

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral¹, el crecimiento interanual del PIB real de la economía española se situó en el 4% en el segundo trimestre de 2007, una décima menos que en el trimestre previo —un 0,9%, en términos de su tasa intertrimestral—. Esta ligera moderación del PIB en el segundo trimestre fue el resultado de un comportamiento algo más contenido de la demanda nacional, cuyo crecimiento interanual se redujo en una décima, y se situó en el 4,6%, puesto que el sector exterior mantuvo estable su aportación negativa a la expansión del producto en -0,9 puntos porcentuales (pp). Por el lado del gasto interno, se observó una ligera ralentización en el consumo privado, en el consumo público y, de forma algo más intensa, en la inversión en construcción, cuya tasa interanual se redujo en seis décimas, hasta el 4,6%. La inversión en bienes de equipo se desaceleró ligeramente, aunque continuó mostrando una tasa de crecimiento muy elevada (13%), mientras que la inversión en otros productos se recuperó significativamente en el segundo trimestre. En el ámbito del comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios experimentaron un mayor dinamismo, si bien el crecimiento de estas últimas siguió siendo superior al de las ventas al exterior (6,7%, frente al 4,8%). Desde la óptica del valor añadido, la industria, la construcción y los servicios de mercado atenuaron sus ritmos de crecimiento, mientras que la rama energética y la de servicios no de mercado mostraron una cierta aceleración. Finalmente, el empleo siguió creciendo intensamente en el segundo trimestre, a un ritmo interanual del 3,2%, de forma que la productividad aparente del trabajo mantuvo un crecimiento del 0,8%.

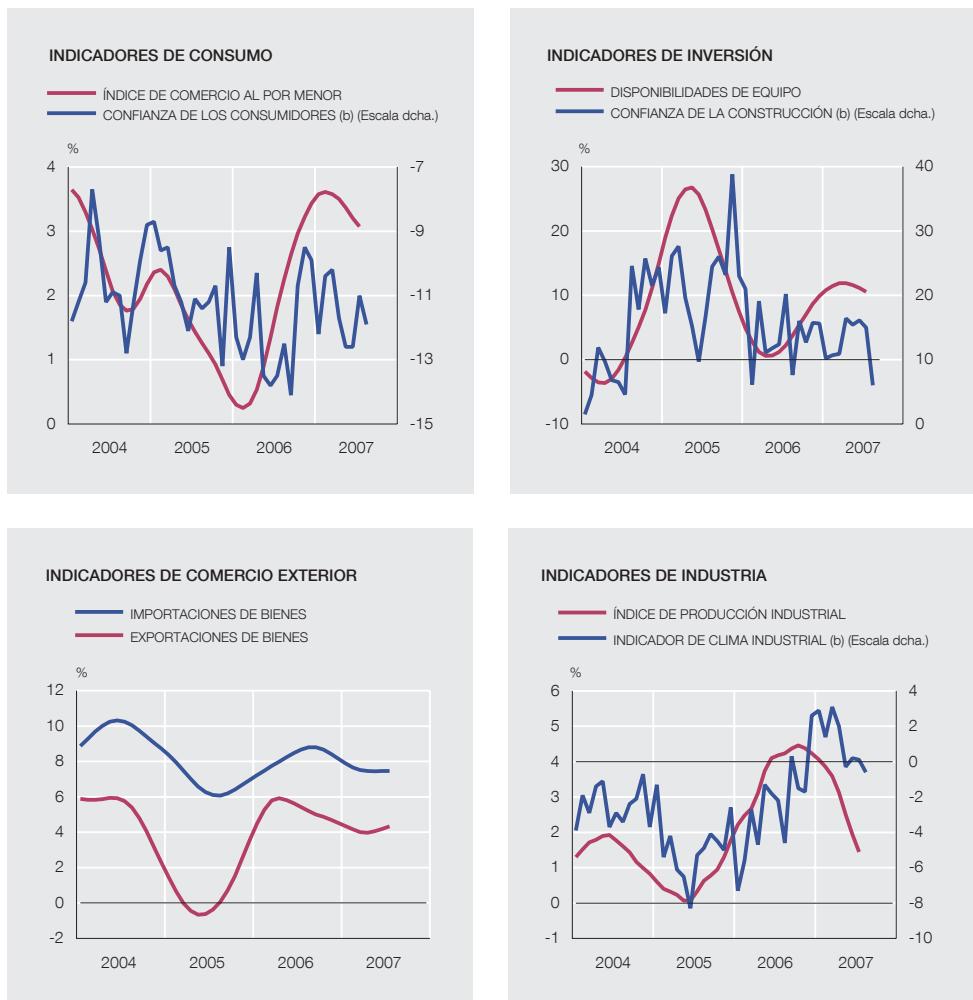
Junto con la publicación de los datos relativos al segundo trimestre, el INE revisó las estimaciones de las series de Contabilidad Nacional (base 2000) para el período 2003-2006. El crecimiento del PIB real se revisó una décima al alza para los años 2003, 2004 y 2005, mientras que en 2006 la estimación ha permanecido sin cambios, si bien la demanda externa presenta ahora una contribución más negativa, que se ve compensada por una mayor aportación de la demanda nacional a la expansión del producto.

Existen aún pocos indicadores que recojan la evolución de la economía española, así como de la economía internacional, tras los episodios de turbulencias financieras que surgieron en los mercados financieros internacionales en agosto, y que en cierta medida continúan presentes en la fecha de cierre de este informe, por lo que las perspectivas que pueden describirse en estos momentos están rodeadas de mayor incertidumbre de lo que es habitual. No obstante, la información referida al tercer trimestre del año sobre la economía española, aunque todavía muy parcial, apunta a que se mantendría la tendencia hacia una leve moderación de la actividad ya observada el trimestre anterior. Entre la información más reciente referida al consumo privado, los indicadores disponibles presentan, en general, un tono menos dinámico, aunque no se aprecian cambios significativos respecto al segundo trimestre del año. Así, el indicador de confianza de los consumidores y el relativo al comercio al por menor mantuvieron en julio y agosto un nivel similar al del segundo trimestre (véase gráfico 1). El índice de comercio al por menor en términos reales se desaceleró en el mes de julio hasta una tasa del 3,3%, aunque también mantiene un crecimiento en línea con el del segundo trimestre, basado en el comportamiento más expansivo de las ventas de bienes no alimenticios. Por último, las matriculaciones de automóviles descendieron en los meses de julio y agosto a un ritmo interanual en torno al 3% en términos desestacionalizados, algo más pronunciado que la caída observada en el segundo trimestre del año.

