

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

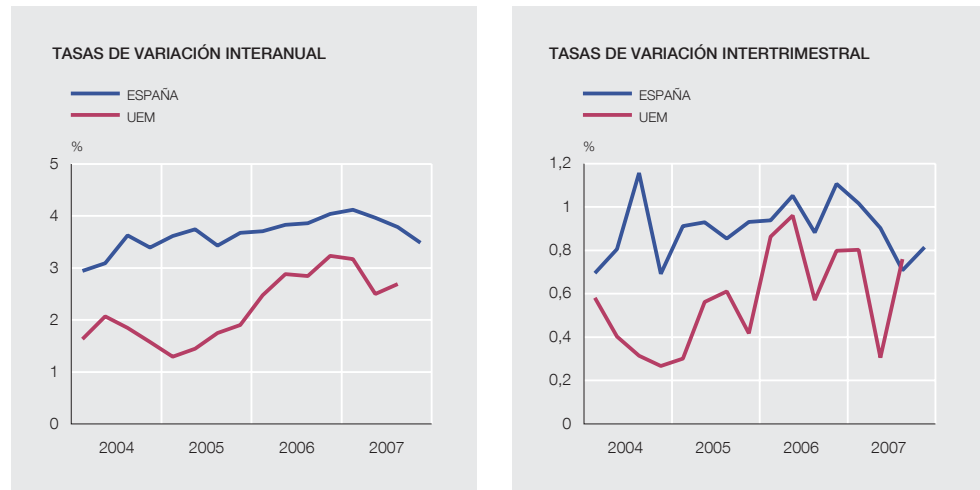
1 Rasgos básicos

A lo largo de los tres primeros trimestres de 2007, la economía española mantuvo elevadas tasas de crecimiento, aunque con una tendencia ligeramente descendente, que la llevó a alcanzar una tasa de variación anual del 3,8% en el tercer trimestre del año. Según la información disponible más reciente, esta pauta se habría mantenido en los últimos meses del ejercicio, para el que se estima un avance interanual del PIB del 3,5%. Detrás de la suave desaceleración de la actividad a lo largo del año se encuentran un descenso en el ritmo de aumento de la demanda nacional, hasta una tasa interanual del 3,6% en el último trimestre, y una mejora de la aportación de la demanda exterior neta, que se situó en -0,3 puntos porcentuales (pp) en ese mismo período.

Las estimaciones del PIB para el cuarto trimestre sitúan el crecimiento del PIB, en el conjunto de 2007, en el 3,8%, una décima por debajo del registrado en 2006, como resultado de una aminorción del ritmo de crecimiento de la demanda nacional, ligeramente más intensa que la que se observó en 2006, y de una nueva y significativa corrección de la aportación negativa de la demanda exterior neta, que se habría situado en -0,7 pp. Todos los componentes de la demanda interna experimentaron incrementos algo inferiores a los de 2006, con la excepción de la inversión residencial —que mostró una desaceleración algo más acusada— y de la inversión en bienes de equipo —que, en el conjunto del año, intensificó el ya elevado ritmo de crecimiento que había registrado el año previo—. Por el lado de la oferta, el empleo mantuvo altas tasas de crecimiento, en el entorno del 3% en el promedio del año, si bien exhibió un perfil de desaceleración a lo largo del ejercicio, al hilo de la pérdida de vigor de la actividad en el sector de la construcción. La notable generación de empleo en 2007 permitió absorber, un año más, los importantes incrementos de la población activa, al tiempo que se producían nuevos recortes en la tasa de paro, que alcanzó un mínimo del 8% en los meses centrales del año, aunque en el último trimestre repuntó hasta el 8,6%. En cuanto a la inflación, la tasa de crecimiento del IPC se situó, en el promedio del año, en el 2,8%, por debajo del valor medio del año anterior (3,5%), si bien a partir del verano mostró un perfil de progresiva aceleración, hasta concluir el año registrando un crecimiento interanual del 4,2%, que situó el diferencial de inflación con la UEM en 1,2 pp. El repunte de los precios del petróleo en los últimos meses del pasado año y los elevados incrementos de determinados productos alimenticios se han sumado a los efectos del perfil heredado del año anterior y han conducido a un deterioro de la situación inflacionista en la parte final de 2007.

En el panorama económico internacional, a lo largo del último trimestre de 2007 destacan la prolongación y la acentuación de las turbulencias financieras que se iniciaron en el verano, a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, donde se han empezado a detectar síntomas de un claro debilitamiento de la actividad económica, impulsado por la crisis del sector inmobiliario y por las tensiones financieras que la acompañan. Pese a ello, los datos publicados relativos al último trimestre del año apuntan al mantenimiento del dinamismo de la economía mundial en su conjunto, apoyado en la fortaleza que continúan mostrando las economías emergentes y en la resistencia de la mayoría de economías europeas. No obstante, el clima de incertidumbre se ha extendido a buena parte de los países industrializados, con especial incidencia en aquellos en los que el ciclo económico es más dependiente de la actividad inmobiliaria. En este contexto, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han revisado a la baja y se ha acentuado la incertidumbre que las rodea.

En los mercados financieros internacionales, uno de los aspectos más destacados de este episodio de inestabilidad ha sido la persistencia de las tensiones en los mercados monetarios,



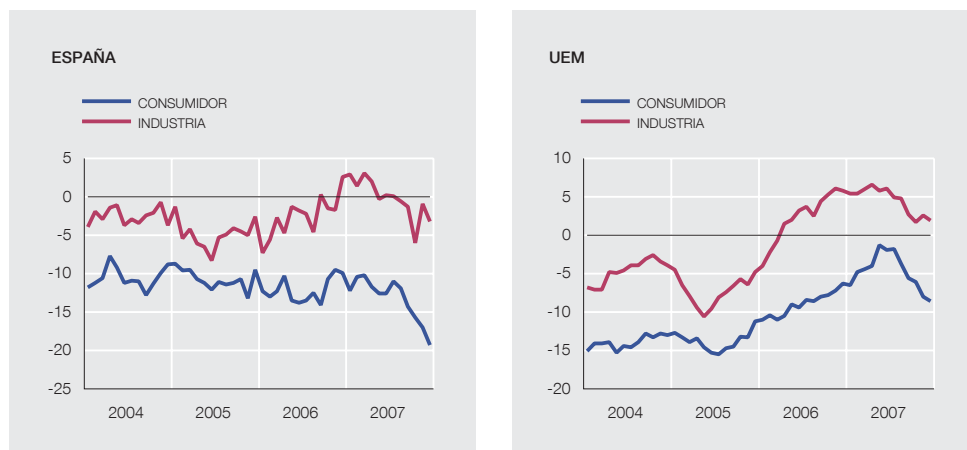
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

a pesar de las excepcionales operaciones de suministro de liquidez que efectuaron los principales bancos centrales, en ocasiones de forma coordinada, acompañadas, en algunos casos, de recortes en los tipos de intervención. La Reserva Federal redujo el tipo de intervención en diciembre en 25 puntos básicos (pb) (y volvió a recortarlo en 75 pb el 22 de enero, de modo que los descensos acumulan 175 pb desde el inicio de este episodio) mientras el Banco de Inglaterra disminuyó también en ese mismo mes los tipos oficiales en 25 pb. Simultáneamente, a lo largo del trimestre continuó la revisión al alza de las primas de riesgo crediticio y se observaron nuevamente caídas en las valoraciones bursátiles, movimientos que se han intensificado en los días transcurridos de enero. Por su parte, en los mercados cambiarios el dólar mantuvo la trayectoria de depreciación que había seguido desde principios de año. Por último, el precio del petróleo acumuló nuevos aumentos en los últimos meses de 2007 y en los primeros días del presente año, hasta alcanzar cotizaciones máximas superiores a los 90 dólares por barril al finalizar el año, aunque en las últimas semanas ha flexionado ligeramente a la baja.

Como se comentó anteriormente, a pesar del fuerte deterioro del clima financiero en los países desarrollados, la economía mundial siguió dando muestras de dinamismo en el último trimestre. En Estados Unidos, por el contrario, tras el dato relativamente favorable del PIB en el tercer trimestre, la información parcial disponible para el cuarto apunta a un sustancial debilitamiento de la actividad, sumándose a la mayor intensidad del ajuste inmobiliario la desaceleración del consumo y del empleo. Por consiguiente, las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres en Estados Unidos se han deteriorado significativamente, lo que ha llevado a anunciar a las autoridades la adopción de un importante paquete de medidas fiscales. También en Japón y el Reino Unido las perspectivas económicas han empeorado.

Pese a este debilitamiento de la actividad, las tasas de inflación aumentaron en los meses finales del año, debido al repunte de los precios del petróleo y al alza de los precios de los alimentos, que han respondido a un período prolongado de incrementos sustanciales de los precios de las materias primas agrícolas. Tras este último desarrollo se hallan diversos factores, unos de naturaleza más coyuntural, ligados a factores climatológicos, y otros de carácter más estructural, vinculados a cambios en los patrones de consumo o en la distribución de las superficies de cultivo. Todo ello ha determinado un exceso de demanda de este tipo de productos, cuyo efecto sobre los precios de las materias primas agrícolas se puede prolongar durante algún tiempo.



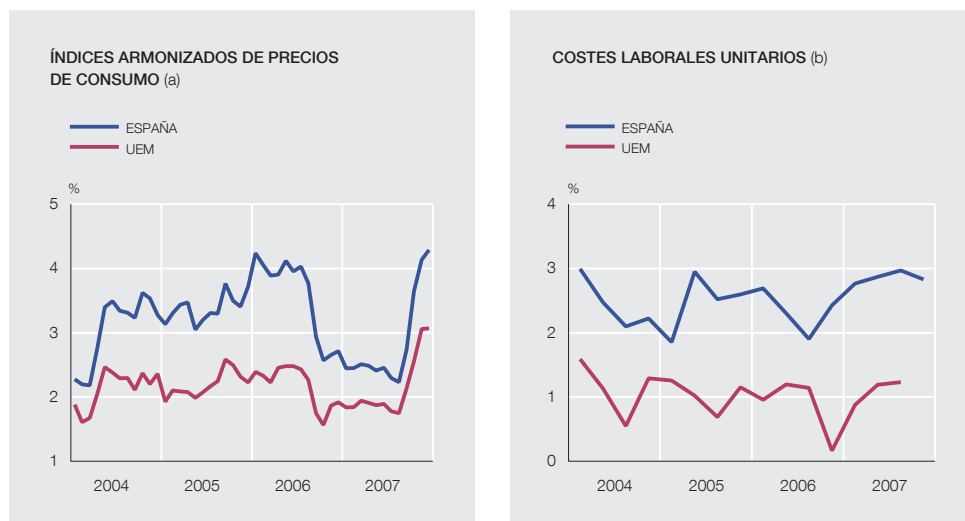
FUENTE: Comisión Europea.

En la zona del euro, el tercer trimestre resultó relativamente expansivo, apoyado en el dinamismo de la demanda interna —en particular, de la inversión en equipo—, en la fortaleza de la actividad industrial y en la favorable evolución del empleo. Los indicadores más recientes apuntan a una moderación del ritmo de avance del PIB en el cuarto trimestre, con una pérdida de dinamismo del consumo privado y de las exportaciones, si bien la inversión en equipo habría mantenido un tono algo más dinámico.

Al igual que en otras áreas geográficas, la inflación experimentó un notable repunte en la zona del euro en los últimos meses del año, debido al impacto sobre los precios de consumo de las elevaciones en los precios de la energía y de las materias primas alimenticias, que fueron compensados solo parcialmente por la apreciación del tipo de cambio del euro. En conjunto, y a pesar de la mayor estabilidad de los precios de los servicios, a lo largo del trimestre se acentuó la trayectoria alcista de la inflación subyacente, que concluyó el año con una tasa de variación anual del 2,3%. El IAPC, por su parte, registró en diciembre una tasa de variación interanual del 3,1%.

El análisis de las perspectivas de inflación que ha venido realizando el BCE en los últimos meses arroja un panorama poco favorable, pues se prevé que los incrementos del IAPC todavía se mantengan por encima del 2% durante un cierto número de meses. Pero, además, el BCE percibe riesgos elevados de que se produzcan incrementos adicionales de precios, que, unidos a la posible aparición de presiones salariales y al fuerte dinamismo de los agregados monetarios y crediticios, podrían suponer una amenaza para la estabilidad de precios a medio plazo. No obstante, la prolongación del episodio de turbulencias financieras introduce notables incertidumbres sobre la magnitud del impacto que el mismo pueda tener sobre la economía de la zona del euro. Este conjunto de consideraciones ha llevado al BCE a mantener los tipos de interés de intervención en el 4%, invariados desde agosto de 2007, pero manteniendo, a la vez, su determinación para actuar de forma preventiva, con el fin de evitar que se materialicen efectos de segunda vuelta sobre los salarios y mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación.

La economía española, por tanto, se ha desenvuelto, a lo largo del último trimestre, en un contexto de desaceleración del entorno internacional y de prolongación de las tensiones financieras. Con pequeñas oscilaciones a lo largo de este período, los tipos de interés negociados en los mercados monetarios han permanecido en niveles relativamente elevados y los



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

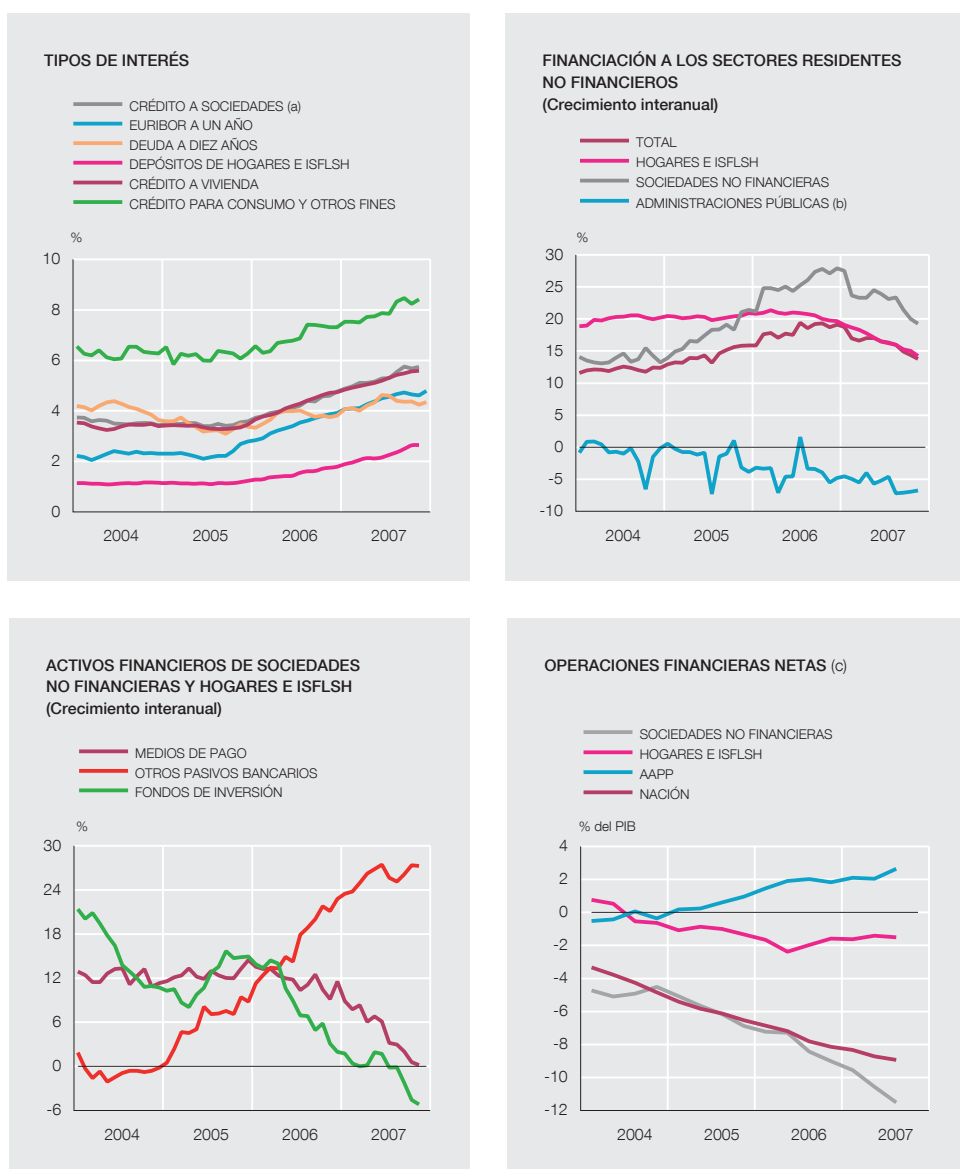
a. Tasas de variación interanual.

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

diferenciales crediticios de las empresas han vuelto a repuntar. Por su parte, las cotizaciones bursátiles, que habían mostrado una elevada resistencia en el último trimestre de 2007, dentro de una trayectoria de elevada volatilidad, registraron en las primeras semanas de enero importantes descensos, que se corrigieron parcialmente con posterioridad. Con todo, la prolongación de este episodio de inestabilidad en los mercados financieros en el último trimestre ha tenido, hasta el momento, un impacto relativamente limitado sobre las condiciones de financiación del sector privado. Por su parte, en el sector inmobiliario continuó el ajuste iniciado unos trimestres antes, con lo que los precios de la vivienda continuaron desacelerándose gradualmente, hasta concluir el año registrando una tasa de incremento interanual del 4,8% en el último trimestre y un crecimiento promedio del 5,8% (frente a tasas del 9,1% y del 10,4%, respectivamente, en igual período del año anterior).

A pesar de un cierto deterioro del clima de incertidumbre y de la confianza de los agentes, el gasto de los hogares registró, a lo largo del trimestre, una moderación de similar intensidad a la del período previo, que, nuevamente, fue más acusada en el componente de inversión residencial. De este modo, el ritmo de crecimiento del consumo de los hogares continuó aproximándose al de la renta disponible, en un contexto en el que los incrementos de la riqueza tanto financiera como inmobiliaria fueron más acotados. A su vez, la renta disponible recortó moderadamente su ritmo de expansión, a pesar del dinamismo de las rentas salariales, dado que el elevado crecimiento de la recaudación directa y el aumento de los pagos por intereses actuaron contractivamente, al tiempo que el repunte de la inflación reducía la capacidad adquisitiva de los hogares en los últimos meses del año.

La inversión residencial, por su parte, continuó desacelerándose en el cuarto trimestre, confirmando el cambio de ciclo del sector inmobiliario. A los factores desencadenantes de este ajuste —básicamente, el endurecimiento en las condiciones de financiación y las expectativas decrecientes de revalorización del precio de los inmuebles— se han podido sumar, en los últimos meses, y en el contexto del episodio de turbulencias financieras ya descrito, el incremento de la incertidumbre y el deterioro de la confianza de los agentes. Lógicamente, en este entorno de ralentización del gasto de los hogares, la demanda de crédito mostró una nueva



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.

moderación, de manera que el crecimiento interanual del crédito a los hogares se situaba, en noviembre, en el entorno del 14%, un punto porcentual menos que en septiembre. Esta disminución se explica por el descenso en el ritmo de avance de los préstamos para adquisición de vivienda, ya que el de los destinados al consumo y otros fines no experimentó cambios apreciables. Como resultado de este conjunto de decisiones, cabe esperar que 2007 cierre con una estabilización en la tasa de ahorro de los hogares, y aumentos de sus ratios de carga financiera y, en menor medida, de endeudamiento.

