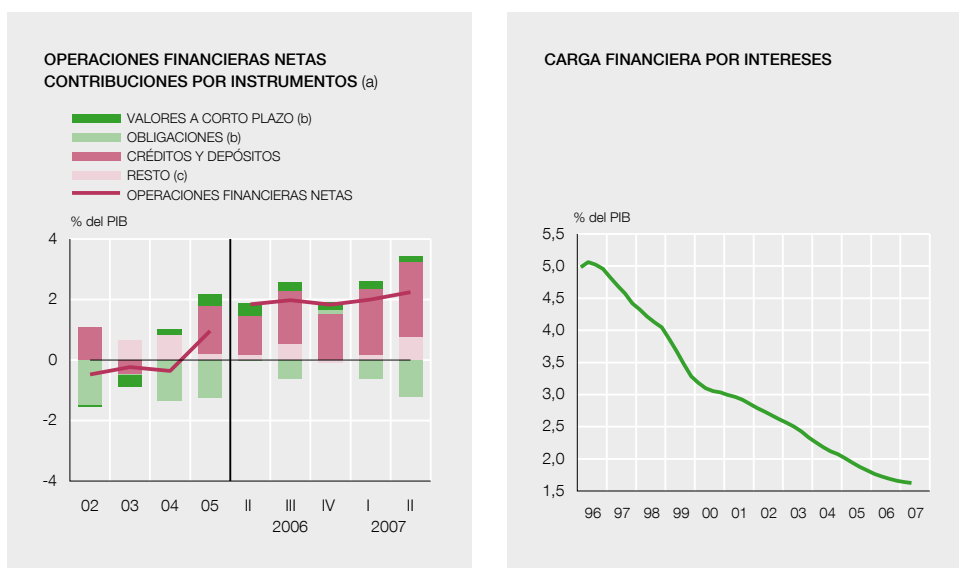
FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

### Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28



FUENTE: Banco de España.

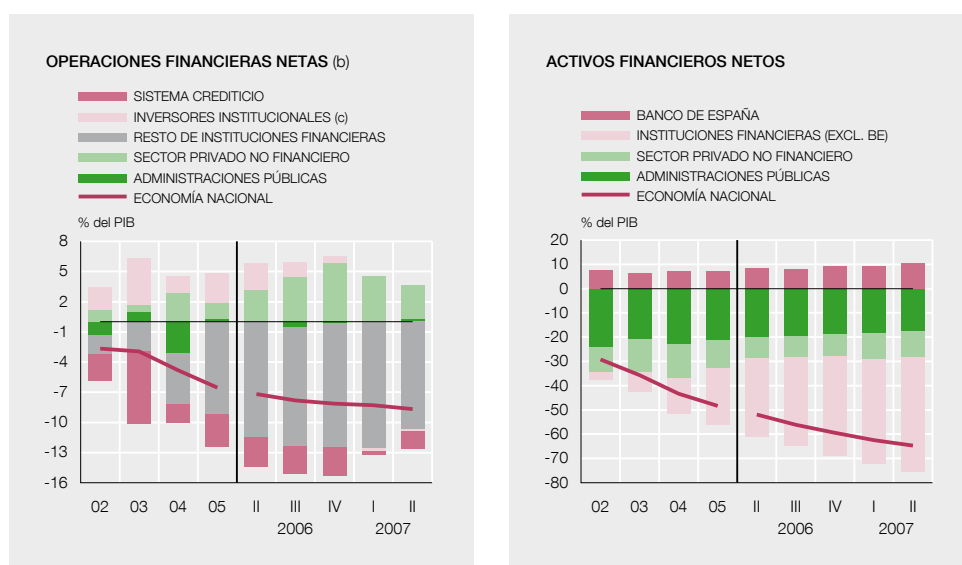
a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

b. Solo recoge operaciones de pasivo.

c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el segundo trimestre de 2007, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó elevándose, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 8,7% del PIB, frente al 8,3% observado en marzo. Por sectores, las sociedades incrementaron sus necesidades de financiación en torno a un punto porcentual del PIB, las de los hogares no mostraron cambios significativos, y tanto las AAPP como las instituciones financieras aumentaron su superávit, aunque no pudieron compensar completamente el mayor déficit de las empresas.



FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.  
b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.  
c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

Las instituciones financieras han seguido canalizando el grueso de los fondos procedentes del exterior y, en particular, las distintas de las entidades de crédito (los fondos de titulización y las filiales de empresas financieras y no financieras especializadas en la emisión de valores), aunque, en relación con los trimestres precedentes, se redujo el peso relativo de los recursos obtenidos por estas últimas en favor del sistema crediticio. En conjunto, los nuevos pasivos netos captados por este sector supusieron el 15,2% del PIB, 0,2 pp más que en marzo de 2007 (véase gráfico 29).

Por su parte, las entradas de capital crecieron en el segundo trimestre, situándose en el 25,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 7). El grueso de estos fondos continuó materializándose en valores distintos de acciones, de modo que estos títulos y, en concreto, los emitidos por las instituciones financieras se mantuvieron como la principal vía por la que se canaliza el ahorro del exterior necesario para cubrir las necesidades de recursos de nuestra economía, si bien la cuantía se redujo con respecto a marzo en 2,1 pp del PIB. Por el contrario, aumentaron las inversiones de los no residentes en préstamos y adquisiciones de acciones y participaciones, evolución esta última que está, en parte, ligada al repunte de la inversión directa del exterior en España. Asimismo, se elevó la financiación captada a través del mercado interbancario, aunque, en términos netos, estos flujos continuaron presentando un signo acreedor.

La adquisición de activos exteriores también creció, y supuso el 16,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 3 pp más que en marzo. Por instrumentos, se produjeron aumentos tanto en las compras netas de valores de renta fija como de acciones y participaciones. Esta última evolución estuvo ligada a la recuperación de la inversión directa en el resto del mundo, que alcanzó el 5,8% del PIB, 1 pp por encima del trimestre anterior.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, continuó aumentando el valor de pasivos netos acumu-

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 7

% del PIB						
	2003	2004	2005	2006 IV TR	2007	
					I TR	II TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,9	-4,8	-6,5	-8,1	-8,3	-8,7
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,1	13,3	18,4	16,4	13,7	16,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	0,7	3,2	2,2	5,5	7,3	6,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,5	0,7	3,1	3,4	6,1	4,7
Valores distintos de acciones	6,5	1,8	8,8	-1,2	-1,0	2,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	1,0	6,6	-2,0	-1,5	1,4
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,5	0,3	2,2	0,7	0,5	0,3
Acciones y otras participaciones	4,7	6,8	5,1	9,2	5,9	7,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,5	3,8	3,9	6,8	4,2	5,6
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,1	0,8	0,9	1,2	0,2	0,5
Préstamos	0,3	0,8	1,1	2,1	0,9	0,3
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	16,0	18,1	24,9	24,5	22,0	25,4
Depósitos	6,9	1,7	5,6	0,3	0,4	3,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,3	5,0	7,2	0,6	0,4	4,1
Valores distintos de acciones	5,3	12,4	15,8	21,3	20,4	18,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,0	2,7	0,2	1,3	1,0	0,6
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	4,6	6,3	7,7	6,8	7,0
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	2,8	5,1	9,3	12,3	12,6	10,6
Acciones y otras participaciones	1,1	2,7	0,9	-0,7	-0,3	0,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,3	1,7	1,0	-1,1	-0,2	0,6
Préstamos	2,8	1,3	2,3	3,5	1,4	3,0
Otros neto (c)	-0,9	-0,6	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	3,2	5,8	3,7	7,3	4,8	5,8
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,4	2,2	1,6	1,6	2,1

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

lados frente al resto del mundo (véase gráfico 29). Por sectores, este desarrollo fue, fundamentalmente, consecuencia del incremento en el saldo deudor de las instituciones financieras (excluido el Banco de España), que supera el 47% del PIB, agentes que han venido desempeñando un papel central en la canalización del ahorro foráneo hacia nuestra economía.

26.10.2007.