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

INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 1

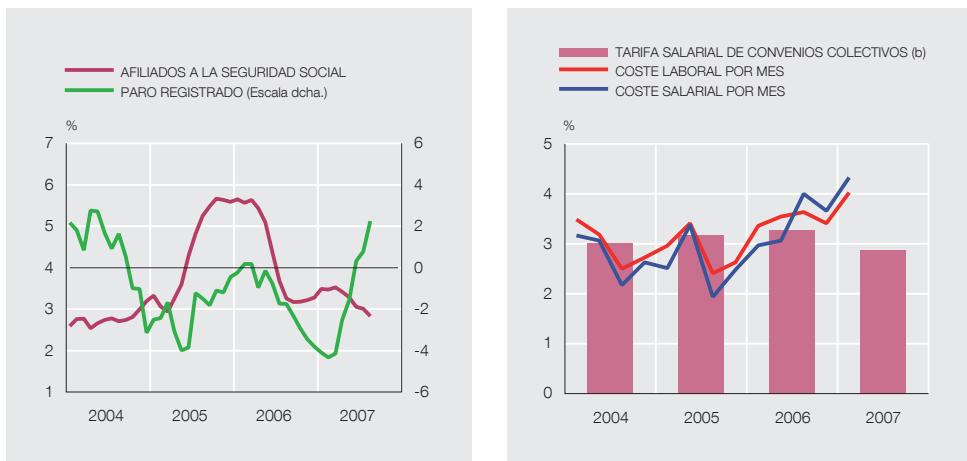


FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

- a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
- b. Nivel de la serie original.

Los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo ponen de relieve la fortaleza de este componente de la demanda, aunque probablemente esté experimentando un crecimiento algo inferior al de los primeros meses del año. Por una parte, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial volvió a aumentar al inicio del tercer trimestre y el indicador del clima en el sector productor de esos bienes presentó en los meses de julio y agosto registros elevados. Por otra, el indicador de disponibilidades —aunque solo con información parcial hasta julio— presentó una ligera desaceleración, pero manteniendo elevadas tasas de crecimiento.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles apuntan, en general, hacia la continuación de la moderación de esta variable en el tercer trimestre. El indicador de confianza calculado en promedio de julio y agosto retrocedió respecto al segundo trimestre. Asimismo, entre los indicadores de consumos intermedios, la producción interior de materiales de construcción prolongó en julio el modesto ritmo de crecimiento del segundo trimestre, mientras que el consumo aparente de cemento cayó en agosto. Los indicadores de empleo en la construcción señalan también una desaceleración de la actividad del sector. El número de trabajadores de esta rama afiliados al régimen general de la Seguridad Social apenas au-



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

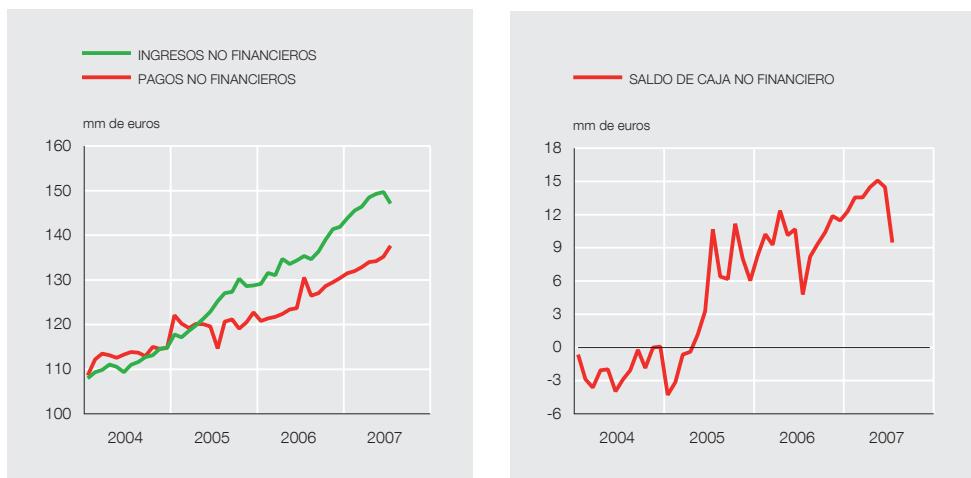
- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta agosto de 2007.

mentó en agosto, en términos de su tasa interanual, en contraste con el incremento del 4,4% observado durante el segundo trimestre. Por su parte, el número de parados registrados en construcción intensificó en julio y agosto su ritmo de aumento interanual, frente a las reducciones del número de parados registradas hasta el mes de abril. En cuanto a los indicadores de carácter adelantado, el alto número de visados de viviendas aprobados el pasado año permitiría anticipar que la edificación residencial crecería a un buen ritmo en 2007, aunque la moderación observada en la demanda residencial podría ralentizar la ejecución de algunos proyectos. Respecto a otras construcciones, la licitación oficial de obra civil creció en el período enero-mayo a un ritmo inferior al observado en el último trimestre del año 2006, si bien, como en el caso de la vivienda, la elevada licitación del año anterior supondría el mantenimiento de un cierto dinamismo de este componente de la inversión en 2007.

De acuerdo con los datos de Aduanas, tanto las exportaciones reales de bienes como las importaciones crecieron en julio muy por encima de la media del segundo trimestre, lo que es debido, en parte, a un efecto de base, pues en julio de 2006 los intercambios comerciales fueron singularmente bajos. En julio, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 10,6% en tasa interanual, frente al avance medio del 2,8% registrado en el segundo trimestre. Por tipos de bienes, el mayor incremento correspondió en julio a las ventas de bienes de consumo no alimenticio, con un 18%. También se expandieron a un ritmo notable las ventas de bienes intermedios, tanto energéticos (15,5%) como no energéticos (12%). Las ventas de bienes de consumo alimenticio siguieron mostrando tasas más modestas (2,2% en julio), aunque algo más altas que las observadas en el segundo trimestre. Por último, las ventas de bienes de equipo descendieron un 5,8%, de forma que, a pesar de la recuperación del segundo trimestre, acumulan una disminución del 1% en los siete primeros meses del año. Por áreas geográficas, la recuperación de julio fue bastante generalizada, con tasas superiores al 10% en las ventas tanto a la UE como al resto del mundo. Por otra parte, las importaciones reales de bienes crecieron un 13,4% en julio, 6 pp por encima del aumento medio del segundo trimestre. Por productos, se produjo una importante ralentización de las compras reales de bienes de equipo, que solo avanzaron un 0,6%, mientras que se aceleraron las compras de bienes de consumo, con una tasa de crecimiento del 18,2% en el caso del consumo alimenticio y del 14,2% en el resto del consumo. Por último, las importaciones de bienes intermedios se expandieron en julio a una tasa interanual del 14,8%. El déficit comercial en térmi-

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

GRÁFICO 3



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

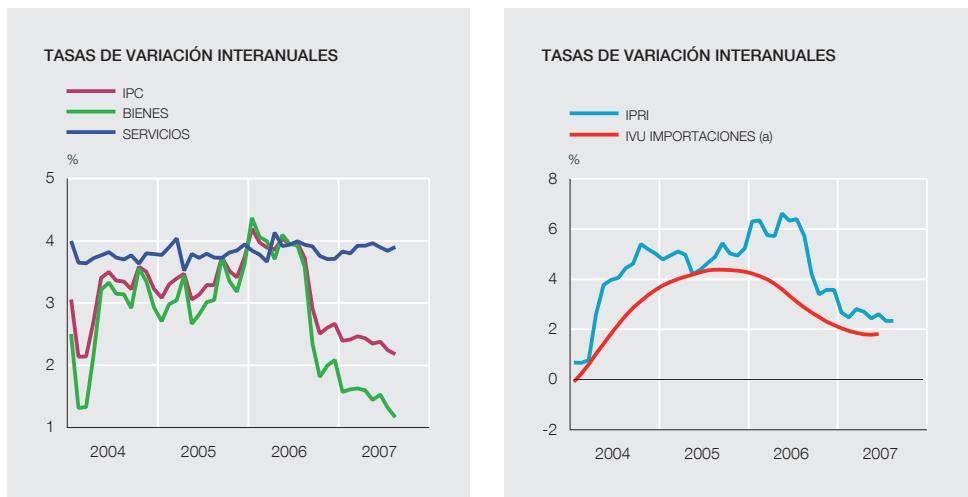
a. Último dato: agosto de 2007.

nos nominales se incrementó un 20,7% en julio, frente al aumento del 8,2% del segundo trimestre.