La inversión empresarial, por su parte, continuó avanzando a buen ritmo en el último trimestre, si bien tanto la inversión en bienes de equipo como, sobre todo, la realizada en construcción no residencial recortaron su ritmo de avance con respecto al trimestre precedente. Con

todo, el gasto en bienes de equipo volvió a ser el componente más dinámico de la demanda interna, sustentado en las elevadas tasas de crecimiento de los beneficios empresariales, el mantenimiento de unas expectativas de rentabilidad favorable tras los buenos resultados del tercer trimestre y el dinamismo de la demanda final. También en este caso, se observa una moderación en la expansión de la financiación ajena, que alcanzó en noviembre una tasa interanual de crecimiento próxima al 19%. La ralentización de los pasivos empresariales durante el tercer trimestre reflejó la pérdida de vigor de los fondos captados para financiar los servicios inmobiliarios y las actividades de construcción, pues la financiación destinada al resto de actividades mantuvo un gran dinamismo, sobre todo en relación con la industria. Pese a esta desaceleración en la apelación a la financiación ajena, los ratios de endeudamiento y de carga financiera aumentaron moderadamente en los últimos meses de 2007, y se prevé para el conjunto del ejercicio un incremento en las necesidades de financiación del sector, que se situó en el tercer trimestre en el 11,5% del PIB (en términos acumulados de doce meses).

Las AAPP contribuyeron en 2007 a la expansión del gasto, tanto por la vía del consumo público como del componente de inversión; en este último caso, concentrado en los primeros meses del ejercicio, cuando se finalizaron cuantiosos proyectos de obra civil, coincidiendo con la celebración de elecciones autonómicas y locales. El dinamismo de la actividad a lo largo de 2007 se reflejó también en un incremento notable de la recaudación, principalmente de la procedente de la imposición directa, a pesar de la reforma de sus dos figuras impositivas principales. Con ello, según las últimas cifras oficiales, en 2007 el saldo de las AAPP alcanzó un superávit del 1,8%, por encima del presupuestado. Para los tres próximos ejercicios, las proyecciones fiscales avanzadas por el Gobierno en la Actualización del Programa de Estabilidad aprobado a finales de 2007 apuntan a la consecución de superávits fiscales del 1,2% del PIB en cada uno de los años del horizonte de previsión (2008-2010).

Por su parte, en el cuarto trimestre de 2007 la demanda exterior neta mejoró en 0,3 pp adicionales su aportación al crecimiento del producto, de manera que su contribución al avance del PIB se situó en -0,3 pp, dando continuidad al proceso de corrección iniciado en 2005. Esta mejora de la aportación de la demanda exterior neta a lo largo de 2007 se produjo en un entorno en el que los flujos de comercio mundial mantuvieron un dinamismo apreciable, aunque algo inferior al del año precedente, debido al crecimiento algo más atenuado de la demanda procedente de Estados Unidos y de otras economías desarrolladas. Por su parte, los indicadores habituales de competitividad-precio mostraron un deterioro de magnitud similar al de los últimos años, debido principalmente a la apreciación del tipo de cambio del euro a lo largo del ejercicio, con la importante excepción de los que se calculan a partir de costes laborales unitarios, que experimentaron una pequeña mejora.

En el cuarto trimestre, la información parcial disponible apunta a un mantenimiento del dinamismo de las exportaciones, sustentado en el sólido avance de los países emergentes, y a un tono algo menos expansivo de las importaciones, ante la suave desaceleración de la demanda final. Por su parte, habría proseguido el comportamiento relativamente diferenciado de las exportaciones de bienes y de servicios, en particular de las exportaciones de servicios turísticos, que volvieron a mostrar una relativa atonía, que podría estar reflejando el efecto de la pérdida de competitividad. Como resultado de esta evolución de los intercambios de bienes y servicios, el déficit comercial continuó aumentando en los últimos meses del año, aunque a ritmos más reducidos que en el pasado, al igual que las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el tercer trimestre en un valor equivalente al 9% del PIB (en datos acumulados de cuatro trimestres).

Por el lado de la oferta, la desaceleración del valor añadido de la economía de mercado en el último trimestre se debió a la pérdida de dinamismo de la actividad en el sector de la cons-

trucción y, en menor medida, en la industria manufacturera, prolongándose en ambos casos la tendencia que se había empezado a definir en trimestres previos. En el caso de la construcción, la ralentización de la actividad se produjo, sobre todo, en el componente de construcción residencial, que habría empezado a responder a la pérdida de dinamismo de la demanda de vivienda. En el caso de la industria, la pérdida gradual de empuje que se observa desde principios de año podría deberse al propio proceso de desaceleración de la demanda final, en comparación con los registros alcanzados el año pasado, y, sobre todo, al ciclo del sector de la construcción, que ha podido determinar un descenso apreciable de la demanda de algunos productos industriales. Cabe destacar, por último, el fuerte crecimiento que ha mostrado la actividad en el sector servicios a lo largo de 2007, con tasas de crecimiento superiores al 4%, tanto en su componente de mercado como de no mercado.

La desaceleración del PIB en el conjunto del ejercicio se trasladó con intensidad similar al ritmo de creación de empleo, de manera que en el promedio del año 2007 el crecimiento de la ocupación podría situarse en el entorno del 3%, dos décimas por debajo de la tasa registrada en 2006. Por ramas productivas, la pérdida de dinamismo en la creación de empleo en el último trimestre fue más intensa en la rama de la construcción, mientras que en la industria y en los servicios no de mercado la ralentización fue más moderada. Por su parte, el empleo en la rama de servicios de mercado mantuvo una notable fortaleza. Según los datos de la EPA, la ratio de temporalidad se redujo de forma significativa en el cuarto trimestre, hasta el 30,9% (33,8% un año antes).

La evolución de los costes laborales a lo largo del ejercicio determinó un repunte de la remuneración por asalariado de la economía de mercado en el promedio del año, que se habría situado en el 3,8%, frente al 3,3% en 2006. Según esta estimación, y a diferencia de lo ocurrido en los últimos años, el aumento de la remuneración por ocupado fue superior al de los salarios de convenio, que se elevó hasta el 3,2% —un 2,9% de aumento pactado para el año y 0,3 pp más por la aplicación de las cláusulas de salvaguarda—, con lo que la deriva salarial habría dejado de actuar como factor de moderación salarial, a pesar de que en 2007 no se han alterado sustancialmente las características de los nuevos entrantes en el mercado laboral. La aceleración de la remuneración por asalariado se ha trasladado a los costes laborales unitarios en cuantía similar, pues repuntaron hasta el 2,5% (frente al 2% de 2006), si bien sus tasas de crecimiento se han aproximado a los crecimientos de los costes en los países con los que España compite internacionalmente. Este comportamiento de los costes laborales, junto con la continuación en el proceso de ampliación de márgenes, aunque con intensidad inferior a la de los últimos años, y la sucesión de perturbaciones que han afectado a precios de productos básicos para los procesos productivos y para el consumo, ha determinado que en 2007 no se produjeran mejoras apreciables en la situación inflacionista. En este sentido, la tasa de inflación subyacente ha permanecido en el 2,7% en el promedio del año (frente al 2,9% en 2006), aunque hay que valorar positivamente la importante desaceleración que han registrado los precios industriales no energéticos a lo largo del ejercicio. Pero, además, el repunte del IPC al concluir el año, hasta registrar una tasa de crecimiento interanual del 4,2%, constituye un elemento de preocupación, pues, a pesar de deberse a factores, en principio, temporales, puede terminar generando efectos permanentes sobre los procesos de formación de costes y precios a través de los mecanismos de indiciación vigentes.

La economía española ha finalizado el año 2007 con un crecimiento notable, tras haber experimentado una suave desaceleración, de intensidad similar a la que se preveía al comienzo del año. A lo largo de este ejercicio se han producido nuevos avances en el reequilibrio de sus fuentes de crecimiento, con una corrección significativa de la contribución de la deman-

da exterior neta a la expansión del producto y una recomposición del gasto interno hacia la inversión productiva. Se ha iniciado, asimismo, un proceso de desaceleración del crédito concedido a empresas y familias, en línea con la evolución de sus determinantes fundamentales, lo que permite pronosticar una evolución más sostenible del endeudamiento del sector privado. Todo ello suministra suficientes resortes para que la economía española pueda afrontar la previsible desaceleración en los próximos trimestres, de manera que discurra a través de una senda gradual. No obstante, estas perspectivas están rodeadas de mayor incertidumbre que en el pasado, debido al alcance y a la duración que está empezando a mostrar el episodio de turbulencias financieras que afecta a la economía mundial desde el pasado verano.

2 Entorno exterior del área del euro

Durante el último trimestre, el entorno económico internacional siguió estando marcado por el comportamiento del sector financiero. Desde mediados de octubre, tuvo lugar un agravamiento de las tensiones en los mercados de crédito y en los mercados monetarios, espoleadas, entre otras razones, por el anuncio de cuantiosas pérdidas ligadas a las hipotecas de alto riesgo por parte de importantes instituciones financieras mundiales — sobre todo, americanas, que confirmaban así su considerable exposición a activos relacionados con el mercado hipotecario de alto riesgo y otros productos estructurados —, nuevas revisiones a la baja de las calificaciones crediticias de esos productos y la continuación del deterioro del mercado de la vivienda en Estados Unidos. En este contexto, la Reserva Federal decidió dos bajadas, de 25 pb cada una, en sus reuniones de octubre y noviembre. Además, con el fin de aliviar las tensiones en los mercados monetarios, agudizadas por factores estacionales relacionados con el fin de año, los principales bancos centrales llevaron a cabo suministros excepcionales de liquidez, en algunos casos de modo coordinado, y la Reserva Federal anunció la creación de una nueva subasta de liquidez a plazo (*TAF, Term Auction Facility*). Tras un breve paréntesis, a comienzos de enero se recrudeció la volatilidad financiera, ante los datos negativos de actividad y la publicación de resultados bancarios negativos para el cuarto trimestre en Estados Unidos. En esta ocasión, el impacto en las bolsas y en los diferenciales de crédito corporativos fue particularmente acusado. En conjunto, el debilitamiento de los indicadores y las perspectivas de crecimiento y el deterioro en las condiciones financieras propiciaron un significativo recorte adicional de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, de 75 pb, una semana antes de su reunión ordinaria. Los mercados emergentes, que han venido mostrando una mayor resistencia a las turbulencias que en episodios pasados, también registraron un deterioro de las condiciones financieras, de tal modo que los tres últimos meses se saldaron con una ampliación de los diferenciales soberanos, hasta niveles máximos de los últimos dos años, y con caídas acusadas en las bolsas. Por su parte, el precio del petróleo tipo Brent registró un fuerte aumento, alcanzando niveles máximos históricos en torno a 98 dólares/barril a principios de enero, si bien el deterioro de las perspectivas de actividad en Estados Unidos ha propiciado un ajuste por debajo de los 90 dólares en los últimos días. El incremento del precio de la energía y, sobre todo, de los alimentos se trasladó a las tasas de inflación, que registraron un repunte generalizado (véase recuadro 1).

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 4,9%, superior a la estimación inicial. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales de desaceleración en el cuarto trimestre. Así, los índices de confianza del consumidor siguieron deteriorándose, si bien el gasto en consumo no se vio afectado significativamente hasta diciembre, mes en el que las ventas al por menor registraron una acusada caída. Todos los indicadores del mercado de la vivienda reflejaron la profundidad del ajuste que está experimentando el sector residencial; en particular, los indicadores de confianza en la construcción descendieron hasta mínimos históricos. Por su parte, el índice ISM de servicios continuó en zona expansiva y la producción industrial se mantuvo estable en noviembre y diciembre, aunque el ISM de manufacturas se situó en zona contractiva en ese último mes, alcanzando su nivel más bajo desde abril de 2003. Por último, el mercado laboral, que había mostrado una notable resistencia a la desaceleración, apuntó síntomas de debilitamiento en diciembre. La creación de empleo se redujo a 18.000 puestos de trabajo netos, la menor cifra desde agosto de 2003, y la tasa de paro se incrementó del 4,7% al 5%, la mayor desde noviembre de 2005. La inflación repuntó notablemente, impulsada por el precio de la energía y de los alimentos, cerrando el año en una tasa interanual del 4,1%, frente al 2,7% de

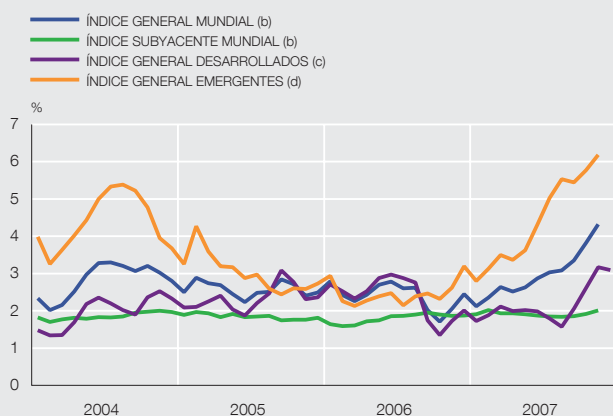
Una de las características más destacables de los últimos trimestres ha sido el repunte de la inflación a escala global, impulsada por el elevado crecimiento de los precios internacionales de las materias primas. En el actual contexto de incertidumbre que rodea el panorama económico internacional, este repunte podría originar dilemas de política monetaria en algunos países, tanto desarrollados como emergentes. En este recuadro se revisan el repunte de la inflación mundial en 2007 y su relación con la evolución del precio de los alimentos y la energía.

A lo largo de 2007, la inflación mundial ha crecido de manera significativa, pasando de un 2,4% a finales de 2006, a un 4,3% en noviembre, en tasa interanual (véase gráfico 1). Por el contrario, la inflación subyacente —que excluye el precio de la energía y de los

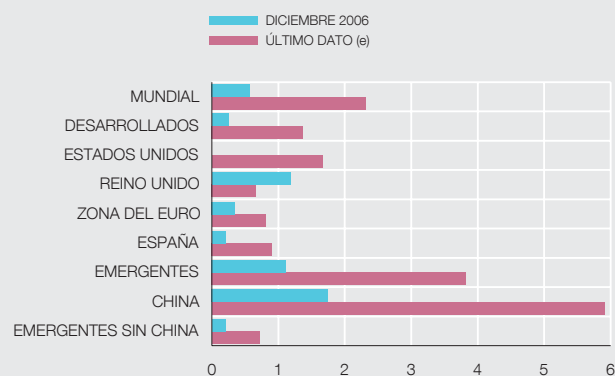
alimentos¹— se mantuvo en un estrecho rango, en torno al 2%, y con poca diferencia entre países desarrollados y emergentes. Un episodio parecido, de repunte de la inflación total y mantenimiento de la inflación subyacente, ocurrió en la primera mitad de 2004, pero en aquella ocasión la brecha fue menor. De hecho, la diferencia entre ambas tasas en la actualidad, de 2,3 pp, es la mayor de los últimos cinco años.

Según se observa en el gráfico 1, la trayectoria de los precios en las economías emergentes explica aproximadamente dos tercios (1,1 pp)

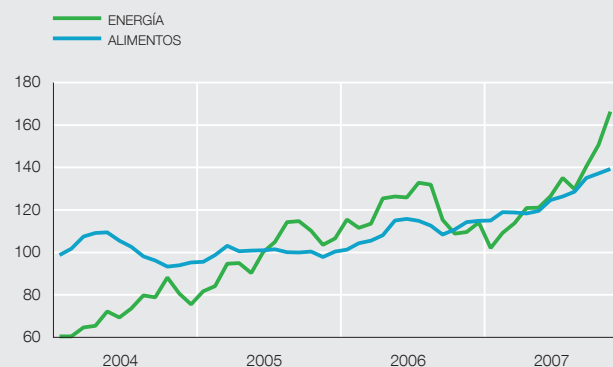
1 IPC: ÍNDICES TOTAL Y SUBYACENTE (a)



2 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE. DIFERENCIAL



3 ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (f)



4 VARIACIÓN EN LA INFLACIÓN Y PESO DE LOS ALIMENTOS Y ENERGÍA EN EL IPC (Eje X) (g)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanual.
- b. Agregado calculado a partir de datos de 39 países que representan más del 70% del PIB mundial.
- c. Estados Unidos, Canadá, Japón, zona del euro, Reino Unido, Dinamarca, Noruega y Suecia.
- d. Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela, Perú, Polonia, Hungría, Bulgaria, Rumanía, República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Eslovaquia, China, Corea, Tailandia y Sudáfrica.
- e. Noviembre de 2007 en emergentes y en el total mundial, y diciembre en el resto.
- f. Índices «Commodity Food Price Index» y «Commodity Fuel (energy) Index», del FMI. Este último incluye petróleo, carbón y gas natural. Ambos índices toman como base 100 el año 2005.
- g. La variación de la inflación representada resulta de restar la tasa interanual del IPC en el último mes de 2007 para el que estaba disponible a la fecha de cierre de este recuadro, de la tasa interanual del IPC en diciembre de 2006. La muestra incluye 58 países con datos sobre el peso de alimentos y 33 con datos sobre peso de la energía.

del aumento de la inflación global hasta noviembre de 2007. Cabe aclarar que la mayor parte de la subida que se observa en el gráfico 1 para las economías emergentes —que fue de 3 pp— viene explicada por la evolución de la inflación en China, dado el elevado peso de esta economía en el conjunto de emergentes (60%) y el fuerte repunte de la inflación en ese país. En concreto, China explica 2,5 pp del incremento de la inflación en los países emergentes y 0,9 pp del total mundial. No obstante, en otras economías emergentes, como Chile o algunos países de Europa del Este, también se han producido repuntes significativos de los precios, mientras que en otros no han sido tan acusados, aunque resultan de interés desde un punto de vista cualitativo. Por ejemplo, la inflación total de Brasil, tras varios años siguiendo una tendencia descendente, comenzó a elevarse en la segunda mitad de 2007, superando a la inflación subyacente.

En la mayoría de áreas y países se observa un aumento de la brecha entre la inflación total y la subyacente desde finales de 2006 (véase gráfico 2). La diferencia pasó de 0,6 pp a finales de 2006, a 2,3 pp en noviembre del año pasado. En las economías desarrolladas, la brecha ha aumentado en 1,1 pp, hasta alcanzar 1,4 pp en ese período. En Estados Unidos la ampliación fue de 1,7 pp, mientras que en la zona del euro alcanzó los 0,5 pp. El Reino Unido constituye una excepción, pues la brecha se ha reducido respecto a la existente a finales de 2006. En las economías emergentes, el aumento de la brecha fue de 2,7 pp (con datos hasta noviembre), destacando el caso de China, con una ampliación muy acusada, de 4,2 pp. Sin ese país, el aumento en el agregado de economías emergentes fue menor que en las desarrolladas, ya que en América Latina la inflación total y la subyacente mantuvieron una evolución similar, y en Europa del Este la inflación subyacente también repuntó en 2007.

El aumento de la brecha entre la inflación total y la subyacente se explica por el encarecimiento de los alimentos y de la energía, cuyos precios han registrado subidas significativas en los mercados internacionales. Los precios de los productos alimenticios han crecido a tasas interanuales superiores al 10% desde mediados de 2006, mientras que los de la energía han sido más volátiles, estabilizándose

en los dos primeros tercios del año, pero acabando el ejercicio con un crecimiento interanual próximo al 45% (véase gráfico 3). El impacto de estas subidas en la inflación de cada país depende de dos cosas: i) en qué medida se trasladan a los precios internos de consumo, y ii) el peso de los alimentos y de la energía en el IPC, es decir, el efecto composición.