Respecto al turismo, los principales indicadores reales mostraron en julio una cierta mejora en relación con los datos del segundo trimestre. Así, el número de turistas extranjeros entrados por fronteras aumentó en el promedio de julio y agosto un 2,4%, frente al estancamiento registrado en el período abril-junio, mientras que el número de pernoctaciones de extranjeros en hoteles se recuperó en los meses de verano, con una tasa interanual de crecimiento del 1,8%. Esta evolución resulta coherente con lo señalado por los datos de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), que estima un aumento del 3,5% en el gasto nominal de los turistas en julio, frente al avance del 1,5% del segundo trimestre. El gasto medio por turista registró en julio un ligero repunte, hasta el 1,7%, combinando un incremento del gasto medio diario con un descenso de la estancia media de los turistas en nuestro país.

Los datos de la Balanza de Pagos para los seis primeros meses del año mostraron un aumento de la necesidad de financiación de la economía, que en términos acumulados supuso en el primer semestre 48.046 millones de euros, un 22% superior a la contabilizada en igual período del año anterior. El déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en ese mismo período ascendió a 50.203 millones de euros, frente a 41.267 millones en el primer semestre de 2006. El aumento del déficit por cuenta corriente se debió principalmente al incremento del déficit de la balanza de rentas, mientras que una cuarta parte se explica por el incremento del saldo negativo de la balanza comercial y un 15% por el mayor déficit de la balanza de transferencias corrientes. El superávit de servicios se mantuvo prácticamente estable, pues el mayor superávit de turismo y viajes se compensó con la ampliación del déficit de los otros servicios. Por su parte, la cuenta de capital registró un superávit de 2.156 millones de euros en los seis primeros meses del año, un 11% más que en el mismo período de 2006, debido a la ampliación de los ingresos de las AAPP en concepto de transferencias de capital procedentes de la UE.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial prolongó en julio la trayectoria de moderación que venía mostrando en los últimos meses. Su crecimiento interanual fue del 1,3%, una vez corregida la serie del efecto calendario, frente al crecimiento del 2,5% registra-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

do en el segundo trimestre. El resto de la información coyuntural correspondiente a la industria resulta coincidente con ese dinamismo más atenuado en la industria. El indicador de clima industrial señala una disminución para los meses de julio y agosto en la confianza de los empresarios, y el índice de directores de compras mostró un cierto empeoramiento en esos mismos meses. Por su parte, el indicador de confianza del sector retrocedió en agosto, tras mantenerse estable durante tres meses consecutivos. Los indicadores de empleo en el sector señalan, asimismo, una ligera moderación. Así, los afiliados a la Seguridad Social presentaron una suave desaceleración en julio y agosto, aunque su ritmo de crecimiento se sitúa en torno al 2,5%, y el paro registrado continuó reduciéndose, si bien a un ritmo menor que el del trimestre previo (-2,8%).

En el caso de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible refleja, como tónica general, una cierta moderación, si bien hay señales algo contrapuestas. Comenzando por los indicadores de opinión, el indicador de confianza de servicios se mantuvo en julio y agosto en valores similares a los del segundo trimestre, mientras que el índice de directores de compras del sector registró una disminución apreciable en agosto, que le llevó al nivel mínimo desde enero de 2006. Las afiliaciones del sector a la Seguridad Social continuaron desacelerándose de forma suave en julio y agosto, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 2,7% en el último mes, y el paro registrado repuntó en los mismos meses. Por último, el indicador de actividad de este sector experimentó en julio un ritmo de crecimiento del 3,1% en términos reales, algo superior al del segundo trimestre.

El empleo, según la CNTR, creció un 3,2% en el segundo trimestre, una décima menos que en el trimestre anterior, con lo que la productividad aparente del trabajo mantuvo una tasa de variación del 0,8%. Los indicadores más recientes apuntan a que en el tercer trimestre se estarían produciendo avances más moderados en la creación de empleo. En particular, el número de afiliados a la Seguridad Social creció en julio y agosto a un ritmo interanual en torno al 2,7%, seis décimas por debajo de la tasa del segundo trimestre, y en términos de medias mensuales, que, en general, son menos volátiles, las afiliaciones avanzaron a una tasa del 2,8% en agosto. Respecto al desempleo, el número de parados registrados mostró en agosto un ritmo de avance positivo (2,2% en términos interanuales), lo que contrasta con las tasas negativas que se habían venido observando hasta el pasado mes de mayo (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta agosto de 2007 un superávit de 12.342 millones de euros (1,2% del PIB), frente al superávit de 10.095 millones de euros (1% del PIB) registrado hasta agosto de 2006. Los recursos no financieros experimentaron un ritmo de crecimiento del 10,6% respecto al mismo período del año anterior, siendo el crecimiento de los empleos no financieros de un 9,2%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta agosto de 2007 se saldó con un superávit de 7.228 millones de euros, frente al superávit de 4.578 millones registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Siguiendo con la ejecución en términos de caja, el ritmo de crecimiento de los ingresos repuntó notablemente a lo largo del mes, mientras que los pagos se desaceleraron levemente. Así, los ingresos mostraron un crecimiento del 12,1%, frente al 6,6% acumulado hasta julio, debido principalmente a la aceleración que se produjo en los impuestos directos, en tanto que los indirectos se contrajeron como consecuencia del adelanto de las devoluciones del IVA. Por su parte, los pagos registraron una tasa de avance del 9,6%, similar a la del mes anterior.

Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral del Coste Laboral (ETCL), el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,9% interanual en el segundo trimestre de 2007, una décima menos que en el trimestre anterior. El coste salarial aumentó un 3,8%, cinco décimas menos que en el primer trimestre, de modo que el repunte del coste laboral se debió a la evolución de los otros costes, que se aceleraron hasta el 4%. Por su parte, la remuneración por asalariado en la CNTR registró un avance del 2,9% en el segundo trimestre de 2007, una décima más que en el trimestre precedente, contrastando por tanto con la información de la ETCL, si bien el perfil de la remuneración por sectores que proporcionan ambas fuentes de información es similar, salvo en el caso de los servicios de mercado. En cuanto a la negociación colectiva, los datos más recientes sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de agosto, que afectan a 6,4 millones de trabajadores, en el 2,87%, cuatro décimas por debajo del incremento con que se cerró el año 2006, antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Por ramas, los incrementos medios pactados van desde un 2,81% en los servicios, hasta un 3,95% en la construcción, si bien el número de trabajadores afectados por los convenios firmados en esta última rama todavía no es representativo. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 —que repercute en el salario cobrado en 2007— se mantiene en 0,3 pp, muy por debajo de los 0,9 pp estimados para el ejercicio precedente.