Respecto al primero, existe cierta evidencia de que los precios de consumo de los alimentos han crecido más en las economías emergentes que en las industrializadas. En concreto, según el FMI², durante los primeros cuatro meses de 2007 la tasa interanual de los precios de los alimentos aumentó en torno a 2 pp más en los países emergentes.

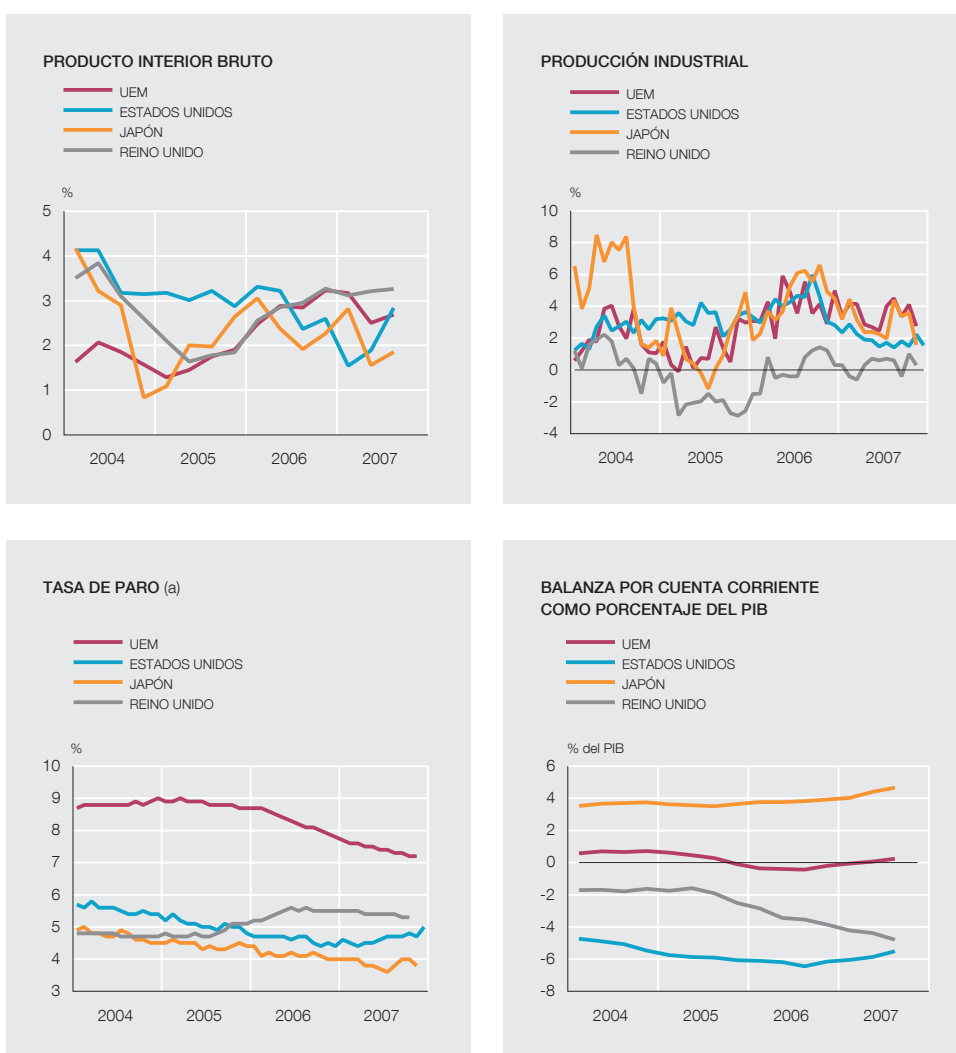
Por otra parte, el gráfico 4, que muestra la relación entre el repunte de la inflación en el último año y el peso de los alimentos y la energía en el índice de precios, aporta evidencia respecto al efecto composición. La muestra recoge datos sobre el peso de los alimentos en 58 países —19 industrializados y 39 emergentes y en desarrollo— y datos sobre el peso de la energía en 33 países —18 industrializados y 15 emergentes y en desarrollo—. El gráfico ilustra la relación positiva y estadísticamente significativa entre el peso de los alimentos y el repunte en la inflación total a lo largo de 2007. Cabe señalar, sin embargo, que esta relación podría estar afectada por el hecho de que el peso de los alimentos es mayor en las economías menos desarrolladas, que suelen tener también una mayor inflación estructural. Además, a mayor inflación, cabe esperar una mayor variabilidad y, por tanto, un repunte más intenso.

En el caso de la energía, la disponibilidad de datos es menor y la relación, aunque positiva, tiene una pendiente menor y no es significativa, por lo que, con la muestra disponible, no podría afirmarse que a mayor peso de la energía en el IPC, mayor haya sido el repunte. A esta falta de relación estadística puede haber contribuido la evolución moderada del precio de la energía durante la mayor parte del año.

2. *World Economic Outlook*, septiembre de 2007: recuadro 1.1, «Who is Harmed by the Surge in Food Prices?».

septiembre, mientras que la subyacente se situó en el 2,4%. En este contexto, como ya se ha señalado, la Reserva Federal redujo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en 75 pb con antelación a la reunión del FOMC programada para finales de enero, lo que supone una reducción de 175 pb desde el inicio de la turbulencia, y se esperan recortes adicionales.

En Japón, los indicadores más recientes apuntan a cierta pérdida de dinamismo de la actividad industrial en los últimos meses, destacando el deterioro de los índices de confianza empresarial del cuarto trimestre y la caída de la producción industrial en noviembre. Sin embargo, el índice de directivos de compras en el sector manufacturero repuntó en diciembre. Por el lado de la demanda, los indicadores de gasto de consumo mantuvieron una evolución positiva en noviembre, pero los indicadores de confianza del consumidor se redujeron hasta niveles mínimos de los últimos cuatro años, en un contexto de deterioro del mercado de trabajo, con

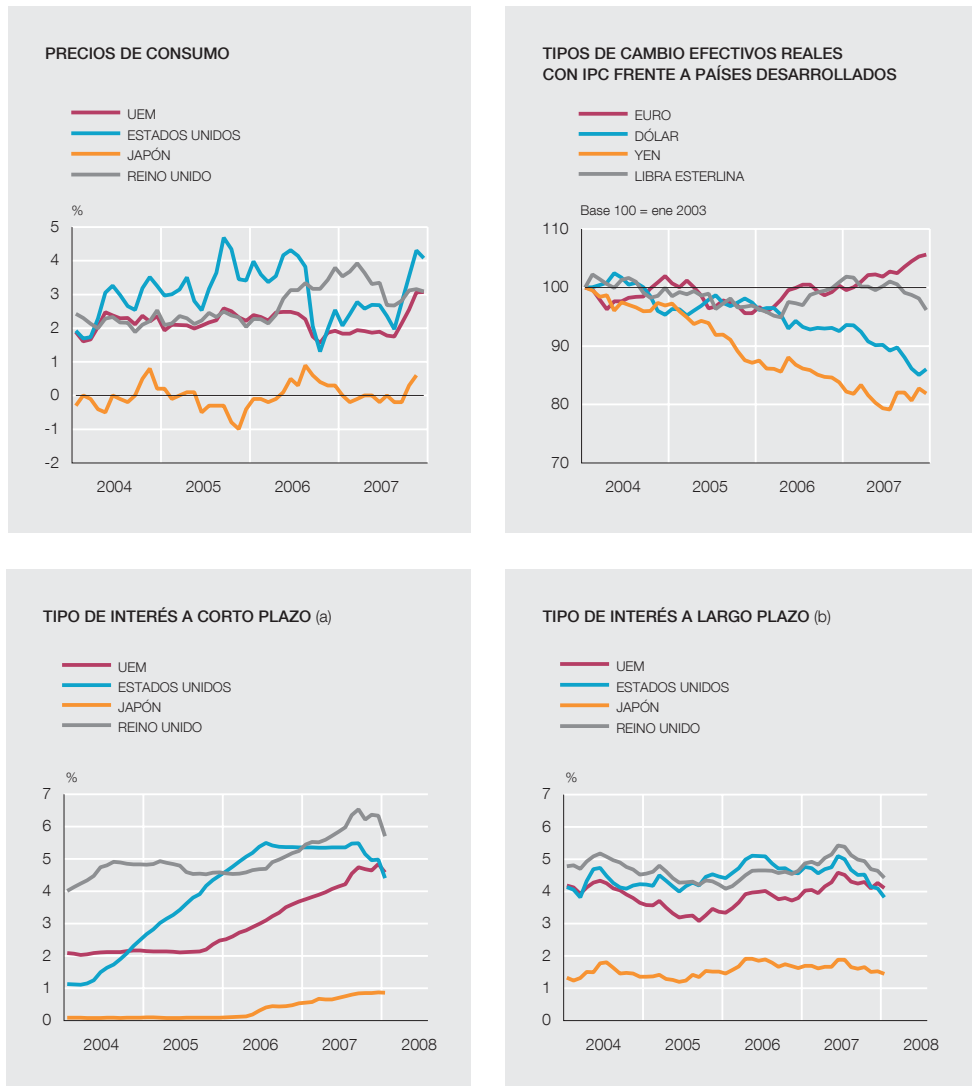


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

una nueva caída de la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo, que resulta indicativa de una posible moderación en el ritmo de creación de empleo, y un moderado descenso de los salarios. Por su parte, el sector de la construcción siguió contrayéndose, como consecuencia de la aplicación de una nueva normativa, aunque se observaron indicios de que el ajuste podría estar próximo a su fin, lo que permitiría una cierta normalización en los próximos meses. En el ámbito externo, en noviembre se observó una ralentización de las exportaciones y un repunte de las importaciones, ligado al encarecimiento del petróleo. La tasa de variación interanual de los precios de consumo repuntó en ese mes, situándose en el 0,6% para el índice general y en el 0,4% para el subyacente, como consecuencia del alza de los precios del petróleo y sus derivados y, en menor medida, de los alimentos. El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,50%.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre creció un 0,7% trimestral —un 3,3% interanual—. En el cuarto trimestre el crecimiento fue del 0,6% respecto al trimestre previo, lo que redujo la tasa interanual al 2,9%, algo mejor de lo que se esperaba. En efecto, tras un comienzo del cuarto trimestre relativamente débil, los indicadores de actividad y demanda más recientes

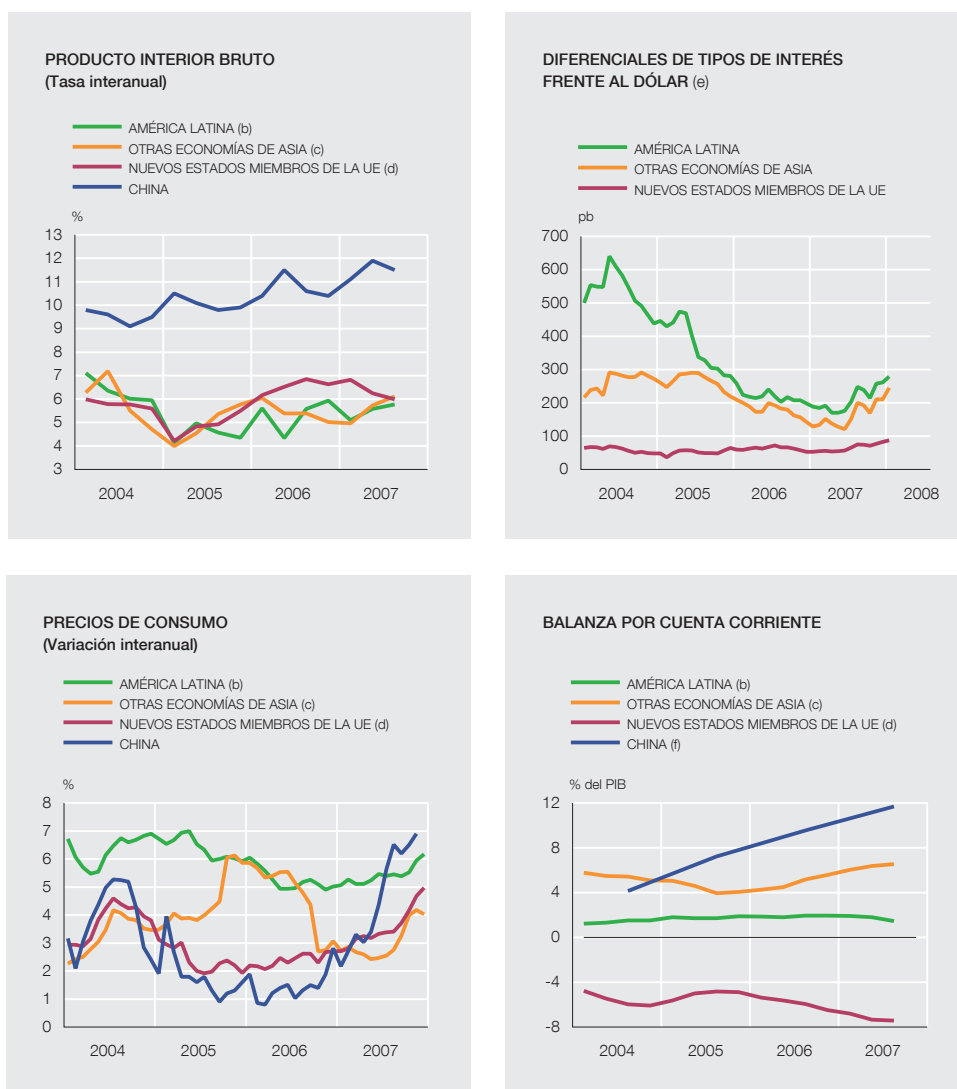


FUENTE: Banco de España.

- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

mostraron una inesperada mejoría, como muestran el aumento de las ventas al por menor de noviembre y las subidas de los índices de directivos de compras (PMI) del sector servicios y de la construcción en diciembre. En sentido contrario, el PMI de manufacturas se redujo en diciembre y los pedidos descendieron fuertemente. Por otro lado, persiste la incertidumbre en el mercado de la vivienda, donde los precios se han moderado hasta tasas del 5,2% y del 4,8%, según los índices Halifax y Nationwide, respectivamente. Los últimos datos de préstamos hipotecarios muestran un estancamiento en los bajos niveles alcanzados en octubre, muy inferiores a los de hace un año. El Banco de Inglaterra redujo los tipos oficiales en diciembre en 25 pb, hasta el 5,5%, manteniéndolos en dicho nivel en la reunión de enero.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea, el PIB agregado se desaceleró ligeramente, tal como se esperaba, hasta una tasa interanual del 5,7%, frente al 6,2% del trimestre anterior, destacando la debilidad de Hungría, cuyo PIB solo creció un 0,9% interanual. Los indicadores de producción industrial y ventas al por menor del cuarto trimestre muestran que continúa la moderación. Las tasas de inflación —y su dispersión— siguieron aumentando en noviembre, situándose entre el 2,3% en Eslovaquia y el 13,7% en Letonia. En el último mes se



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 Banco Mundial.
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
 c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
 d. Polonia, Hungría, República 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 UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
 f. Datos anuales.

mantuvieron inalterados los tipos de interés oficiales, con la única excepción de Rumanía, donde aumentaron en 50 pb, hasta el 8%. Las monedas que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambios (ERM II) evolucionaron en torno a su paridad central, con la excepción de la corona eslovaca, que registra una apreciación cercana al 5%. En el ámbito político, el 1 de enero de 2008 Chipre y Malta adoptaron el euro, ampliándose a 15 los países miembros de la UEM.

En China, el PIB creció un 11,2% interanual en el cuarto trimestre de 2007, tres décimas menos que en el anterior. Con ello, la tasa para el conjunto del año se situó en el 11,4%, frente al 11,1% de 2006. La producción industrial y la inversión en activos fijos mostraron signos de moderación a finales de año, mientras que las ventas al por menor se aceleraron. El superávit

comercial continuó avanzando, de manera que en el conjunto de 2007 fue superior en un 47,4% al de 2006, si bien cabe destacar la suave desaceleración de las exportaciones en los últimos meses del año. Los precios de consumo moderaron levemente su crecimiento interanual en diciembre, hasta el 6,5%, cuatro décimas menos que en noviembre, reflejando en parte un efecto base. En este contexto, las autoridades económicas anunciaron un cambio de tono en la política monetaria para 2008 (que pasó de moderada a restrictiva), incrementaron los tipos de interés de referencia de préstamos y depósitos (en 18 y 27 pb, respectivamente), elevaron el coeficiente de reservas bancarias en tres ocasiones (hasta el 15%), permitieron una apreciación algo más rápida del renminbi e introdujeron impuestos a la exportación de cereales y algunos controles de precios. En el resto de Asia, la actividad tendió a desacelerarse ligeramente en el cuarto trimestre de 2007 y la inflación continuó elevándose gradualmente, impulsada por el aumento del precio de la energía y de los alimentos. En diciembre, Hong Kong y Filipinas redujeron sus tipos oficiales en 25 pb.

En América Latina el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre fue del 5,8%, frente al 5,6% del trimestre previo, con una aceleración de la demanda interna —manteniéndose la inversión como el componente más dinámico en todos los países— y una aportación más negativa de la demanda exterior. Todos los países, excepto Chile y Colombia, registraron un mayor crecimiento, que fue especialmente notable en México, Venezuela y Uruguay. Los primeros datos referidos al cuarto trimestre del año apuntarían a un mantenimiento del dinamismo económico en la mayoría de los países. Respecto a la evolución de los precios, en el mes de diciembre la inflación regional se situó en el 5,8%, como resultado de un repunte generalizado por países, especialmente notable en Chile y, sobre todo, Venezuela. La tasa subyacente pasó del 5,3% en septiembre al 6,1% en diciembre. En cuanto a la política monetaria, a lo largo del trimestre se produjo un incremento de los tipos oficiales de 50 pb en Chile, y de 25 pb en Colombia, México, Perú y Uruguay. Finalmente, Chile y Ecuador obtuvieron sendas mejoras en sus calificaciones crediticias. En Brasil, el gobierno anunció medidas de recorte de gasto y subidas de impuestos para compensar la derogación del Impuesto a las Transacciones Financieras. México acudió en condiciones favorables a los mercados internacionales de capitales. En Argentina se produjeron nuevos episodios de la crisis energética.

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

La información disponible acerca de la evolución de la actividad en el último trimestre del año pasado es coherente con una moderación significativa del ritmo de avance del PIB. La persistencia de precios del petróleo elevados, la fortaleza del euro, el menor dinamismo de las economías de los principales socios comerciales y la prolongación de las tensiones financieras configuran un escenario para el año 2008 algo menos favorable que el considerado en la edición de octubre de este Boletín, como de hecho recogen las previsiones más recientes de organismos privados, que apuntan a que el ritmo de crecimiento del PIB podría situarse ligeramente por debajo del potencial en los próximos trimestres. No obstante, el área del euro sigue gozando de unos fundamentos sólidos, el empleo muestra una evolución favorable y, en la vertiente exterior, las economías emergentes continúan impulsando las exportaciones del área (véase recuadro 2). La incertidumbre sobre el ritmo de expansión de la actividad en el medio plazo es, en todo caso, muy elevada y está dominada por riesgos a la baja, que han ido en aumento en los últimos meses. Entre ellos hay que destacar la posibilidad de que se prolongue el proceso de reevaluación de los riesgos en los mercados financieros y tenga un impacto macroeconómico mayor de lo esperado, la potencial aparición de nuevas subidas en los precios de las materias primas o el ajuste desordenado de los desequilibrios internacionales (véase recuadro 3).