Las estimaciones de la CNTR muestran que en el segundo trimestre de 2007 el deflactor del PIB volvió a aminorar su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 3,2%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Análogamente, el deflactor del consumo privado recortó dos décimas su ritmo de avance interanual, hasta el 2,5%. En cuanto a los precios de consumo, en agosto el IPC aumentó un 0,1% respecto al mes anterior, de manera que su tasa interanual permaneció en el 2,2%, la menor tasa interanual desde marzo de 2004 (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registró un incremento del 0,2% en términos intermensuales, aumentando una décima su tasa interanual, hasta el 2,5%, cifra en torno a la cual se ha venido situando en los últimos seis meses. Dentro de los componentes del IPSEBENE, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron su tasa de crecimiento interanual, hasta el 0,5%. Por su parte, los precios de los servicios se aceleraron una décima y situaron su tasa de crecimiento interanual en el 3,9%, mientras que el componente de alimentos elaborados se aceleró seis décimas, hasta el 2,8%, influido por efectos de base de los acusados descensos de los precios del aceite de un año antes. Finalmente, los dos elementos más volátiles del IPC tuvieron un comportamiento favorable: por un lado, los precios de los alimentos no elaborados prosiguieron la desaceleración de los últimos meses y experimentaron una tasa de crecimiento interanual del 4% en agosto, mientras que los precios energéticos acentuaron su ritmo de caída, hasta situar su tasa inter-

anual en el -2,2%. El índice armonizado (IAPC) también creció en agosto un 2,2% en tasa interanual, una décima menos que en julio, disminución que experimentó, asimismo, el IAPC de la UEM, de modo que el diferencial con la UEM se mantuvo en 0,5 pp.

En agosto, el índice general de precios industriales (IPRI) mantuvo estable su ritmo de crecimiento interanual en el 2,3%, tres décimas por debajo del crecimiento medio del segundo trimestre. Los principales componentes reflejaron un comportamiento similar al del mes de julio. Los precios de producción de los bienes de equipo y los de los bienes intermedios mantuvieron sus tasas de crecimiento en el 3,1% y en el 5,4%, respectivamente. Por su parte, los precios de producción de la energía agudizaron su descenso hasta una tasa interanual del -2,8%. Por último, los precios de producción de los bienes de consumo repuntaron hasta el 2,3%, debido al incremento de los precios correspondientes a los bienes de consumo no duradero.

Los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), aumentaron en julio a un ritmo interanual del 1,8%, frente a la ligera caída que habían experimentado el segundo trimestre. Los precios de los bienes intermedios energéticos y los de los bienes de consumo alimenticio siguieron descendiendo en dicho mes, con tasas de variación en torno al -4% en ambos casos, respectivamente. Por el contrario, los precios de las importaciones de bienes de equipo abandonaron su trayectoria descendente y crecieron un 2,7%. Por su parte, los precios de las importaciones de bienes intermedios no energéticos presentaron una tasa de crecimiento en torno al 5%, mientras que los correspondientes a las compras de bienes de consumo no alimenticio aumentaron un 1,3%, levemente por encima de la tasa del segundo trimestre. Los correspondientes precios de exportación suavizaron su ritmo de avance en julio hasta el 1,9%, frente al incremento medio del 3,3% en el segundo trimestre, pero siguen reflejando un comportamiento más expansivo que los de importación. En el caso de las exportaciones, los precios de los bienes de consumo y de los bienes de equipo crecieron a un ritmo muy moderado, mientras que los correspondientes a los bienes intermedios continuaron registrando las tasas más elevadas.

Evolución económica y financiera en la UEM

Desde la segunda semana de agosto, y hasta la fecha de cierre de este informe, los mercados financieros internacionales están atravesando un período de turbulencias y cambio en la valoración del riesgo. En su origen están las pérdidas por morosidad que comenzaron a aflorar, a finales de la pasada primavera, en el segmento de crédito hipotecario de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos. Dichas pérdidas han afectado a la valoración de productos financieros derivados y estructurados complejos, constituidos en parte con titulizaciones de préstamos hipotecarios *subprime*. La distribución de estos productos entre agentes financieros de muchos países —desarrollados, en mayor medida— ha dispersado el riesgo asociado a los activos subyacentes de un modo poco transparente, generando notables incertidumbres sobre quiénes son los depositarios últimos de las pérdidas del mercado *subprime*. Naturalmente, las dificultades para la valoración de los productos estructurados han dificultado también su refinanciación en el mercado, llevando a la activación de líneas de crédito bancarias, disponibles en algunos casos como mecanismo subsidiario de financiación. En este contexto, la demanda de liquidez en los mercados monetarios ha aumentado fuertemente y se han generado tensiones en los mercados interbancarios a ambos lados del Atlántico. Algunos segmentos del mercado bursátil, como el sector financiero y el de la construcción, han sufrido correcciones, y se han producido aumentos en los diferenciales de crédito para los bonos de peor calificación crediticia.

Frente a estos acontecimientos, los principales bancos centrales han incrementado el suministro de liquidez. Además, la Reserva Federal redujo en 50 puntos básicos (pb) el tipo de interés de los fondos federales el 19 de septiembre, tras haberlo mantenido inalterado desde

junio de 2006. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció inicialmente, reflejo de su carácter de moneda refugio, para depreciarse luego significativamente, traspasando la cota de 1,40 unidades por euro. De igual manera, como consecuencia del súbito cierre de posiciones de *carry trade*, el yen registró una fuerte apreciación inicial, que posteriormente se revirtió en parte. Los mercados emergentes han mostrado una notable resistencia ante las turbulencias. El precio del petróleo ha registrado un fuerte aumento, alcanzando un nuevo máximo histórico, por encima de los 80 dólares por barril de crudo Brent, debido a la evolución de las existencias y a factores climatológicos. También los precios de otras materias primas, como los metales y los alimentos, se han incrementado y la cotización del oro ha llegado a niveles cercanos al máximo de mayo de 2006.

En Estados Unidos, la segunda estimación del PIB del segundo trimestre aumentó en seis décimas el crecimiento trimestral anualizado, hasta el 4%, por la revisión al alza de la inversión no residencial y la mayor aportación del sector exterior. Sin embargo, los indicadores disponibles para el tercer trimestre —como las ventas al por menor o los datos del mercado laboral, con una pérdida de 4.000 empleos en agosto— apuntarían hacia una ralentización del consumo privado y una desaceleración de la actividad. Los indicadores del mercado de la vivienda mantienen un tono negativo, con descensos en los permisos de construcción y en el número de viviendas iniciadas, y retrocesos en la confianza de los constructores, que ha igualado el mínimo histórico de 1991. Asimismo, continúa la desaceleración del principal índice de precio de la vivienda (OFHEO), con una aumento interanual del 3,2% en el segundo trimestre. En el lado positivo, los índices de gestores de compras (ISM) se mantienen por encima de 50 y la producción industrial se ha expandido ligeramente hasta agosto. El deflactor del gasto de consumo personal (PCE) se desaceleró dos décimas en julio, hasta el 2,1% interanual, y el IPC ha pasado del 2,4% en julio, al 2% en agosto. Sin embargo, los costes laborales unitarios crecieron en el segundo trimestre a un ritmo relativamente elevado.