Durante el cuarto trimestre de 2007 la inflación experimentó un notable repunte, como consecuencia de los nuevos incrementos en el precio de la energía y de las materias primas alimenticias. Esto último afectó a la evolución de la inflación subyacente, que se situó por encima del 2% en diciembre. La presencia, además, de efectos de base importantes en los precios energéticos amplificó el impacto de los *shocks* alcistas del trimestre, compensados tan solo parcialmente por una apreciación del euro. En los próximos meses se espera que la inflación permanezca en tasas significativamente superiores al 2%, si bien es previsible que comience a moderarse de forma gradual en la segunda mitad de 2008. No obstante, esta moderación dependerá, por una parte, de que los precios de las materias primas no registren alzas adicionales y, por otra, de que no se desencadenen efectos generalizados de segunda vuelta en la fijación de salarios y precios.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener los tipos de interés de intervención en el 4%, reiterando la presencia de riesgos al alza sobre la estabilidad de precios a medio plazo. Asimismo, el BCE señaló su determinación para actuar de forma preventiva para evitar que se materialicen efectos de segunda vuelta sobre los salarios y mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación, en línea con el objetivo de estabilidad de precios. En el ámbito de la política fiscal, el déficit de las Administraciones Públicas se redujo en 2007 en siete décimas, hasta el 0,8%, de acuerdo con la agregación de los déficits presentados en los programas de estabilidad. Según estas fuentes, por vez primera desde 2000 ningún país de la zona registrará un déficit superior al 3% en 2007. No obstante, la implementación del brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha sido insuficiente, ya que, mientras que la bonanza económica y los ingresos extraordinarios han creado condiciones propicias para avanzar hacia los objetivos de medio plazo (MTO), la consolidación fiscal ha tenido un alcance limitado en términos estructurales.

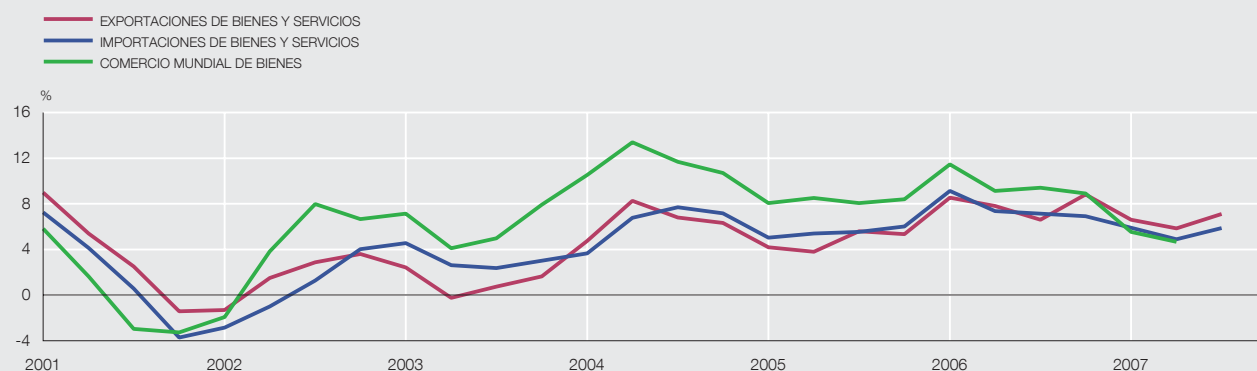
El pasado 1 de enero de 2008, Chipre y Malta entraron a formar parte de la Unión Monetaria. La adopción del euro en ambos países se completó con éxito a lo largo del mes de enero.

De acuerdo con los datos de Contabilidad Nacional disponibles hasta el tercer trimestre, los flujos de comercio exterior de la UEM se ralentizaron en 2007, tras el excepcional dinamismo del año anterior (véase gráfico 1). Así, las exportaciones de bienes y servicios se desaceleraron, hasta registrar una tasa de avance del 6,5% de media entre enero y septiembre (7,6% en el mismo período de 2006), como consecuencia del menor crecimiento del comercio mundial y de la materialización de los efectos de la apreciación cambiaria del euro, que en términos efectivos nominales acumulaba desde comienzos

de 2006 hasta septiembre de 2007 una revalorización superior al 6%. Las importaciones, por su parte, sufrieron una mayor pérdida de dinamismo en el mismo período, ya que pasaron de una tasa de crecimiento del 7,9% en 2006 al 5,6% en 2007. Ello obedeció al menor incremento de la demanda final de la UEM, ya que, por el contrario, la apreciación del euro abarató su precio relativo.

En relación con las exportaciones de bienes, y con datos hasta septiembre, la pérdida de vigor fue más acusada en el caso de las ventas

1 COMERCIO EXTERIOR (a)



2 EXPORTACIONES DE BIENES. DESGLOSE POR ÁREAS

	2006			2007				
	(%)	E-Dic	E-Sep	(%)	E-Sep	I TR	II TR	III TR
TOTAL	6,6	6,3		4,9	5,8	4,1	4,9	
INTRA-ÁREA	48,2	4,7	4,8	47,7	3,3	4,6	2,3	3,0
EXTRA-ÁREA	51,8	8,3	7,7	52,3	6,5	7,1	5,9	6,6
Reino Unido	8,1	2,3	2,5	8,0	1,9	1,8	0,2	3,6
Estados Unidos	7,8	4,6	4,5	7,5	-1,5	-0,9	-1,7	-1,8
Rusia	2,0	22,7	18,9	2,2	19,3	22,4	22,7	14,1
Japón	1,4	1,4	1,1	1,4	1,0	0,4	7,0	-3,9
China	2,0	19,4	17,6	2,1	10,1	7,6	15,0	8,1
Sudeste asiático	1,6	9,0	6,0	1,6	10,5	10,9	15,6	5,4
Latinoamérica	2,2	14,0	14,1	2,3	11,4	11,1	10,9	12,2
Suiza	2,7	6,0	3,3	2,7	5,2	9,2	4,2	2,3

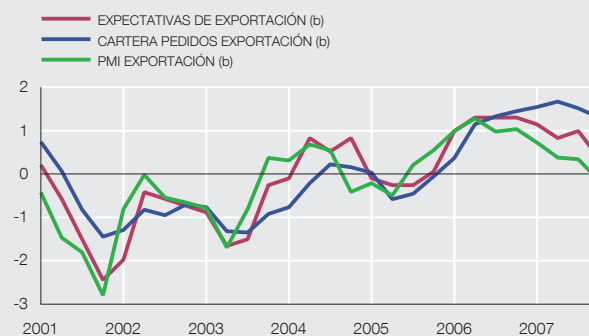
3 IMPORTACIONES DE BIENES. DESGLOSE POR PRODUCTOS

	2006			2007				
	(%)	E-Dic	E-Sep	(%)	E-Sep	I TR	II TR	III TR
TOTAL	6,2	6,0		4,0	4,8	3,1	4,1	
EXTRA-UEM	51,3	6,8	6,7	51,5	4,2	5,8	2,8	4,1
Alimentos	7,6	3,6	3,9	7,5	3,2	4,4	2,8	2,5
M. Primas	4,1	9,6	7,5	4,1	4,2	10,3	4,6	-2,0
Petróleo	9,6	1,6	1,7	9,0	-4,5	-7,0	-3,0	-3,5
Manufacturas	78,1	7,4	7,2	79,2	5,6	6,9	4,1	5,9
- P. Químicos	14,0	7,2	6,6	14,8	9,5	11,4	7,5	9,7
- Maq. Transp.	38,4	7,2	7,5	37,9	4,0	4,1	2,3	5,7
- Otros	25,9	7,8	7,0	26,5	5,8	8,5	4,9	4,0

4 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES EN TÉRMINOS NOMINALES. EVOLUCIÓN RECIENTE (a)

	2006		2007				
			I TR	II TR	III TR	Oct	Nov
EXPORTACIONES	10,7		8,4	7,5	8,0	8,6	
INTRA-ÁREA	9,4		8,0	6,3	6,7	6,6	
EXTRA-ÁREA	12,1		8,8	8,9	9,3	9,6	4,5
IMPORTACIONES	12,4	6,0	5,1	6,4	8,2		
INTRA-ÁREA	10,2		7,2	7,4	7,7	8,6	
EXTRA-ÁREA	14,5		4,8	2,9	5,2	7,4	6,7

5 INDICADORES DE CONFIANZA



FUENTES: Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a. Tasas de variación interanual.
b. Series normalizadas.

intra-UEM que en el de las realizadas al exterior de la UEM, con lo que el peso de las primeras dentro de las exportaciones totales continuó descendiendo. Por destinos geográficos, los datos desvelan que, entre los países más desarrollados, las ventas a Estados Unidos se contrajeron, mientras que las dirigidas al Reino Unido y a Japón crecieron a ritmos similares a los del año anterior, muy por debajo de la media. Por otro lado, las exportaciones a regiones emergentes experimentaron un elevado dinamismo, con lo que han mantenido, o intensificado en algunos casos, su papel como principales receptores de productos europeos. Dentro de este grupo, destacan las exportaciones a China, Latinoamérica, sudeste asiático y Rusia, cuyas tasas de variación superan el 10%.

Con datos todavía provisionales y que solo alcanzan la primera mitad del año 2007, la desaceleración del comercio mundial fue más intensa que la de las ventas al exterior de la UEM, con lo que la pérdida de cuota de la UEM en los mercados internacionales de bienes se habría frenado en 2007, a pesar de la apreciación del euro. A este fenómeno ha podido contribuir positivamente la diversificación de las exportaciones europeas en términos geográficos hacia países emergentes con altas tasas de expansión económica, en detrimento de otras regiones más desarrolladas, cuyos mercados son menos dinámicos y, además, están sufriendo en mayor medida la desaceleración económica mundial.

Por su parte, las importaciones de bienes perdieron dinamismo en el período analizado, tanto las intra-área como las procedentes del ex-

terior de la UEM. Atendiendo al tipo de producto, todas las categorías de bienes, con la excepción de las compras de productos químicos, aminoraron su ritmo de avance (véase cuadro 3). Destacan la caída experimentada por las importaciones de bienes petrolíferos, concentrada especialmente en los tres primeros meses del año, y el menor dinamismo de los productos manufacturados y de la maquinaria y el transporte. De hecho, han sido los bienes de capital los que han experimentado una mayor corrección a la baja de su tasa de expansión en el período enero-septiembre de 2007, lo que podría ser indicativo de que las empresas esperan un menor aumento de la demanda futura.

Los datos, todavía incompletos, referidos al cuarto trimestre apuntan al mantenimiento de la fortaleza del sector exterior en dicho período. Así, las exportaciones e importaciones nominales procedentes de la balanza comercial y los indicadores cualitativos, como la valoración de la cartera de pedidos de exportación y las expectativas de exportación de los productores de la zona del euro realizados por la Comisión Europea, mantuvieron registros elevados en el último trimestre de 2007 (véanse cuadro 4 y gráfico 5). Más a medio plazo, la fortaleza de las exportaciones dependerá en gran medida de la evolución futura del entorno exterior del área del euro, el cual está actualmente sujeto a incertidumbres relacionadas con el alcance de los efectos de las turbulencias financieras. Las compras al exterior de la UEM, por su parte, continuarán expandiéndose en línea con la evolución de la demanda final y se beneficiarán de la apreciación del euro.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre de 2007, el PIB de la UEM creció un 0,8% intertrimestral, cinco décimas más que en el período precedente (véase gráfico 8). La aceleración del producto obedeció a la acumulación de existencias, cuya contribución alcanzó 0,2 pp, tras haber detruido tres décimas del aumento del PIB en el trimestre anterior, y a la aportación de la demanda interna, que se incrementó hasta los 0,7 pp (0,4 pp en el trimestre previo). La fortaleza de esta última se asentó en la evolución de la formación bruta de capital fijo, resultado de la recuperación de la inversión en construcción y del mantenimiento del dinamismo de la inversión en equipo, ya que el consumo público y el privado se expandieron a ritmos en torno al 0,5%. Finalmente, la demanda exterior neta restó una décima de punto al crecimiento del producto, frente a la aportación positiva, de 0,2 pp, del período anterior, dado que las importaciones se aceleraron en mayor medida que las exportaciones. En términos interanuales, el ritmo de expansión del PIB mostró también una mayor pujanza, del 2,7%. El desglose del producto por ramas de actividad revela una fortaleza especialmente notable en la industria (1,4%) y en los servicios de mercado, mientras que la construcción mantuvo un tono débil.

La evolución de la actividad en los principales países del área del euro ha seguido un perfil similar al de la zona en su conjunto. Así, a excepción de España, donde la actividad se desaceleró moderadamente desde tasas de avance muy elevadas, el PIB de los países de mayor tamaño se expandió a un ritmo superior al del trimestre previo. La formación bruta de capital fijo mostró, en general, un elevado dinamismo. En Alemania, el producto creció un 0,7% y su

En los últimos meses de 2007, las tensiones en los mercados de crédito y de productos estructurados globales iniciadas el pasado verano se intensificaron. Este agravamiento se produjo en un contexto de empeoramiento del mercado inmobiliario americano y de gran incertidumbre sobre las pérdidas que finalmente podrían experimentar los intermediarios financieros expuestos a las hipotecas *sub-prime* y los productos derivados. Los indicadores de riesgo se deterioraron, especialmente los referidos a empresas financieras (véase gráfico 1). Pero, además, esta nueva revisión de riesgos afectó también a los *covered bonds* y a los bonos de titulización hipotecaria emitidos en el área, cuyo diferencial de rentabilidad se incrementó. Estos son, ambos, instrumentos que han venido desempeñando un papel relevante en la financiación del crédito hipotecario.

El aumento del coste de la deuda dificultó la obtención de fondos a medio y largo plazo en los mercados por parte del sector privado de la zona del euro. Así, con información disponible hasta noviembre, los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se redujeron (véase gráfico 2). En el caso de las instituciones financieras monetarias, el encarecimiento de las emisiones a largo plazo ha provocado un mayor recurso a instrumentos de corto

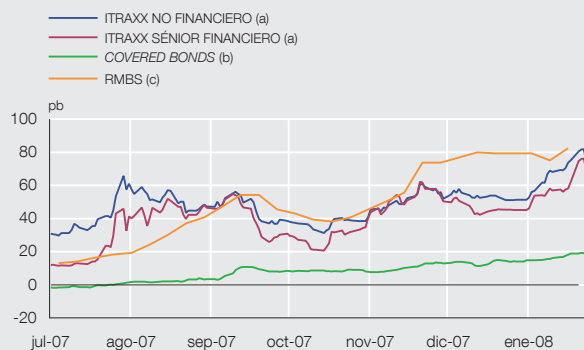
plazo. En cambio, las instituciones no monetarias mantuvieron unos volúmenes de emisión a largo plazo relativamente elevados, principalmente titulizaciones, que podrían estar siendo adquiridas por las propias entidades originadoras de los préstamos, disponiendo así de mayor cantidad de activos válidos como colateral en las operaciones con el Eurosistema.

De nuevo, el agravamiento de las tensiones tuvo un particular reflejo en los mercados monetarios¹, ya que las mayores necesidades de recursos a finales de año agudizaron el temor de las entidades a experimentar una falta de liquidez y los tipos de los depósitos interbancarios repuntaron notablemente desde mediados de noviembre, especialmente cuando su plazo comenzaba a cubrir el cambio de año (véase gráfico 3).

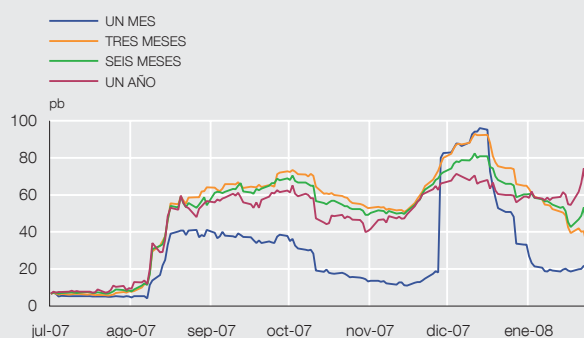
Esta situación provocó nuevas intervenciones del BCE, algunas de forma coordinada con otros bancos centrales, como la posibilidad de ofrecer financiación en dólares a través de una línea de *swaps*

1. Para una descripción de los desarrollos en el mercado interbancario desde el verano véase el Recuadro 3 del informe trimestral de octubre.

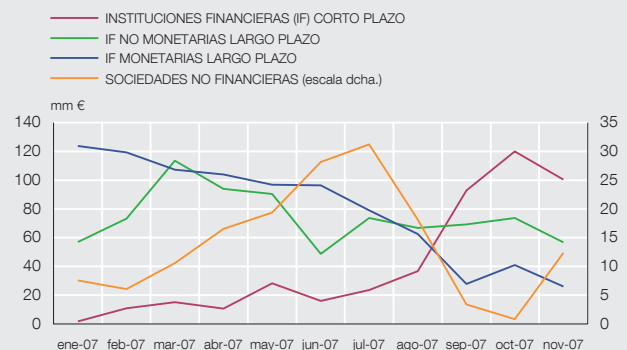
1 INDICADORES DE RIESGO



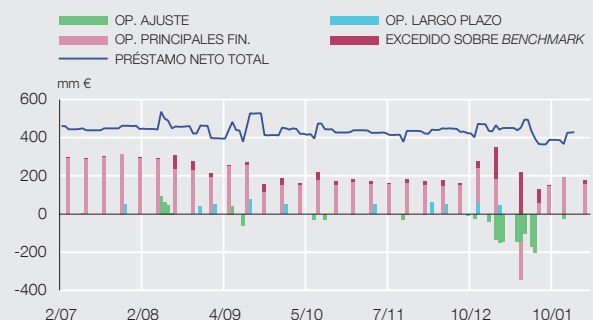
3 DIFERENCIAL EURIBOR - REPO



2 EMISIONES NETAS DE RENTA FIJA EN 2007 (d)



4 VOLÚMENES ADJUDICADOS EN LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCE (e)



FUENTES: Banco Central Europeo, Datastream y JP Morgan.

- a. Índices negociados de una cesta compuesta por distintos seguros de riesgo crediticio.
- b. Diferencial con respecto a *swaps*. Medias móviles de cinco días.
- c. Bonos de titulización hipotecaria en euros y con calificación AAA. Diferencial con EURIBOR a tres meses. Media sin ponderar de los índices disponibles para países.
- d. Datos acumulados de tres meses.
- e. 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.

abierta con la Reserva Federal. En noviembre, el BCE comunicó que satisfaría demandas de liquidez por encima de las cantidades neutrales o *benchmark* en las operaciones principales de financiación, al menos hasta final de año. Además, la subasta del 19 de diciembre, cuyo plazo fue excepcionalmente de dos semanas, fue precedida del anuncio de que se atenderían todas las pujas iguales o por encima del tipo medio ponderado de la anterior subasta, es decir, el 4,21%, lo que conllevó una adjudicación por un importe de 168 mm de euros superior al de la referencia neutra² (véase gráfico 4). Estas intervenciones se combinaron con posteriores operaciones de drenaje, de tal forma que el préstamo total concedido en las operaciones de mercado abierto no experimentó cambios significativos con respecto al de

los meses anteriores. En este sentido, las inyecciones de liquidez del BCE realizadas desde el verano han supuesto un cambio en los plazos y en el ritmo con el que las entidades acumulan liquidez dentro de los períodos de mantenimiento, pero no han contribuido de forma expansiva sobre las condiciones monetarias, más allá de lo que pueda desprenderse de su impacto sobre los tipos del mercado monetario.

Los anuncios y la ejecución de las actuaciones atenuaron las presiones al alza sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios no garantizados, especialmente sobre los plazos más cortos. Esta relajación gradual ha continuado al inicio de 2008, aunque el diferencial con respecto a los depósitos a plazo respaldados por títulos de deuda pública (*repos*) se mantiene todavía en registros elevados, similares a los alcanzados el pasado verano. Asimismo, los diferenciales de la deuda privada y los indicadores de riesgo han continuado deteriorándose en enero.

2. El cálculo mecánico habitual del *benchmark* para la última subasta de 2007 arrojó una cifra negativa y el BCE tuvo que reiterar que esto no supondría una restricción. Véase comunicación del BCE del 27 de diciembre.

composición siguió pautas análogas a las del agregado del área, mientras que en Francia —donde se observó un aumento del 0,8%— destacó la fortaleza del consumo privado. En Italia, el PIB se aceleró hasta el 0,4%, muy por debajo de la media de la zona del euro.

El empleo creció en el tercer trimestre de 2007 a una tasa del 0,3%, la mitad de la registrada en el segundo (véase gráfico 9). No obstante, en términos interanuales mantuvo un ritmo próximo al 2%, el mayor desde comienzos de 2001. De esta forma, la productividad del trabajo se incrementó un 0,8%, de modo que se detuvo la ralentización observada en la primera parte del año. Por su parte, los costes laborales siguieron sin reflejar presiones salariales. Así, la remuneración por asalariado aumentó un 2% en términos interanuales, por lo que los costes laborales unitarios crecieron al 1,2%, tasa similar a la del trimestre precedente e inferior a la del deflactor del PIB. Ello supuso una ampliación adicional de los márgenes empresariales.

Los indicadores más recientes señalan una disminución del pulso de la actividad real en el último trimestre de 2007 (véase gráfico 10). En la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial (con datos hasta noviembre) se desaceleró respecto a los tres meses precedentes. Como nota positiva, el debilitamiento de la industria vendría matizado, en parte, por el notable incremento de los pedidos industriales en el mismo período de tiempo. Los indicadores de opinión procedentes de las encuestas de confianza también disminuyeron en el cuarto trimestre, y de forma más acusada en la rama de servicios que en la industria. No obstante, estos índices de opinión se sitúan en la actualidad en el entorno de su media de largo plazo y sus niveles son compatibles con una expansión de la actividad cercana a su ritmo potencial. Finalmente, los indicadores de empleo se comportaron más favorablemente que los de producción. Así, en el cuarto trimestre se produjo una nueva reducción de la tasa de paro de la UEM, hasta el 7,2%, y los componentes de las encuestas de opinión referidos a las intenciones de creación de puestos de trabajo solo retrocedieron ligeramente.

Los indicadores de corto plazo relacionados con el gasto señalan una pérdida de dinamismo del consumo privado (véase gráfico 10). En concreto, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles registraron caídas en los meses de octubre y noviembre. En el mismo

	2006				2007			2008
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR (a)	I TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	2,9	2,9	3,2	3,2	2,5	2,7		
Crecimiento intertrimestral	1,0	0,6	0,8	0,8	0,3	0,8		
IPI (c)	4,3	4,2	4,0	3,9	2,7	4,0	3,4	
Sentimiento económico	106,8	108,2	109,9	110,0	111,6	109,3	105,2	
Confianza industrial	2,3	3,7	5,7	5,3	6,3	4,3	2,3	
PMI manufacturas	57,1	56,9	56,7	55,5	55,3	54,2	52,3	52,6
Confianza servicios	18,7	19,0	19,7	20,7	22,3	20,0	15,0	
PMI servicios	59,2	57,3	57,1	57,6	57,5	56,9	54,4	52,0
Tasa de paro	8,4	8,1	7,9	7,6	7,5	7,3	7,2	
Confianza consumidores	-9,7	-8,3	-7,0	-5,3	-2,3	-4,0	-7,7	
IAPC (crecimiento interanual) (d)	2,5	1,7	1,9	1,9	1,9	2,1	3,1	
IPRI (crecimiento interanual) (d)	5,8	4,6	4,1	2,8	2,3	2,7	4,2	
Precio del petróleo en dólares (d)	68,1	61,2	62,8	62,3	71,8	78,2	91,2	92,4
Préstamos al sector privado (crecimiento interanual) (d)	11,0	11,4	10,8	10,6	10,8	11,0	11,0	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,0	4,0	3,9	4,1	4,4	4,5	4,3	4,2
Diferencial bonos a diez años EEUU – UEM	1,08	1,00	0,82	0,67	0,47	0,32	-0,03	-0,36
Tipo de cambio dólar/euro (d)	1,271	1,266	1,317	1,332	1,351	1,418	1,472	1,466
Apreciación/depreciación del euro (d)	7,8	7,3	11,6	1,1	2,5	7,7	11,8	-0,4
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	4,2	11,9	20,3	3,4	9,9	6,1	4,9	-13,0

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

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

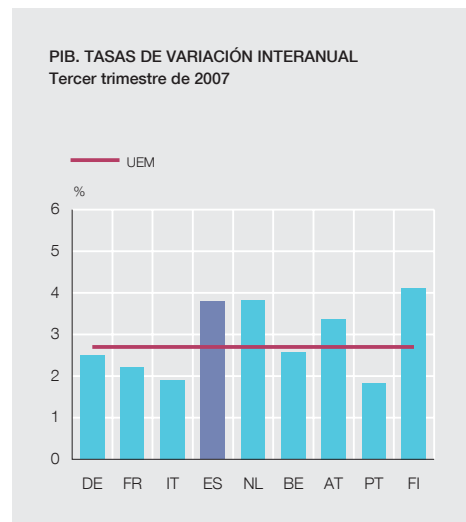
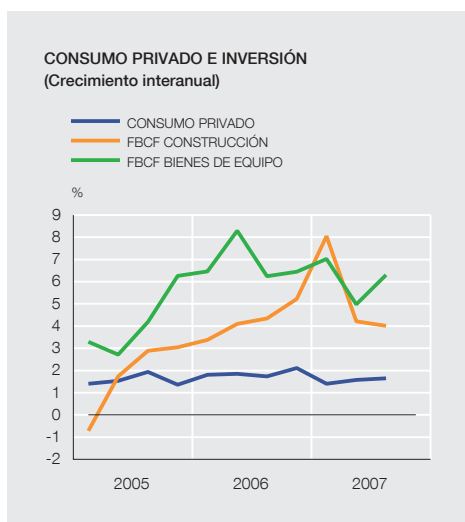
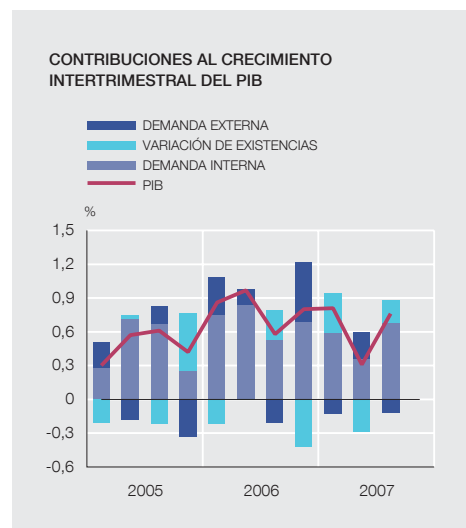
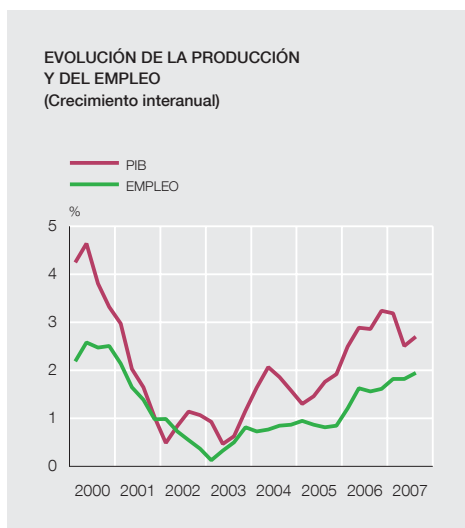
b. Información disponible hasta el día 24 de enero de 2008.

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

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

sentido, la confianza de los minoristas y la de los consumidores empeoraron a lo largo de los últimos tres meses de 2007. En el segundo de estos dos indicadores destaca el componente de disposición de compra de bienes de consumo duradero, que se sitúa en valores muy bajos, lo que podría estar reflejando el endurecimiento en las condiciones de concesión de crédito que recogen las encuestas de préstamos bancarios más recientes y la persistente incertidumbre sobre la resolución del episodio de turbulencias financieras. Los indicadores de inversión, como la cartera de pedidos y, en menor medida, el grado de utilización de la capacidad productiva, prolongaron la trayectoria descendente iniciada hace seis meses, cuando alcanzaron registros muy elevados, pero su nivel es coherente con una relativa fortaleza de la inversión en equipo. Por último, los indicadores relacionados con el sector exterior revelan que tanto la valoración de las carteras de pedidos como las expectativas de exportación empeoraron, lo que señalaría la posibilidad de una caída adicional de los pedidos exteriores en el trimestre próximo y de una eventual desaceleración de las exportaciones (véase recuadro 3).

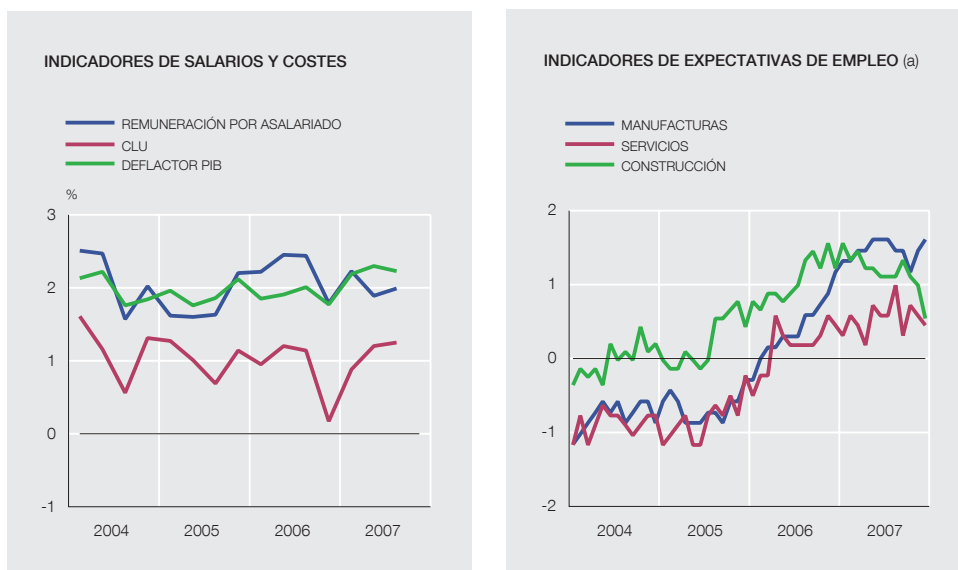
El deterioro de los indicadores de actividad observado en el último trimestre de 2007 refleja la acción conjunta de diversos factores: el encarecimiento del petróleo, la apreciación del euro, el empeoramiento de las perspectivas de la economía mundial y los efectos que los episodios de inestabilidad financiera pueden estar teniendo sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes económicos. Para el año 2008, tal como apuntan las previsiones más recientes de los analistas privados, el producto podría avanzar a un ritmo algo más reducido que el potencial, si se ahondan las consecuencias negativas de las perturbaciones mencionadas, aunque permanecen algunos factores propicios para el crecimiento, tales como la resistencia de las economías emergentes, la buena situación patrimonial de las empresas no



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

financieras o la favorable evolución del empleo. Por su parte, la reciente encuesta de préstamos bancarios recoge un significativo endurecimiento de las condiciones del crédito, que, de intensificarse o perdurar en el tiempo, podría ejercer un freno sobre el gasto superior al esperado.

El aumento del IAPC alcanzó el 3,1% en los dos últimos meses del año, un punto porcentual más que en septiembre (véase gráfico 11). Este notable repunte de la inflación ha estado determinado por el componente energético y por la evolución de los precios de los alimentos elaborados. En el caso de la energía, al efecto base derivado del buen comportamiento registrado a finales de 2006 se ha unido la reciente escalada del precio del petróleo, que en la actualidad se sitúa en el entorno de 100 dólares/barril del tipo Brent. Por su parte, los precios de los alimentos elaborados se aceleraron de forma continuada en los últimos cinco meses, pasando del 1,9% de julio al 5,1% de diciembre, debido a los notables aumentos en los precios de las materias primas alimenticias. Esto, a su vez, obedeció al incremento de la demanda (tanto la procedente de las economías emergentes, principalmente China e India, como, en menor medida, la derivada de la elaboración de biocombustibles), pero también a algunas restricciones en la oferta (por ejemplo, en los cereales, debidas a las sequías). Por ello, aunque



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

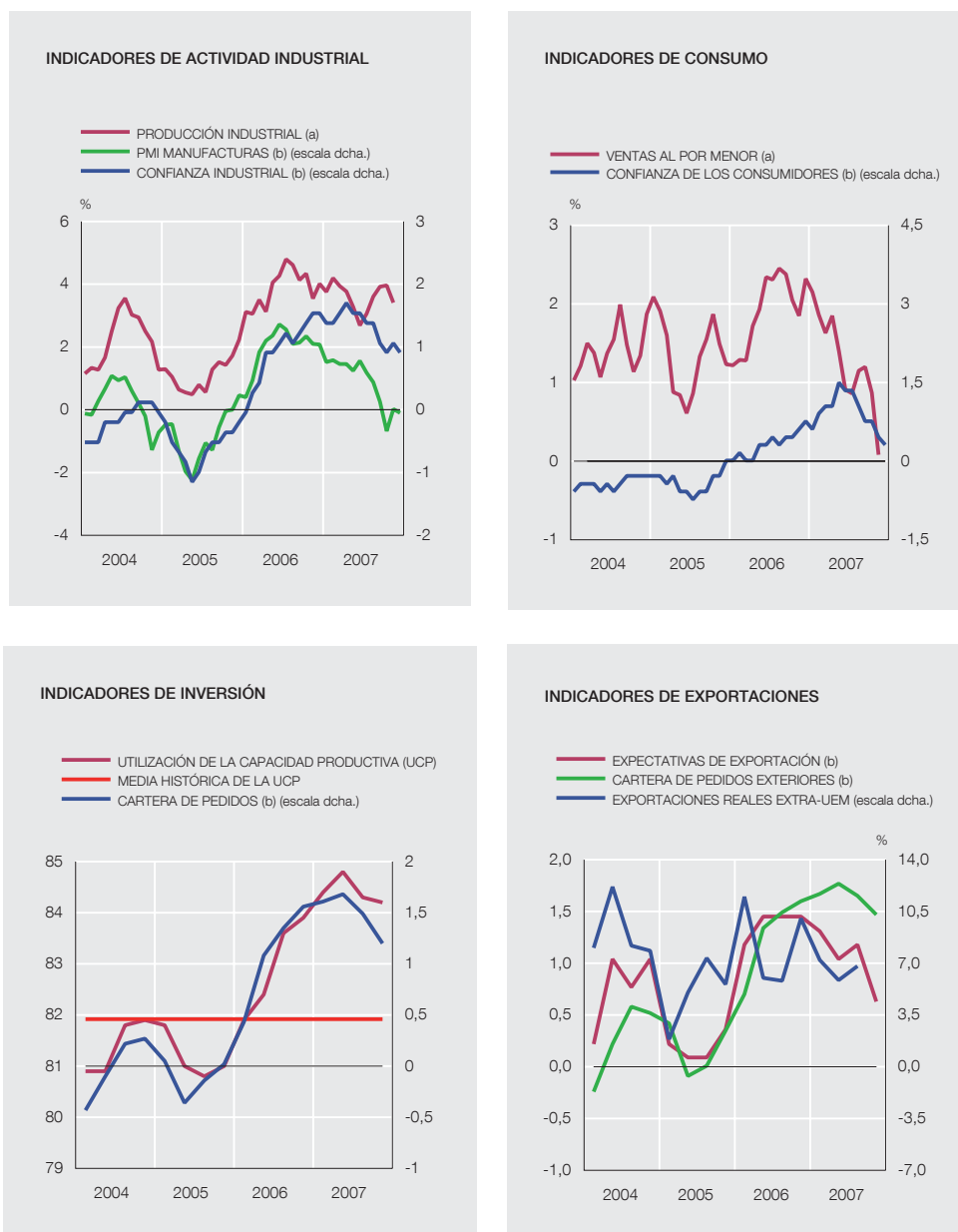
a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea. Series normalizadas.

el crecimiento de los precios de los servicios se mantuvo estable en los últimos meses, se ha acentuado la tendencia al alza de la inflación subyacente, que comenzó a evidenciarse a comienzos de 2006. Así, la inflación subyacente, medida por la tasa de variación interanual del IPSEBENE, ha terminado el año 2007 en el 2,3%, 0,7 pp por encima de la tasa de diciembre de 2006.

Los precios industriales se aceleraron en el segundo semestre, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 4,1% en noviembre, lo que se debió, principalmente, al fuerte repunte de los precios de la energía. No obstante, también los bienes de consumo no duradero se fueron encareciendo a ritmos progresivamente mayores, a raíz del comportamiento de los precios de producción en la industria de la alimentación. Sin embargo, la ralentización de los precios de los bienes intermedios y, en menor medida, de los bienes de capital a lo largo del año contrarrestó la evolución de los componentes más inflacionistas.