En Japón, la revisión del PIB del segundo trimestre recortó el crecimiento trimestral anualizado en 1,5 puntos porcentuales, hasta el -1,2%, frente al 3% del trimestre previo. Este recorte vino explicado por la revisión de la inversión en maquinaria, desde un 4,9% a un -4,8%. Tanto los indicadores de consumo como la producción industrial de julio tuvieron un tono negativo, pero hay que destacar también el notable repunte de los pedidos de maquinaria y la favorable evolución del mercado laboral en julio, así como la recuperación del índice de gestores de compras de manufacturas (PMI) de agosto. En cuanto a la inflación, el IPC subyacente se mantuvo en el -0,1% interanual en julio, por cuarto mes consecutivo, en tanto que el índice general disminuyó dos décimas, hasta el 0%. Coinciendo con el episodio de turbulencia financiera global, el Banco de Japón decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,5% en sus reuniones de agosto y septiembre, posponiéndose de esta forma el alza que los mercados habían descontado hace algunas semanas.

En el Reino Unido, el PIB del segundo trimestre creció un 3% interanual, al igual que en el trimestre anterior. Los escasos indicadores de agosto señalan una fortaleza sustancial del crecimiento, tanto de la demanda como de la oferta. En agosto, el IPC se desaceleró hasta el 1,8% interanual y el Banco de Inglaterra mantuvo por decisión unánime los tipos de interés en el 5,75% en su reunión de septiembre. En los nuevos miembros de la UE, el crecimiento del PIB se redujo ligeramente en el segundo trimestre de 2007, con una tasa promedio del 6% interanual. Cabe destacar la acusada desaceleración de Hungría, como consecuencia del programa de ajuste fiscal, mientras que los países bálticos y Eslovaquia mantuvieron un gran dinamismo, así como, en menor medida, Polonia y la República Checa. La expansión se suscitó en la fortaleza de la demanda interna, salvo en Hungría, y en algunos países, como Eslovaquia, en una mejora de la demanda exterior neta. En julio, la inflación experimentó una

		2007					
		ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	2,9	2,7	2,3	3,7		
	Comercio al por menor (b)	1,6	-0,1	1,0	0,5		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	-5,8	-0,8	0,7	0,8	0,7	
	Indicador de confianza de los consumidores	-4,0	-1,0	-2,0	-2,0	-3,0	
	Indicador de clima industrial	7,0	6,0	6,0	5,0	5,0	
	IAPC (b)	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	10,3	10,6	10,9	11,7		
	M1	6,0	5,9	6,1	6,9		
	Crédito a los sectores residentes	7,6	8,3	8,6	8,7		
	AAPP	-5,6	-3,1	-3,6	-3,7		
	Otros sectores residentes	10,8	11,1	11,5	11,6		
	<i>De los cuales:</i>						
	— Préstamos a hogares	7,6	7,4	7,2	7,0		
	— Préstamos a sociedades no financieras	12,4	12,8	13,3	13,6		
	EONIA	3,82	3,79	3,96	4,06	4,05	3,97
	EURIBOR a tres meses	3,98	4,07	4,15	4,22	4,54	4,74
	EURIBOR a un año	4,25	4,37	4,51	4,56	4,67	4,73
	Rendimiento bonos a diez años	4,25	4,37	4,66	4,63	4,43	4,32
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,50	0,42	0,51	0,44	0,31	0,19
	Tipo de cambio dólar/euro	1,352	1,351	1,342	1,372	1,362	1,378
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	7,8	11,0	9,9	5,7	4,7	6,0

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

a. Media del mes hasta el día 19 de septiembre de 2007.

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

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

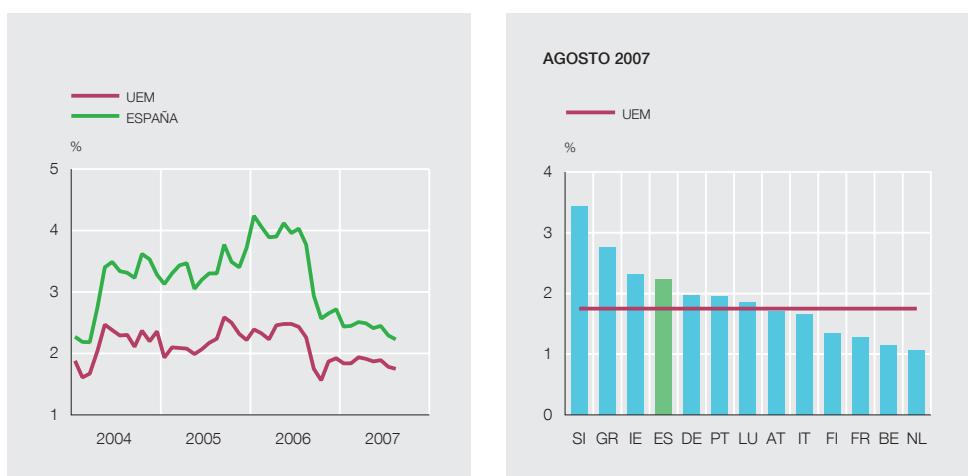
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 19 de septiembre de 2007.

tendencia al alza, aunque con alguna excepción. En este contexto, Polonia y la República Checa elevaron sus tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4,75% y el 3,25%, respectivamente. Por último, se mantuvo la estabilidad dentro del ERM II, si bien la corona eslovaca sigue cotizando un 5% por encima de la paridad central.

En China, la actividad económica siguió mostrando un fuerte dinamismo en agosto. La producción industrial continuó creciendo a tasas alrededor del 18% interanual, y las ventas al por menor y la inversión en activos fijos se aceleraron. En julio y agosto, el superávit comercial mantuvo niveles próximos al récord histórico de junio, a pesar de la paulatina —aunque muy limitada— apreciación del *renminbi* respecto al dólar. El incremento del precio de los alimentos situó la inflación en el 6,5% interanual en agosto, el máximo de los últimos once años, si bien no se registraron incrementos significativos en la inflación subyacente. En un contexto de elevada liquidez, el banco central aumentó en dos ocasiones —agosto y septiembre— los tipos de referencia de préstamos y depósitos en un total de 45 pb y 54 pb, y aumentó también dos veces el coeficiente de reservas bancarias por un total de 100 pb, hasta situarlo en el 12,5%. En el resto de las economías de Asia la producción industrial siguió mostrando un dinamismo generalizado en julio, si bien las exportaciones se desaceleraron moderadamente en varios países. La inflación se redujo en agosto en las principales economías del área —excepto en Indonesia—, a pesar de lo cual Corea del Sur aumentó su tipo de interés oficial en 25 pb, hasta situarlo en el 5%.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

En América Latina, el crecimiento aumentó en el segundo trimestre del año hasta el 5,5% interanual, desde el 5,2% previo, como consecuencia del repunte de la actividad en Brasil, Argentina y Chile, y de mantenimiento de tasas de crecimiento elevadas en el resto de países; únicamente México registra un crecimiento reducido (2,8%). La inflación aumentó dos décimas en el mes de agosto, hasta el 5,3%, impulsada por el incremento del precio de los alimentos. En México, aunque la inflación se mantuvo ligeramente por encima del límite superior del Banco de México (4%), este conservó los tipos inalterados; en Perú y Chile los tipos de interés se incrementaron hasta el 5% y el 5,75%, respectivamente, mientras que en Brasil se redujeron en 25 pb, hasta el 11,25%. En cuanto al sector externo, hasta junio la región siguió mostrando un superávit por cuenta corriente por encima del 1,5% del PIB, aunque se ha reducido a lo largo del año por el deterioro del saldo en México y Venezuela. Las turbulencias en los mercados financieros globales han afectado particularmente a este último país y a Argentina; sin embargo, las calificaciones de la deuda soberana de Brasil y México fueron revisadas al alza.