Se espera que la inflación observada se mantenga elevada en los próximos meses y vaya reduciéndose de forma gradual a lo largo de 2008 hasta niveles más acordes con la estabilidad de precios, siempre que no se produzcan nuevas perturbaciones. No obstante, en un contexto económico de holgura relativamente escasa en el mercado de trabajo, el mantenimiento de la inflación en registros elevados podría deteriorar las expectativas de los agentes y activar efectos de segunda vuelta sobre los salarios. En un tono más positivo, es posible que las reformas estructurales de los mercados laborales en los últimos años hayan permitido reducir la tasa de desempleo compatible con la ausencia de presiones inflacionistas (NAIRU), lo que aminoraría la presión sobre los salarios procedente de la caída registrada por la tasa de paro observada.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente acumulado desde enero hasta octubre de 2007 registró un superávit de 12,4 mm de euros (en torno al 0,2% del PIB), en comparación con el déficit en torno al 0,4% del PIB en el mismo período del año anterior. Este aumento fue el resultado, principalmente, de un mayor

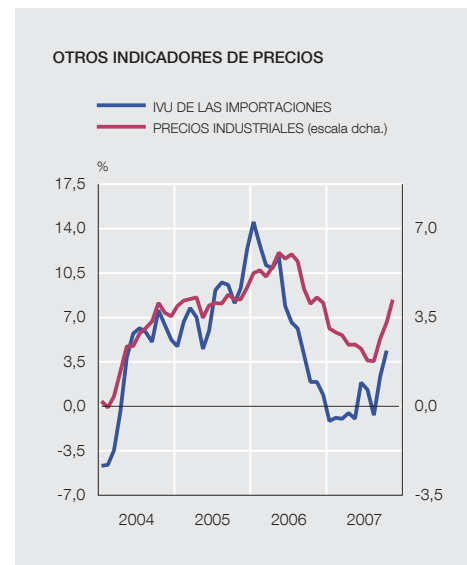
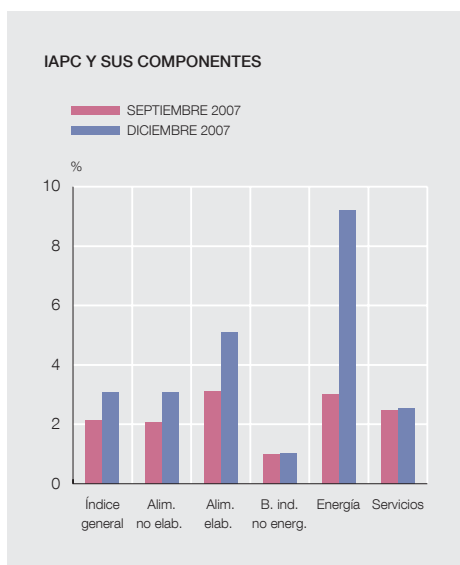
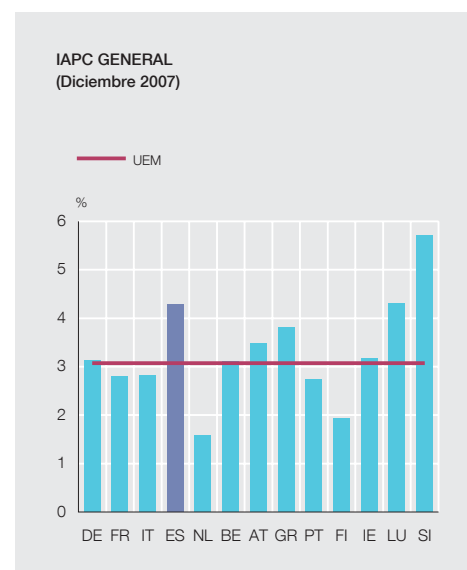
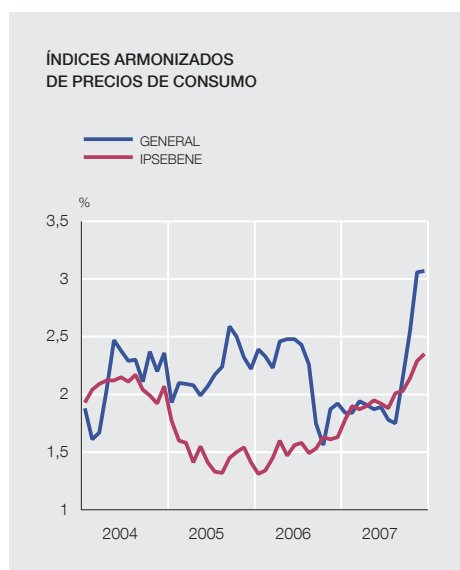


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

b. Series normalizadas.

superávit de la balanza de bienes — como consecuencia del mayor incremento de las exportaciones que de las importaciones (9% y el 5,2% en tasa interanual, respectivamente)— y, en menor medida, de la mejora de la balanza de servicios, que compensaron con creces el aumento del déficit acumulado de las balanzas de renta y de transferencias corrientes. Por otra parte, entre enero y octubre de 2007 se produjeron entradas netas de capital en forma de inversiones de cartera de 243 mm de euros, un 25% más elevadas que en el mismo período de 2006. Las salidas netas en concepto de inversiones directas (92,3 mm de euros) fueron similares a las registradas el año anterior. De esta forma, el superávit de la balanza básica acumulado entre enero y octubre de 2007 registró un aumento notable respecto al observado en igual período hace un año (véase gráfico 14).



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Según la agregación de los programas de estabilidad de cada país actualizados en diciembre de 2007, se estima que el déficit presupuestario en la zona del euro para ese año se reduzca 0,7 puntos con respecto al año anterior, hasta situarse en el 0,8% del PIB (véase cuadro 2). Este dato coincide con las últimas previsiones de la Comisión, de otoño de 2007. La disminución del déficit se debe en gran medida a una caída del gasto público por factores cíclicos y transitorios (en 2006 el gasto en la zona del euro fue un 0,3% más elevado, por la devolución imperativa de ingresos por IVA aplicado a algunos productos y la asunción de la deuda de los ferrocarriles por parte de Italia). Los ingresos se mantuvieron, ya que el recorte de impuestos directos y contribuciones a la Seguridad Social se contrarrestó por un aumento de la imposición indirecta. En cuanto al déficit estructural, la corrección es menor, pasando del 1,1% del PIB en 2006 al 0,7% en 2007.

Es reseñable que, por primera vez desde 2000, el saldo presupuestario no supera en ningún país de la zona del euro el límite establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (incluidos Italia y Portugal, que tienen procedimientos de déficit excesivo abiertos). Sin embargo, de

	% del PIB							
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)						DEUDA (b)	
	2006	2007 (c)	2007 (d)	2008 (c)	2008 (d)	2009 (d)	2007 (d)	2008 (d)
Bélgica	0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	84,6	81,7
Alemania	-1,6	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,2	64,5	62,6
Grecia	-2,5	-2,7	-2,9	-1,6	-1,8	-1,8	93,7	91,1
España	1,8	1,8	1,8	1,2	1,2	0,6	36,3	34,6
Francia	-2,5	-2,4	-2,6	-2,3	-2,6	-2,7	64,3	64,1
Irlanda	2,9	0,5	0,9	-0,9	-0,2	-0,6	25,2	26,9
Italia	-4,4	-2,4	-2,3	-2,2	-2,3	-2,3	104,3	102,9
Luxemburgo	0,7	1,0	1,2	0,8	1,0	1,4	6,6	6
Holanda	0,6	-0,2	-0,4	0,5	0,5	1,3	46,8	44,8
Austria	-1,4	-0,7	-0,8	-0,6	-0,7	-0,4	60	58,4
Portugal	-3,9	-3,0	-3,0	-2,4	-2,6	-2,4	64,4	64,7
Eslovenia	-1,2	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-0,8	25,6	24,5
Finlandia	3,8	4,5	4,6	3,7	4,2	4,0	35,7	32,4
Malta	-2,5	-1,6	-1,8	-1,2	-1,6	-1,0	63,1	61,3
Chipre	-1,2	1,5	-1,0	0,5	-0,8	-0,6	60,5	53,3
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)								
Saldo primario	1,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0		
Saldo total	-1,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8		
Deuda pública	68,6	66,6	66,5	64,8	65,0	63,4		

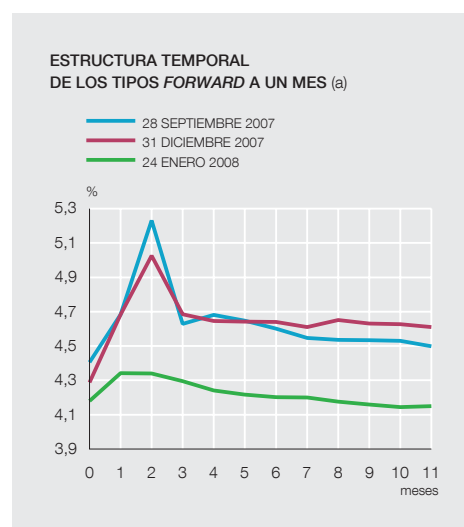
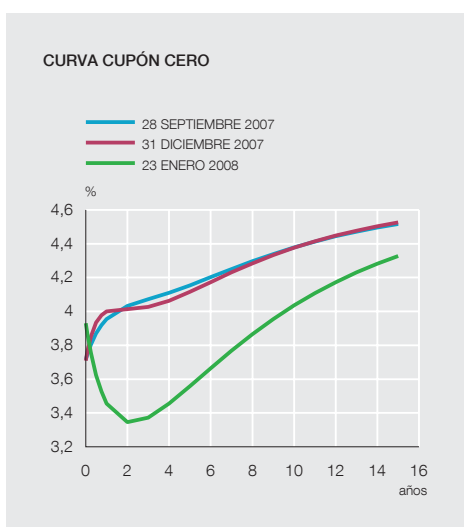
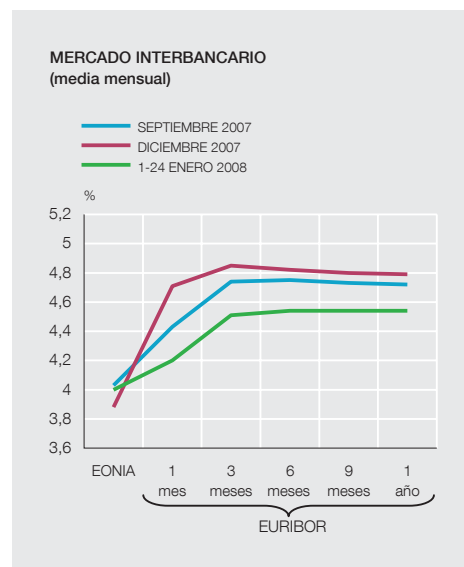
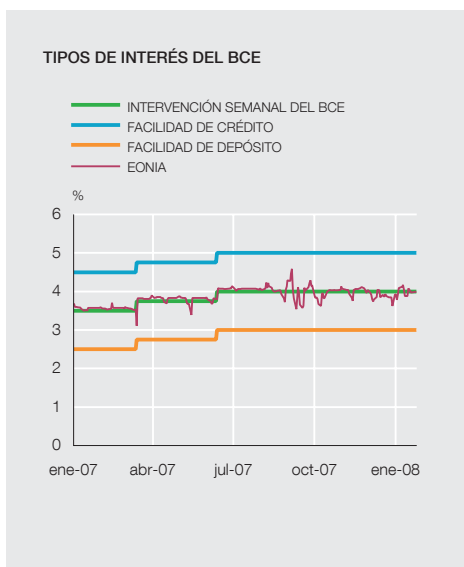
FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
 b. Deuda pública en % del PIB. Se han sombreado las celdas en las que la deuda supera el 60% del PIB.
 c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2007 y principios de 2008.
 d. Previsiones de otoño de 2007 de la Comisión Europea.

entre los diez países de la zona del euro que aún no han cumplido los objetivos de medio plazo, solo Alemania, Italia y Portugal han reducido su déficit estructural en, al menos, el 0,5%, tal y como se acordó en el PEC. En el caso de Francia, se mantiene un saldo presupuestario negativo, pese a la situación macroeconómica favorable, debido, en gran medida, a un recorte discrecional de los impuestos tras las elecciones presidenciales de mayo de 2007. En cuanto a Italia, la fuerte caída del déficit estimada para 2007 viene causada, principalmente, por factores temporales (ya mencionados en el párrafo anterior), así como por el incremento de la recaudación por impuestos directos. La ratio de deuda pública/PIB en el área del euro se estima que disminuirá en 2007 hasta el 66,5% (respecto al 68,6% de 2006).

Para el año actual, no se esperan mayores esfuerzos de consolidación fiscal. Según el informe de otoño de la Comisión y la agregación de los programas de estabilidad, se prevé que el déficit presupuestario se mantenga (0,9% del PIB). La reducción del gasto en porcentaje del PIB se verá compensada con una disminución de los ingresos por recortes impositivos (impuesto de sociedades en Alemania) y de las contribuciones a la Seguridad Social (tanto en Alemania como en Francia). Además, algunos gobiernos prevén utilizar parte de los ingresos extraordinarios para incrementar los gastos, en vez de reducir el déficit y la deuda.

Es de destacar, por lo tanto, la insuficiente implementación del brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, ya que, mientras que la bonanza económica y los ingresos temporales extraordinarios han creado unas condiciones favorables para progresar de forma rápida



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

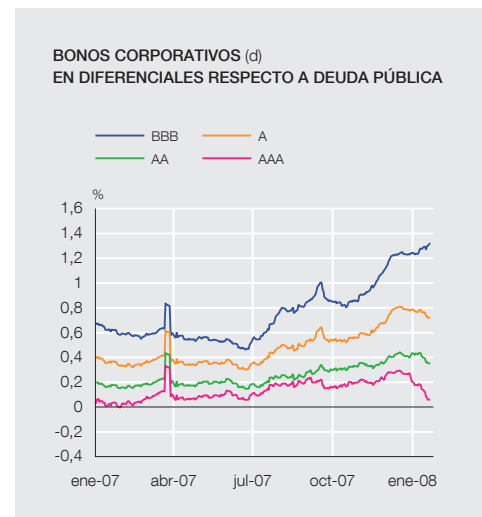
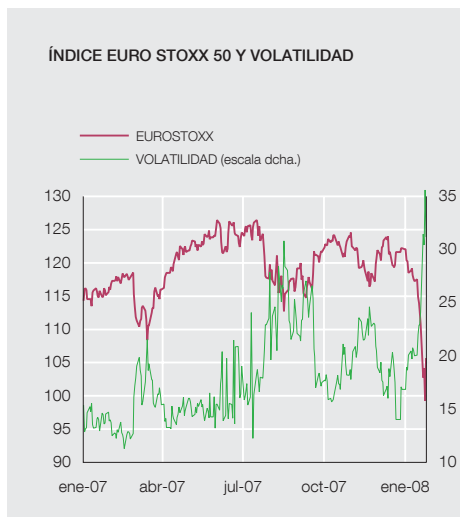
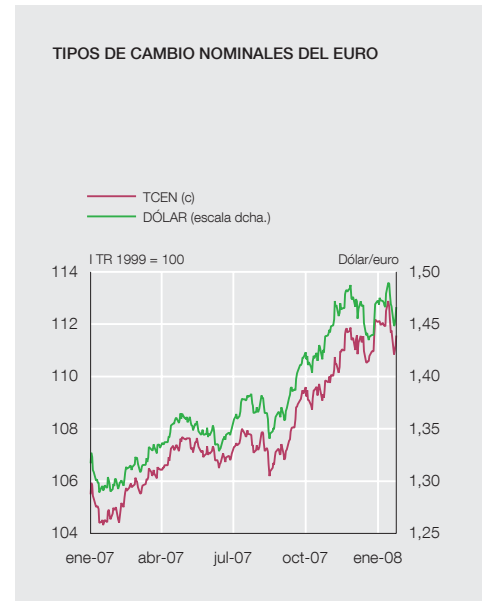
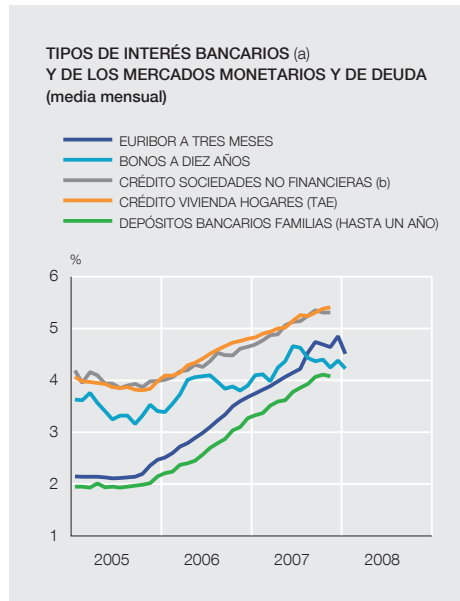
a. Estimados con datos del EURIBOR.

hacia los MTO en los países que aún no los han alcanzado, los esfuerzos de consolidación fiscal en términos estructurales están siendo limitados.

3.2 Evolución monetaria y financiera

En el último trimestre de 2007 las tensiones financieras, desencadenadas el pasado verano por los problemas del mercado de hipotecas de alto riesgo americano, se agudizaron. Durante dicho período, y especialmente a finales de año, predominó una elevada volatilidad en todos los mercados, el proceso de reevaluación de riesgos se intensificó y los problemas de liquidez en los mercados —particularmente, en el interbancario— se acentuaron. A estas perturbaciones se sumaron los repentes en los precios de las materias primas energéticas y alimentarias, así como nuevos datos sobre la desaceleración de la economía norteamericana. Estos acontecimientos desencadenaron movimientos de corrección en las cotizaciones bursátiles y presiones depreciatorias sobre el dólar estadounidense.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo los tipos de interés de intervención en el 4%, dada la incertidumbre sobre el impacto potencial de la reevaluación en curso

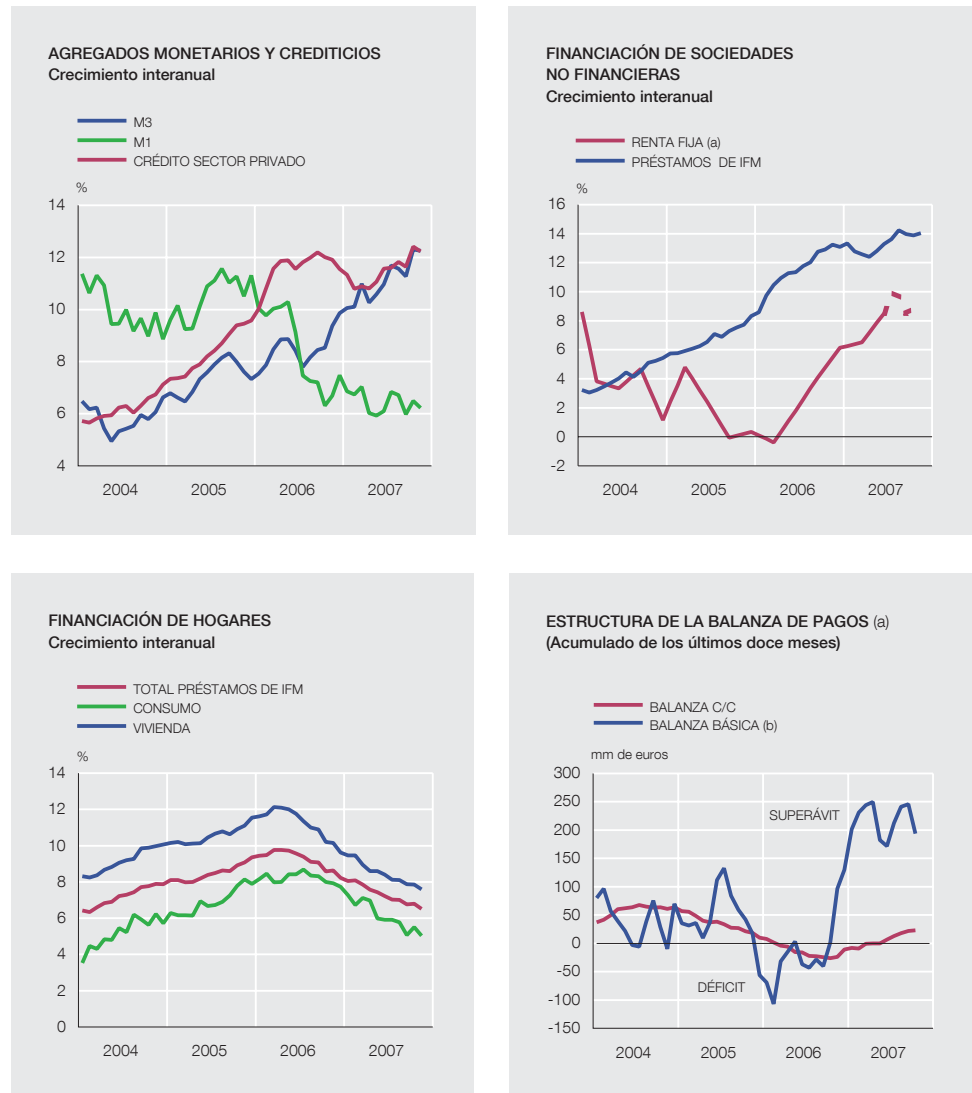


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- 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.

de los riesgos en los mercados financieros sobre la economía del área. No obstante, al mismo tiempo subrayó que la información disponible confirmaba plenamente los riesgos alcistas que se ciernen sobre la estabilidad de precios en el medio plazo, en un contexto de fundamentos económicos sólidos y de crecimiento muy vigoroso de los agregados monetarios y crediticios. Además, el Consejo de Gobierno indicó que se mantiene preparado para actuar preventivamente para evitar que se materialicen los efectos de segunda vuelta y, en consecuencia, para que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanezcan firmemente ancladas en niveles acordes con el objetivo de estabilidad de precios.