Según la primera estimación de la contabilidad nacional, en el segundo trimestre de 2007 el PIB del área del euro se incrementó un 0,3% en términos intertrimestrales, frente al 0,7% de los tres primeros meses del año. El crecimiento interanual del producto también se moderó, hasta el 2,5%. Esta desaceleración obedeció a un menor dinamismo de la demanda interna y de la variación de existencias, que redujeron su aportación al avance del PIB tres décimas, hasta los 0,3 pp y -0,1 pp, respectivamente. No obstante, los componentes de la demanda interna mostraron evoluciones dispares. El consumo privado se aceleró cinco décimas, hasta crecer un 0,5% intertrimestral, acompañado de una gran fortaleza en la creación de empleo durante el primer semestre. En cambio, el consumo público y la formación bruta de capital fijo se ralentizaron, especialmente en este último caso (-0,2% con respecto al primer trimestre), por el peor comportamiento de la inversión en construcción. Por otro lado, la contribución neta del sector exterior aumentó, impulsada por las exportaciones, pese al menor vigor de las importaciones.

A pesar de que la actividad creció algo menos de lo esperado en el segundo trimestre, la parte transcurrida de 2007 supone, en su conjunto, una continuación de la fase de bonanza económica que se inició a mediados de 2005. Así se desprende de las últimas previsiones de la Comisión Europea, publicadas el pasado 11 de septiembre, que, aunque incorporan una li-

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

gera revisión a la baja con respecto al ejercicio de primavera, estiman un crecimiento del PIB para 2007 del 2,5%. Este escenario se apoya en un contexto internacional relativamente favorable, en unos niveles de confianza elevados —a pesar de su reciente moderación— y en el probable fortalecimiento del consumo, alentado por la mejora de las condiciones del mercado de trabajo. No obstante, las turbulencias financieras recientes y su posible impacto sobre las principales economías introducen riesgos a la baja, de difícil cuantificación, sobre estas perspectivas.

La información disponible para el tercer trimestre, todavía escasa, es fundamentalmente de carácter cualitativo y anterior al episodio de inestabilidad financiera. En cualquier caso, es coherente con un comportamiento de la actividad similar al observado en la primera parte del año. Así, en la vertiente de la oferta, la producción industrial se aceleró en julio, hasta un 3,7% en términos interanuales. Por otra parte, los indicadores cualitativos elaborados por la Comisión Europea y las encuestas de opinión de los directores de compras experimentaron cierta

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FREnte AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

inflexión a la baja en los meses de verano. El empeoramiento del clima empresarial se observó en todas las ramas de actividad, aunque el nivel de los indicadores sigue siendo elevado y compatible con una expansión de la actividad. En particular, la estimación preliminar para septiembre de las encuestas PMI muestra un deterioro adicional de la confianza en manufacturas y servicios, especialmente intensa en el segundo caso. Por el lado de la demanda, los indicadores cualitativos del consumo se encuentran en niveles superiores a los de principios de año, a pesar de que algunos presentaron un ligero deterioro en agosto. Respecto a los cuantitativos, las ventas al por menor perdieron dinamismo en julio, hasta registrar una tasa interanual del 0,5%, mientras que el avance de las matriculaciones de automóviles en agosto situó su crecimiento en el 0,7% con respecto al mismo mes del año anterior. En cuanto a la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos se redujeron ligeramente durante el verano, dentro de los elevados valores alcanzados en el segundo trimestre. Desde la óptica de la demanda externa, las expectativas de exportación mejoraron en el tercer trimestre, mientras que la valoración de la cartera de pedidos exteriores ha experimentado un tenue empeoramiento.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación del área del euro, medida por la variación interanual del IAPC, alcanzó el 1,7% en agosto, una décima por debajo de la tasa registrada el mes anterior (véase gráfico 5). Esta contención se debió a la desaceleración de los componentes más volátiles (esto es, la energía y los alimentos no elaborados). De hecho, el IPSEBENE, indicador que excluye ambos grupos de bienes, se aceleró en una décima respecto al mes de julio, hasta el 2%. Por su parte, el índice de precios industriales disminuyó en julio su ritmo de avance cuatro décimas, hasta el 1,8%. Esta moderación fue generalizada, salvo en los bienes de consumo no duradero, aunque se produjo de forma más intensa en el componente de energía, que se abarató un 1,9% con respecto al mismo mes del año anterior.

En este contexto económico, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo se mantuvieron al alza, aunque la elevada incertidumbre relacionada con las turbulencias en los mercados financieros globales, la revaluación del riesgo y la consiguiente necesidad de acumular y evaluar más información sobre posibles implicaciones de este episodio condujeron al Consejo de Gobierno del BCE a mantener sin cambios los tipos de interés oficiales en su reunión del 6 de septiembre. De esta forma, los tipos de interés aplicados en las operaciones principales de financiación y en las facilidades de depósito y de crédito permanecieron en el 4%, 3% y 5%, respectivamente (véase gráfico 6).

	TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH	2004	2005	2006	2007			
			DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO
	Crédito a vivienda	3,39	3,46	4,74	5,11	5,20	5,32
	Crédito a consumo y otros fines	6,27	6,27	7,32	7,74	7,88	7,85
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	2,12	2,15	2,26
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	5,16	5,29	5,30
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	4,14	4,21	4,25	4,17	4,03
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	4,29	4,56	4,54	4,28	4,16
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,34	4,62	4,60	4,40	4,31
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,05	0,04	0,08	0,09	0,12
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,39	0,26	0,19	0,19	0,30	0,50	0,56
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	8,70	5,50	4,89	2,58	1,87

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 20 de septiembre de 2007.

b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

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

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2005.

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

El episodio de inestabilidad financiera provocó un aumento de las necesidades de liquidez en los mercados monetarios, que, junto con algunos problemas de confianza entre las entidades, obligaron al BCE y a otros bancos centrales a realizar operaciones extraordinarias de inyección de liquidez para asegurar el buen funcionamiento de estos mercados y transmitir un mensaje de calma. Las tensiones se manifestaron en el repunte del EURIBOR en todos los plazos. El incremento más notable se produjo en el de tres meses (en torno a 40 pb), hasta el 4,7%, nivel en el que se ha mantenido en la parte transcurrida de septiembre. El EURIBOR a un año, en cambio, aumentó en menor medida y se situó en el 4,8% a finales de agosto, mostrando una ligera reducción posteriormente. Por otro lado, la menor tolerancia al riesgo provocó un desplazamiento de las inversiones hacia activos más seguros, con la consiguiente disminución de la rentabilidad negociada en los mercados de deuda pública internacionales. Así, durante agosto y septiembre el rendimiento del bono a diez años en la UEM se redujo en torno a 30 pb, hasta el 4,3%. Este descenso fue menos acusado que el que se produjo en Estados Unidos, con el consiguiente estrechamiento del diferencial, hasta alrededor de los 20 pb.