En los mercados interbancarios se produjo a lo largo del trimestre un recrudescimiento de las tensiones observadas desde agosto, provocadas por la escasa disposición de las en-



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.

tidades bancarias a prestarse fondos entre sí a plazos superiores a una semana (véase gráfico 12). Por ello, pese a que el EONIA osciló con cierta volatilidad en torno al 4%, los tipos de interés de los depósitos a plazos iguales o superiores a un mes llegaron a repuntar hasta el 4,9% a mediados de diciembre, debido, en parte, a un efecto calendario de fin de año. Como se detalla en el recuadro 3, estas tensiones motivaron la intervención del BCE, que consiguió corregir parcialmente la situación en los mercados, de forma que los tipos de interés de los depósitos a plazos superiores a un mes oscilan en la actualidad en el entorno del 4,3%, es decir, en niveles unos 30 pb más reducidos que los vigentes a finales de octubre.

Los rendimientos de la deuda pública a diez años experimentaron en los últimos meses de 2007 cierta volatilidad, en línea con los movimientos de fondos en búsqueda de un refugio seguro o del repunte en las expectativas de inflación (véase gráfico 13). Desde inicios de 2008 registraron un descenso de algo más de 30 pb y se situaron a la fecha de cierre de este Boletín en el entorno del 4,1%. En los mercados de bonos privados, tal y como se ilustra en el recua-

dro 3, prosiguió el gradual aumento de los diferenciales de rentabilidad, lo que, unido a la falta de liquidez, habría dificultado la obtención de fondos a medio y largo plazo.

En los mercados de renta variable, la evolución de los índices bursátiles durante el cuarto trimestre se caracterizó por la ausencia de tendencias claras y niveles de volatilidad relativamente elevados, aunque inferiores a los observados en el trimestre precedente. Así, en el conjunto de 2007 el índice EUROSTOXX amplió aumentó casi un 5%. No obstante, en los días transcurridos de enero se sucedieron varias jornadas de pérdidas, que arreciaron con la abrupta corrección de las bolsas mundiales desencadenada el 21 de enero. Solo en esa jornada, el EUROSTOXX amplió cayó un 6,5%, de forma que desde comienzos de año las pérdidas acumuladas superan el 13%. En cualquier caso, todavía es prematuro realizar una valoración ajustada de este último episodio de turbulencias. En los sectores de la construcción y de servicios financieros continuó el proceso de ajuste de las cotizaciones, de forma que desde octubre registraron caídas claramente superiores a las de los índices generales.

El tipo de cambio del euro también estuvo condicionado por los episodios de inestabilidad financiera, la desaceleración de la economía norteamericana y las perspectivas de evolución divergente de los tipos de interés en este país y en la UEM. Así, desde finales de septiembre hasta el cierre de este Boletín el euro se apreció en torno a un 2% en términos efectivos, y cerca de un 3,4% frente al dólar (véase gráfico 13).

La demanda de activos líquidos y seguros prosiguió siendo relativamente intensa, en un contexto de poca pendiente de la curva de rendimientos y de aumento de la percepción de riesgos. Con datos hasta noviembre, el agregado monetario M3 se expandió a ritmos elevados en términos interanuales, superiores al 12% (véase gráfico 14). Dentro del agregado más amplio, los componentes más líquidos —el efectivo y los depósitos a corto plazo— se desaceleraron, mientras que los valores negociables crecieron a tasas superiores al 20%.

El crédito al sector privado continuó mostrando un gran dinamismo en la última parte del año. Por componentes, los préstamos otorgados a las empresas no financieras aumentaron de ritmo, hasta el 14% en noviembre, mientras que los concedidos a hogares se ralentizaron en todas sus finalidades, hasta una tasa del 6,5%. Dentro de estos, los préstamos para la adquisición de vivienda crecieron un 7,6%, y los destinados al consumo, un 5%. Por su parte, los préstamos a instituciones financieras no monetarias se aceleraron, hasta una tasa superior al 23%. Este componente, cuyo peso en el total no es importante, debió probablemente su dinamismo a la dificultad de estas instituciones, en el contexto de la actual crisis de liquidez, para financiarse en el mercado y a su recurso a la renovación o prolongación de sus líneas de crédito con las entidades bancarias.

En cualquier caso, pese a la pujanza del crédito hasta noviembre, en la Encuesta de Préstamos Bancarios de enero —referida al cuarto trimestre de 2007— se constata un endurecimiento adicional de las condiciones de concesión de crédito aplicadas por las entidades tanto a las sociedades no financieras como a los hogares, en un contexto de empeoramiento de las expectativas sobre la situación económica general. La restricción afectó en mayor medida a las empresas de mayor tamaño y a los préstamos a plazos más dilatados. En cuanto a los hogares, las condiciones para la obtención de préstamos también se volvieron más estrictas, lo que se debió, además de a las expectativas económicas en general, al deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda —en el caso de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda— y a la percepción de un deterioro de la calidad crediticia de los consumidores —en el caso de los préstamos destinados al consumo—.

4 La economía española

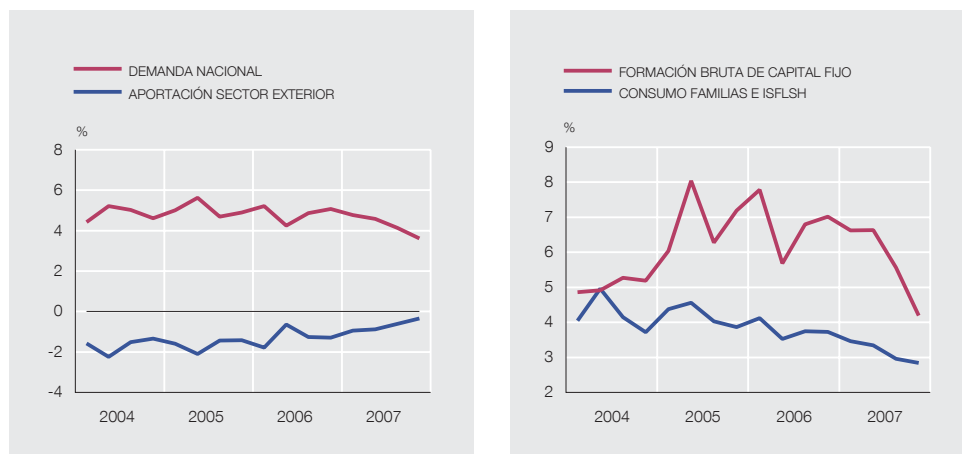
Según las estimaciones de la CNTR, el crecimiento interanual del PIB se situó en el tercer trimestre de 2007 en el 3,8%, dos décimas inferior al de los tres meses precedentes. Ello supuso una continuación de la ligera desaceleración mostrada desde el comienzo del año, que se vio acompañada por un nuevo avance en el proceso de reequilibrio entre las contribuciones respectivas de los componentes interno y externo del gasto. En términos intertrimestrales, la ralentización tuvo la misma magnitud, situándose la tasa de aumento en el 0,7%. La información disponible para el trimestre final del pasado ejercicio sugiere que esas tendencias apuntadas a lo largo del año se han mantenido, de modo que la tasa interanual de crecimiento del producto podría haber experimentado una ralentización adicional de tres décimas, hasta el 3,5%, con un ritmo de avance intertrimestral una décima superior al del tercer trimestre. Esta moderación del dinamismo de la actividad provendría de la pérdida de empuje de la demanda nacional (cuya tasa de crecimiento podría haber disminuido en 0,5 pp, hasta el 3,6%), en tanto que la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB habría seguido mejorando, hasta situarse en -0,3 pp (véase gráfico 15).

Con esta estimación para el trimestre final de 2007, el crecimiento del PIB en el conjunto del año habría sido del 3,8%, una décima por debajo de la tasa observada en 2006. Esta leve moderación del ritmo de expansión del producto de la economía vino determinada por el menor dinamismo de la demanda nacional, que creció a una tasa del 4,3%, inferior en medio punto porcentual a la observada en el ejercicio precedente, en tanto que la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del PIB mejoró en esa misma cuantía, hasta el -0,7% del PIB. Entre los componentes de la demanda nacional, la pérdida de impulso fue patente en el caso del consumo privado y, en particular, en el de la inversión en construcción, mientras que la inversión en bienes de equipo acrecentó su dinamismo en comparación con 2006. Por su parte, la mejora del saldo exterior neto fue fruto tanto de la notable pujanza de las exportaciones como de la desaceleración de las importaciones, en línea con el menor vigor mostrado por la demanda final.

Por el lado de la oferta, se estima que la desaceleración del valor añadido recayó en el cuarto trimestre sobre la totalidad de las ramas productivas, con la excepción de la energía. Con todo, la actividad en los servicios, tanto en los de mercado como en los no destinados a la venta, habría mostrado un notable vigor. Los indicadores de empleo apuntarían, asimismo, a una cierta pérdida de dinamismo, de magnitud algo superior a la del producto, de forma que la productividad aparente del trabajo habría repuntado, creciendo en el conjunto de la economía a tasas en torno al 1%. Además, se estima que la remuneración por asalariado se expandió también a un ritmo similar al que se viene observando desde el comienzo del año, de modo que los costes laborales unitarios habrían crecido por debajo del 3%. Por lo que respecta a los precios de consumo, en el cuarto trimestre del año tuvo lugar un fuerte repunte de la tasa de expansión interanual del IPC, hasta cerrar el año en el 4,2%, frente al 2,7% de septiembre. Esta evolución desfavorable se debió, como en otros países, al encarecimiento de los bienes energéticos y de los alimentos elaborados.

4.1 Demanda

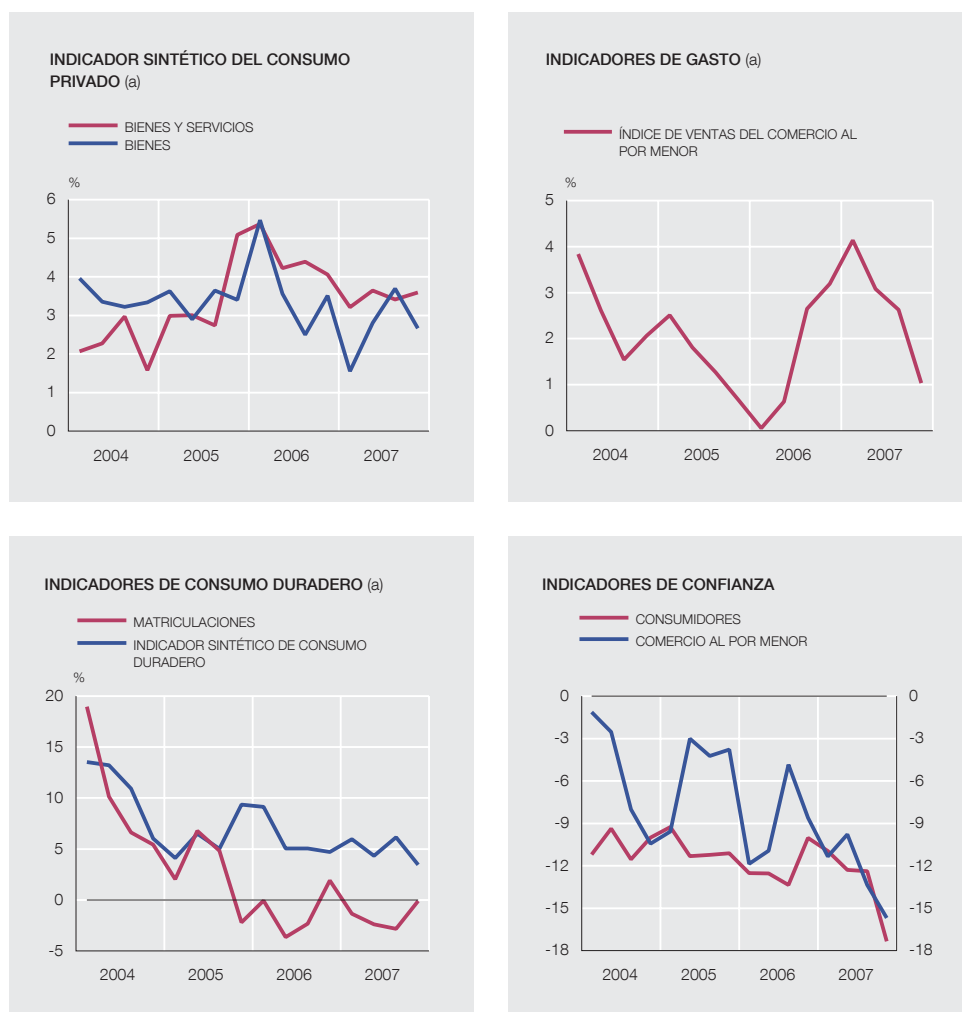
En el tercer trimestre de 2007, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH creció un 3% interanual, 0,3 pp menos que en el trimestre anterior, con lo que se prolongó la gradual inflexión a la baja de los trimestres precedentes. La información coyuntural más reciente apunta a una continuación de esta tendencia en el trimestre final del año (véase gráfico 16). En concreto, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista registraron descensos significativos en el cuarto trimestre, en comparación con el tercero, probable-



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.

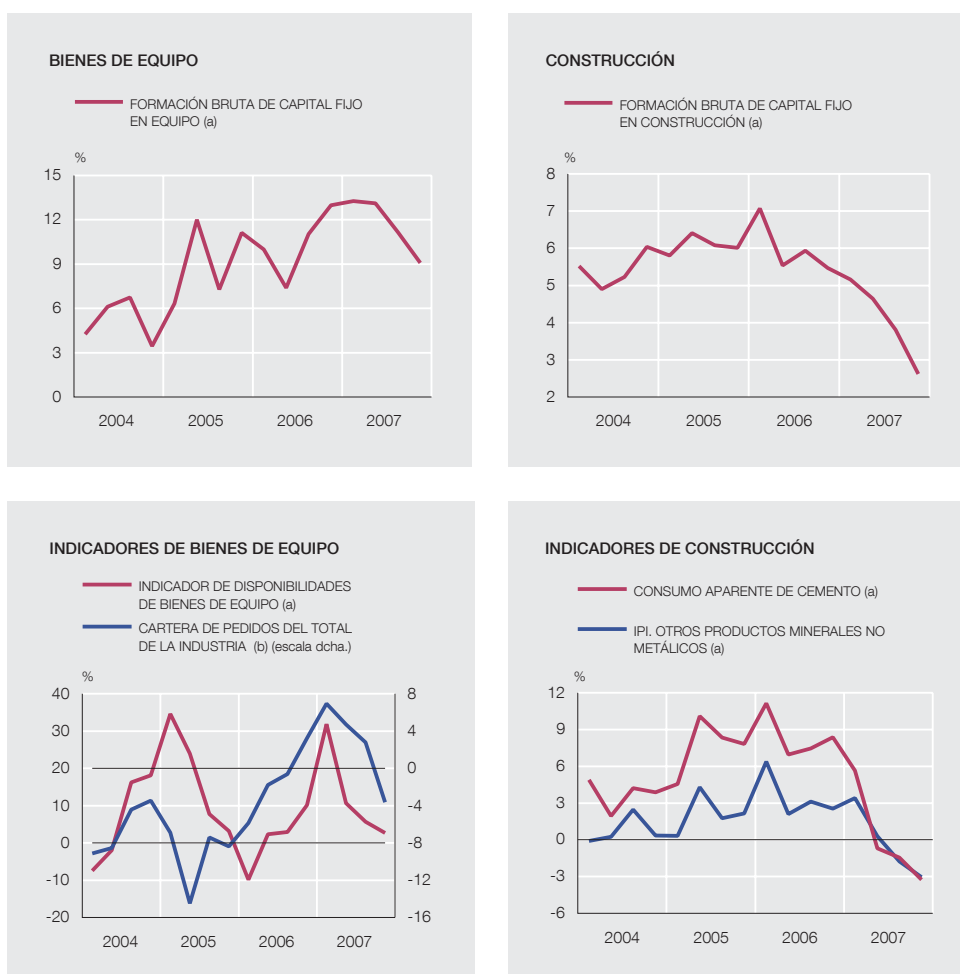
mente influidos por la incertidumbre creada por las turbulencias en los mercados financieros. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de la Agencia Tributaria de las ventas interiores de grandes empresas de bienes y servicios destinados al consumo referidos a octubre y noviembre apuntan a un menor dinamismo, una vez corregidos de algunas anomalías observadas en ese período. Asimismo, el índice del comercio al por menor real registró en ese mismo período una desaceleración sustancial respecto al tercer trimestre, que resulta coherente con el descenso de la confianza de los comerciantes minoristas. Por último, dentro de los bienes de consumo duradero, las matriculaciones de automóviles mostraron un mejor comportamiento en el cuarto trimestre, aunque este resultado está afectado por el dato positivo de diciembre, mes en el que probablemente se anticiparon compras ante la entrada en vigor en 2008 del nuevo impuesto de matriculación.

El moderado deterioro de las perspectivas del consumo privado en el tramo final del año resulta coherente con la evolución de sus determinantes. Así, si bien la renta disponible de los hogares habría seguido experimentando un crecimiento sostenido en términos nominales como consecuencia de la fortaleza de la creación de empleo, el repunte inflacionista de los meses finales del año habría producido una merma en términos reales. Además, la disminución del ritmo de avance de su riqueza, tanto real como financiera, junto con la reducción de la confianza de las familias y el entorno de menor holgura financiera, podrían haber comenzado a favorecer una estabilización de la tasa de ahorro de las familias, tras el descenso que ha venido mostrando en los últimos años. No obstante, las cuentas no financieras de los sectores institucionales del tercer trimestre de 2007 revelan que, hasta ese momento, no se había truncado aún tal tendencia.

El consumo final de las Administraciones Públicas acrecentó su dinamismo en el tercer trimestre de 2007, hasta alcanzar un incremento interanual del 5,8% (ocho décimas más que en el segundo). La información disponible sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado permite prever una continuación del crecimiento vigoroso de este componente de la demanda en los tres meses finales del pasado ejercicio.

Dentro de una tónica de notable fortaleza, la formación bruta de capital fijo mostró una menor pujanza en el tercer trimestre de 2007, al crecer un 5,6%, un punto porcentual menos que en los tres meses anteriores. Este resultado fue fruto de la ralentización de todos sus componentes, algo más intensa en el caso de la inversión en bienes de equipo, cuya tasa de crecimiento se moderó en 1,9 pp, hasta el 11,2% (véase gráfico 17). Por su parte, la inversión en construcción y en otros productos se desaceleraron en ocho y siete décimas, respectivamente, registrando crecimientos del 3,8% y del 3,5%. La información que se desprende de los indicadores referidos al último trimestre de 2007 apunta a una prolongación de esta tendencia, con una moderación adicional del ritmo de avance de los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo.