Las turbulencias financieras tuvieron también un notable impacto sobre la cotización en los mercados de renta variable, que, desde mediados de julio, experimentaron descensos pronunciados, acompañados de un aumento significativo de la volatilidad. El índice Dow Jones EURO STOXX amplio se sitúa, a fecha de cierre de este Boletín, un 3,6% por debajo de los niveles registrados a finales de junio, si bien todavía mantiene una revalorización anual acumulada positiva. Asimismo, la inestabilidad también estuvo presente en los mercados cambiarios. Desde finales de julio, el euro se ha apreciado frente al dólar, cotizando a fecha de cierre de este Boletín por encima de los 1,39 dólares, lo que representa un máximo histórico desde la entrada en vigor de la moneda única (véase gráfico 7).

Por lo que respecta a la evolución monetaria, el agregado M3 registró una fuerte expansión en el mes de julio, de un 11,7% en tasa interanual, ocho décimas por encima del registro de junio.

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

CUADRO 3

	2007 JUL (b)	2005 DIC	2006 DIC	2007 MAY	2007 JUN	2007 JUL
FINANCIACIÓN TOTAL	2.289,7	15,9	19,1	17,0	16,6	15,9
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.007,6	21,2	24,2	21,3	20,6	19,8
Hogares e ISFLSH	845,0	20,9	19,6	17,1	16,4	16,1
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	624,8	24,3	20,4	17,4	17,2	17,0
– Crédito para consumo y otros fines (c)	218,8	12,5	17,5	16,2	14,4	13,8
Sociedades no financieras	1.162,7	21,4	27,9	24,6	23,9	22,7
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	853,8	25,5	29,9	28,6	27,9	26,7
– Valores de renta fija (d)	36,0	23,7	135,1	55,9	30,2	30,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	282,1	-3,9	-4,8	-5,7	-5,2	-6,0
Valores a corto plazo	32,4	-10,8	-2,2	-4,1	-5,5	-5,1
Valores a largo plazo	295,1	2,7	-0,3	2,2	3,6	-0,2
Créditos – depósitos (f)	-45,5	-16,3	-13,3	-22,1	-24,5	-15,6

FUENTE: Banco de España.

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

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

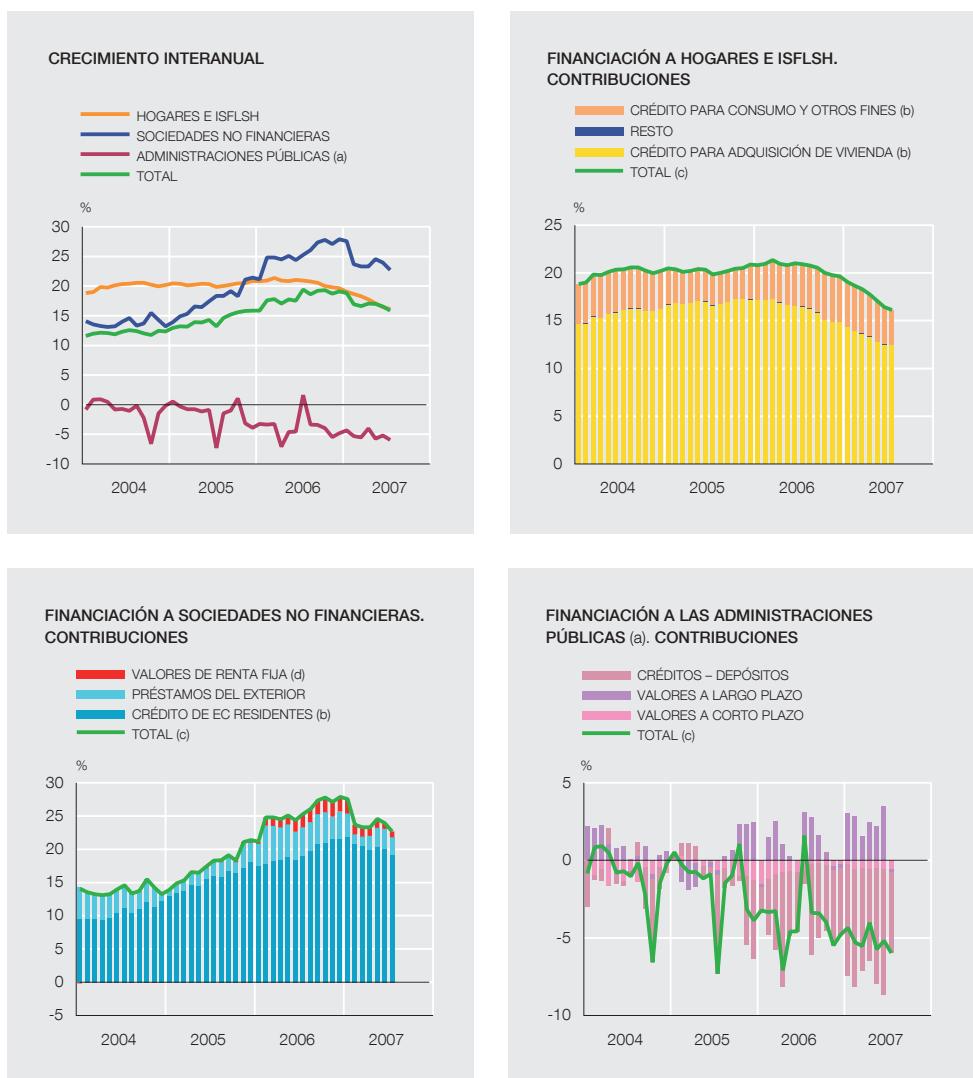
f. Variación interanual del saldo.

No obstante, la tendencia creciente que presenta este indicador desde mediados de 2006 se explica, en parte, por el atractivo de los activos líquidos, en un contexto de escasa pendiente de la curva de rendimientos y, más recientemente, también por las tensiones en los mercados financieros. Por su parte, el crédito concedido al sector privado mantuvo su fortaleza en julio, creciendo el 11,6% en términos interanuales, aunque con un comportamiento dispar por tipo de prestatario. Mientras que los préstamos concedidos a las sociedades no financieras incrementaron su ritmo de avance, el crédito otorgado a los hogares continuó desacelerándose.

**Evolución financiera
en España**

La evolución financiera reciente ha estado condicionada por la emergencia del episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales, que en España se ha manifestado, al igual que en otras áreas, en incrementos de las primas de riesgo crediticio, descensos en las valoraciones bursátiles, un repunte de la volatilidad de las cotizaciones y una reducción de las rentabilidades de la deuda pública. Estos desarrollos se han producido en un contexto en el que, de acuerdo con la información de julio, la deuda de los hogares y las sociedades continuó mostrando una pauta de suave desaceleración, aunque siguió avanzando a ritmos elevados, y en el que se moderó la tasa de expansión de los activos líquidos de la cartera de estos agentes. Los datos provisionales sobre los balances del sector privado en agosto apuntan, en general, a una continuidad de estas mismas tendencias.

La mayor demanda de activos de menor riesgo, asociada al incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, determinó una disminución de las rentabilidades de la deuda pública durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, lo que implica un



FUENTE: Banco de España.

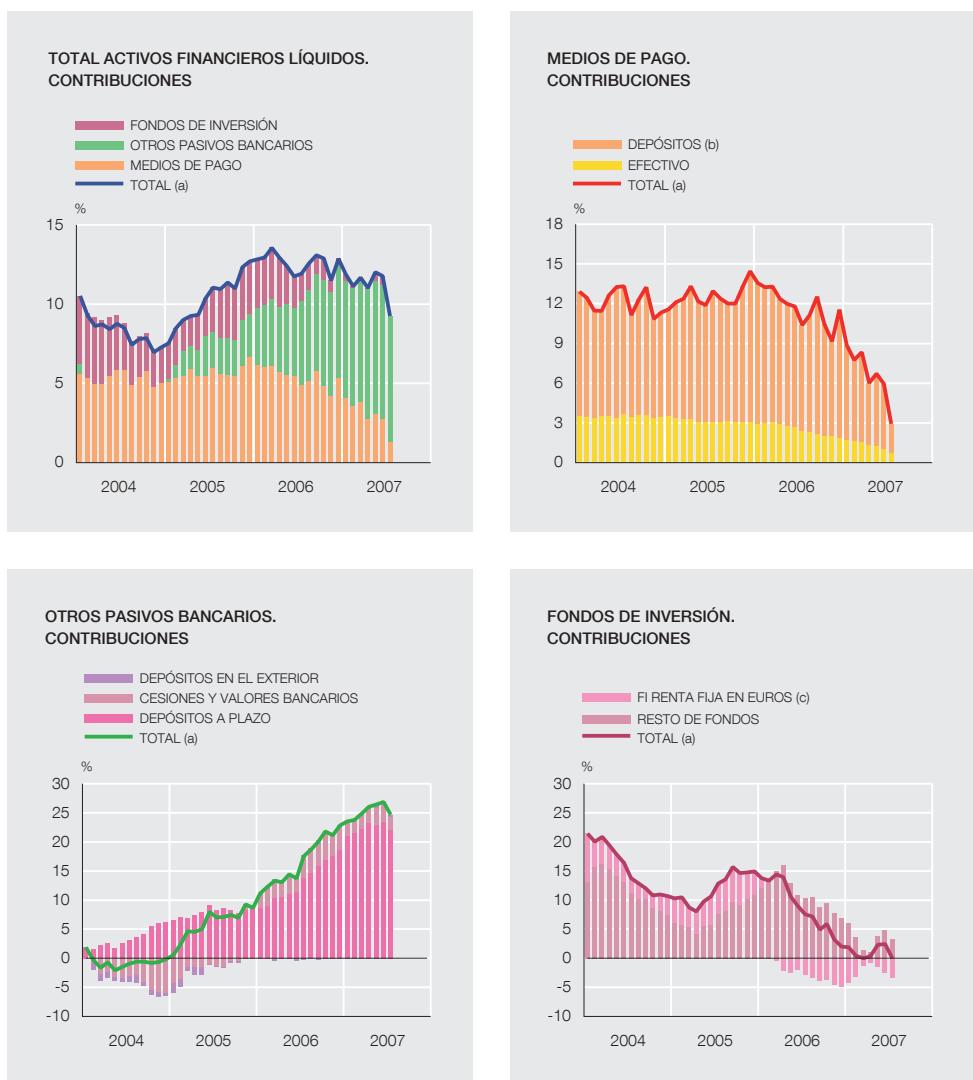
- Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- Incluye los créditos titulizados.
- Crecimiento interanual.
- Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

cambio en la tendencia observada en los meses precedentes. Así, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, entre el 1 y el 19 de septiembre, en el 4,03% y el 4,31%, respectivamente, lo que supone un descenso de 22 pb y 29 pb en relación con los valores de julio (véase cuadro 2). La rentabilidad de la referencia española a diez años se redujo en menor medida que la del bono alemán, por lo que el diferencial entre ambas se amplió ligeramente, pasando de 8 pb a 12 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras aumentaron durante el mismo período, hasta alcanzar los niveles más altos desde mayo de 2003.

En las bolsas españolas, al igual que en la mayoría de los mercados internacionales de renta variable, se produjo un repunte de la volatilidad de las cotizaciones y un descenso de las valoraciones, que fue más acusado en el caso de las empresas financieras y de las del sector de la construcción. De este modo, durante la primera quincena de septiembre el Índice General de

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,
HOGARES E ISFLSH

GRÁFICO 9



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

c. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

la Bolsa de Madrid llegó a perder las ganancias que acumulaba desde principios de año. No obstante, la recuperación de los días posteriores hizo que en la fecha de cierre de este artículo dicho indicador volviera a mostrar una revalorización positiva (del 2,3%) en relación con el nivel de finales de 2006.

En línea con el ascenso de las rentabilidades negociadas en los mercados monetarios, los tipos de interés de las operaciones nuevas de activo y pasivo aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero continuaron aumentando en julio para la mayoría de instrumentos. De este modo, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y la remuneración de depósitos de los hogares alcanzaron el 5,32% y el 2,26%, respectivamente, 12 pb y 11 pb por encima del dato de junio, mientras que el tipo de interés de los créditos a las familias destinados al consumo y otros fines, que presenta mayor variabilidad, se redujo en 3 pb, hasta el 7,85%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las empresas se situó en el 5,3%, prácticamente el mismo nivel que el del mes precedente.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros continuó desacelerándose durante el mes de julio, evolución que resultó tanto de la reducción de la tasa de expansión de los recursos captados por las familias y las empresas como del mayor descenso de los fondos ajenos de las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8). A pesar de la moderación en el dinamismo, la deuda de los hogares y las sociedades siguió creciendo a ritmos interanuales elevados, de alrededor del 16% y del 23%, respectivamente.

La desagregación por finalidades evidencia que la desaceleración de los pasivos de las familias en julio se observó tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda como en los destinados al consumo y otros fines, cuyas tasas de variación interanual se situaron en el entorno del 17% y del 14%, respectivamente. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos ajenos captados por las sociedades no financieras resultó fundamentalmente del descenso en el ritmo de expansión de su principal componente, el crédito otorgado por las entidades residentes, que creció algo menos del 27% en relación con el mismo período del año anterior. La información provisional disponible correspondiente a agosto apunta a una continuidad en la senda de suave moderación en el crecimiento de la deuda de los hogares y a un ligero repunte en el avance de los recursos recibidos por las empresas.

La tasa de expansión interanual de los fondos captados por las Administraciones Públicas volvió a ser negativa en julio, situándose en el -6%, frente al -5,2% del mes anterior. En términos acumulados de doce meses, esta evolución resultó de la amortización neta de valores, tanto a largo como, sobre todo, a corto plazo, y del descenso del saldo neto entre crédito y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y los hogares crecieron en julio a una tasa interanual inferior a la observada en los meses precedentes. Esta desaceleración se observó en todos los instrumentos, aunque fue más acusada para los medios de pago (véase gráfico 9). De acuerdo con la información provisional disponible, en agosto se habrían prolongado estas mismas tendencias.

24.9.2007.