Los indicadores referidos al gasto en bienes de equipo trazan unas perspectivas de continuación de la fortaleza de este componente, que sigue siendo el más dinámico de la demanda. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos para el cuarto trimestre de 2007, ha seguido evolucionando, en la etapa más reciente, dentro de la senda de moderación de su ritmo de avance iniciada al comienzo del año, fruto de la suavización de las tasas de expansión de la producción interior de este tipo de bienes y de la recuperación experimentada por las exportaciones. Por su parte, el indicador del clima en la industria de bienes de equipo repuntó en los meses de octubre y noviembre, como consecuencia de la mejora de las expectativas de producción futura. Además, también se produjo un avance en la cartera de pedidos prevista.



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.

La evolución reciente de la inversión en bienes de equipo se sigue sustentando en la relativa fortaleza de la demanda final, en un contexto en que las elevadas tasas de crecimiento de los beneficios empresariales están facilitando la disponibilidad de recursos propios para la financiación del gasto. No obstante, la ligera reducción del nivel de utilización de la capacidad productiva en el cuarto trimestre representa un indicio de que la gradual desaceleración de la demanda podría comenzar a moderar los planes de inversión de las empresas. Adicionalmente, la ejecución de estos últimos podría verse dificultada por el aumento de la carga financiera resultante del recurso creciente a las fuentes de financiación ajenas — como pone de manifiesto el aumento paulatino de las necesidades de financiación del conjunto de empresas no financieras (que alcanzó el 10,6% del PIB en términos acumulados en los cuatro trimestres hasta el tercero de 2007) —, en un contexto de subidas de los tipos de interés del crédito. Finalmente, el entorno actual de inestabilidad de los mercados crediticios podría comportar un endurecimiento de las condiciones de concesión de esa financiación.

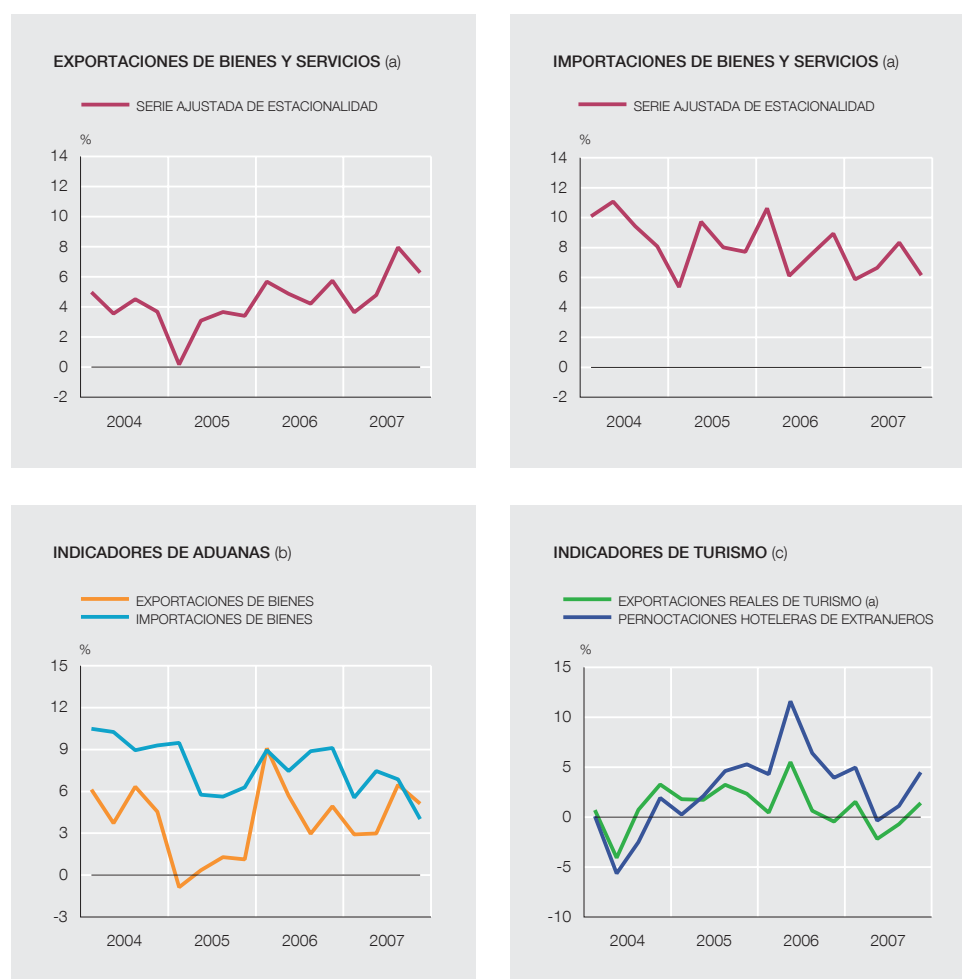
La inversión en construcción continuó prolongando en los meses de verano la tónica de debilitamiento que este componente de la demanda viene mostrando desde el segundo trimestre de 2006, a pesar de lo cual aún mantuvo un dinamismo apreciable. En concreto, según la

CNTR, el crecimiento registrado en el tercer trimestre de 2007 fue del 3,8%, ocho décimas menos que en los tres meses anteriores. Esta pérdida de tono fue común a la inversión residencial y al resto de construcciones, cuyas tasas de avance experimentaron disminuciones de ocho y nueve décimas, hasta situarse en el 2,9% y el 4,8%, respectivamente.

Los indicadores disponibles más recientes apuntan a una continuación de esas tendencias en el trimestre final del año, debido al menor dinamismo mostrado por la edificación, ya sea o no residencial. En esta dirección apuntan los indicadores de empleo y de consumos intermedios del sector, que sirven para evaluar, con carácter contemporáneo, la situación del conjunto del sector de la construcción. Por un lado, la ralentización del número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social en esta rama ya apuntada al final del tercer trimestre se intensificó en el cuarto, hasta registrarse una tasa interanual próxima a cero. Al mismo tiempo, el paro registrado en la construcción mostró un aumento significativo en el trimestre. Por otro lado, en octubre y noviembre se acentuó el ritmo de contracción de la fabricación de productos intermedios que venía observándose en meses anteriores, en tanto que el consumo de cemento mantuvo en el cuarto trimestre el tono deprimido del tercero. Finalmente, en los meses finales del año el indicador de confianza de los empresarios del sector experimentó un notable deterioro, hasta alcanzar su valor mínimo desde agosto de 2002.

En el caso de la inversión residencial, los datos de la serie de visados de nuevas viviendas, disponibles hasta octubre, continúan mostrando un intenso ritmo de contracción interanual, si bien todavía se encuentran distorsionados por la entrada en vigor en 2006 del Código Técnico de Edificación. Por otro lado, el descenso en el número de viviendas iniciadas augura una mayor moderación de la inversión en vivienda en el futuro, coherente con el menor tono de la demanda que se desprende del retroceso reciente en el número de transacciones. En el caso de la edificación no residencial, las perspectivas son algo más positivas, pues, aunque también se observa una contracción en el número de proyectos visados en los colegios profesionales, esta es menos intensa que en el caso de la vivienda. Finalmente, en el caso de la obra civil cabe esperar que se mantenga el dinamismo mostrado en los meses finales de 2007, aunque con un tono posiblemente más moderado, a juzgar por el retroceso observado recientemente en la licitación de nuevos proyectos.

Según los últimos datos de la CNTR, en el tercer trimestre de 2007 la demanda exterior neta detrajo 0,6 pp al crecimiento del PIB, tres décimas menos que en la primera mitad del año, lo que supone la continuación del proceso de corrección iniciado a mediados de 2005. Esta mejora se produjo en un contexto de mayor dinamismo de los flujos comerciales exteriores, especialmente de las exportaciones de bienes y servicios, que incrementaron 3,2 pp su tasa de variación interanual en el tercer trimestre, hasta situarse en el 8% (véase gráfico 18). Las importaciones, por su parte, también reflejaron cierta aceleración, aunque de menor magnitud, situando su tasa de crecimiento en el 8,3%, superior en 1,7 pp a la observada en el trimestre anterior. Estos resultados se han producido, no obstante, en un contexto de ralentización del comercio mundial, que, tras haber crecido por encima del 9% en el ejercicio previo, ha ido recortando su ritmo de avance hasta tasas en torno al 6% en el tercer trimestre de 2007, debido tanto al menor vigor de las importaciones de algunos de nuestros principales mercados —como Alemania y el Reino Unido— como a la moderación de la demanda del mercado norteamericano y de otras economías desarrolladas, mientras que los países emergentes han mantenido un elevado dinamismo. En un contexto de apreciación del euro, los indicadores de competitividad-precio calculados con precios de consumo se deterioraron en el tercer trimestre, si bien los elaborados con costes laborales unitarios, tanto de la economía total como de las manufacturas, registraron una mejora.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, 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.

La información disponible para el último trimestre de 2007, aún incompleta, apunta a un mantenimiento del dinamismo de las exportaciones, sustentado en el sólido avance de los mercados emergentes, si bien su ritmo de crecimiento podría haberse visto algo ralentizado por la apreciación del euro y cierta pérdida de impulso de los mercados europeos. Por su parte, a pesar del abaratamiento resultante de la apreciación cambiaria, las importaciones de bienes y servicios habrían mostrado un tono menos expansivo, en línea con la menor fortaleza de la demanda final. Como resultado de esta evolución de los flujos comerciales, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto podría haber registrado una mejora adicional en el cuarto trimestre de 2007, hasta situarse en -0,3 pp del PIB.

Según la CNTR, en el tercer trimestre de 2007 las exportaciones reales de bienes incrementaron su ritmo de avance interanual en 1,6 pp, hasta el 6,4%, prolongando el perfil de mejora que iniciaron en el trimestre previo. De acuerdo con las cifras de comercio exterior de Aduanas, las exportaciones reales de bienes crecieron un 8,2% el conjunto de octubre y noviembre, lo que supone una intensificación del comportamiento más expansivo mostrado por este indicador en el tercer trimestre de 2007 (en el que la tasa de aumento fue del 6,7%), tras la mayor atonía del primer semestre del año. Por áreas geográficas, las exportaciones tanto a

la UEM como al conjunto de la UE moderaron sus tasas de crecimiento en términos reales, hasta cifras inferiores al 2%. En los mercados no europeos, en cambio, los incrementos fueron mucho mayores, destacando las elevadas tasas observadas en las exportaciones dirigidas a China, Rusia, Estados Unidos y los países de la OPEP, áreas que, no obstante, representan en conjunto una proporción inferior al 10% del total de ventas al exterior. Por grupos de productos, destaca el mayor dinamismo de las exportaciones de bienes de equipo, al tiempo que las ventas de bienes intermedios prolongaron el tono expansivo del tercer trimestre. De acuerdo con los datos de Aduanas, en el conjunto de los diez primeros meses del año las exportaciones reales de bienes moderaron ligeramente su ritmo de avance, hasta el 4,8%, frente al 5,6% que aumentaron en el promedio de 2006, lo que, por grupos de productos, responde al tono menos expansivo de las ventas al exterior de bienes de consumo y de equipo.

Las exportaciones reales de servicios turísticos volvieron a registrar, de acuerdo con los datos de la CNTR, un comportamiento contractivo en el tercer trimestre de 2007, aunque más atenuado que en los tres meses anteriores, en línea con el perfil de cierta mejora que registraron los principales indicadores reales de turismo durante el verano. En concreto, el descenso fue del 0,7%, frente a la tasa del -2,2% del segundo trimestre. Los indicadores del sector apuntan a una prolongación de este tono más expansivo en los meses finales del año. En este sentido, tanto las entradas de turistas extranjeros en territorio español como el número de pernoctaciones realizadas en hoteles mantuvieron una senda ascendente en el cuarto trimestre. No obstante, el gasto total de estos turistas creció en ese período a una tasa nominal interanual idéntica a la mostrada en el tercer trimestre, como consecuencia de la desaceleración del gasto medio por turista.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos mostraron un gran dinamismo en el tercer trimestre de 2007, en que crecieron un 22,8%, muy por encima del 11,9% del trimestre previo. En particular, de acuerdo con el indicador nominal de Balanza de Pagos, en ese período destacó el notable impulso registrado por los ingresos por servicios prestados a las empresas, así como el vigor adquirido por otras rúbricas de menor peso en la estructura exportadora, como los servicios informáticos, financieros y de seguros. La escasa información disponible acerca de la evolución de los otros servicios en el último trimestre del año, que se limita a los datos nominales de la Balanza de Pagos correspondientes a octubre, apunta a una continuación del comportamiento fuertemente expansivo de los ingresos por este concepto.

En el tercer trimestre de 2007, el ritmo de avance de las importaciones reales de bienes se intensificó en un punto porcentual, hasta el 7,2%, de acuerdo con los datos de la CNTR. La información de Aduanas correspondiente a los meses de octubre y noviembre apunta a una notable desaceleración —hasta el 3,5%—, como consecuencia de la pérdida de vigor de las compras al exterior de bienes de consumo e intermedios (tanto energéticos como no energéticos). Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo cobraron una mayor pujanza, retornando a tasas positivas de avance, tras el descenso experimentado en el tercer trimestre. Esta moderación de las importaciones en el tramo final del año resulta coherente con la ralentización de la demanda final y de la producción industrial. Por lo que se refiere al conjunto de los diez primeros meses de 2007, las importaciones reales de bienes crecieron, según los datos de Aduanas, un 6%, 2,6 pp por debajo del aumento medio observado en 2006. Esta desaceleración se debió a los componentes de bienes intermedios —tanto energéticos como no energéticos— y de consumo no alimenticio. Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo experimentaron un fuerte repunte en el conjunto del período.

Por último, los datos de la CNTR arrojan una aceleración de las importaciones reales de servicios en el tercer trimestre del pasado ejercicio, hasta el 12,8% en tasa interanual (lo que

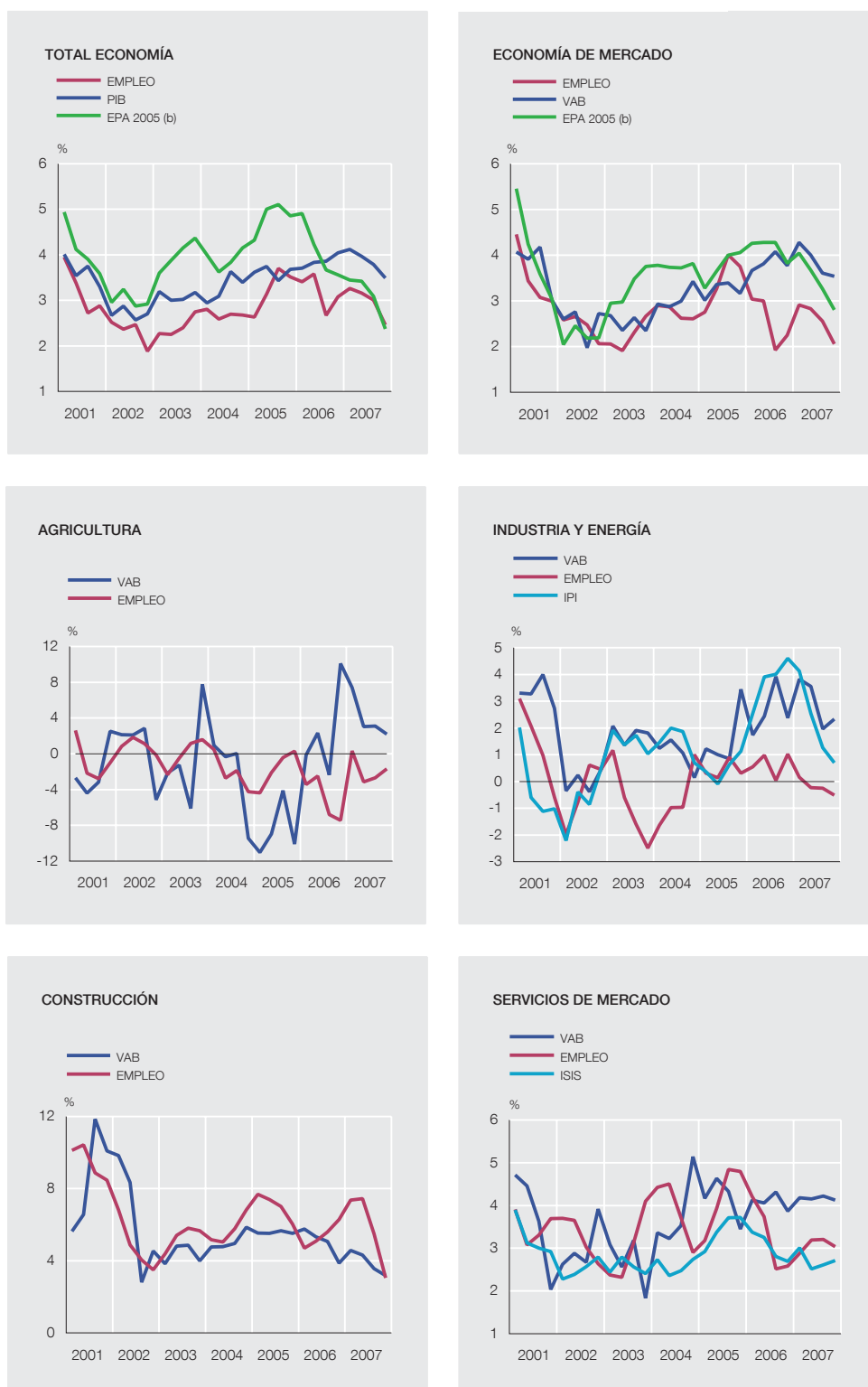
supone 4,3 pp más que en el trimestre precedente). El tono más vigoroso de este componente de las compras al exterior se debió, fundamentalmente, al notable impulso experimentado por el componente de servicios no turísticos, cuya tasa interanual se aceleró en 5 pp, hasta el 14,3%. De acuerdo con la evolución del indicador de Balanza de Pagos, el dinamismo de los pagos nominales por otros servicios se vio impulsado por las rúbricas de transporte y servicios prestados a las empresas, al tiempo que repuntaron otras partidas menores, como los servicios financieros o los servicios de construcción. Del mismo modo, los pagos por *royalties* mostraron un notable incremento, en contraste con la tónica de retroceso que habían mantenido en los últimos cuatro trimestres. Según las cifras más recientes de Balanza de Pagos, correspondientes al mes de octubre, los pagos nominales por otros servicios habrían acrecentado su dinamismo en ese mes. En cuanto a las importaciones reales de servicios turísticos, también exhibieron cierta aceleración en el tercer trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual en el 6% —tras el 4,5% del segundo—.

4.2 Producción y empleo

En el tercer trimestre de 2007, la actividad de la economía de mercado registró una desaceleración, de modo que la tasa de crecimiento de su valor añadido bruto disminuyó, según la CNTR, en 0,4 pp con respecto al segundo trimestre, hasta situarse en el 3,6% (véase gráfico 19). Esta pauta vino determinada por el debilitamiento del ritmo de expansión de las ramas de industria y energía y de construcción, mientras que las ramas agraria y pesquera y la de servicios de mercado crecieron a tasas muy similares a las del segundo trimestre. La información disponible para el cuarto trimestre apunta a una moderación adicional del valor añadido de las ramas de mercado, que habría revestido una mayor intensidad en los sectores de la construcción y de la industria.

En las ramas agraria y pesquera se observó, en el tercer trimestre de 2007, un dinamismo análogo al mostrado en los tres meses anteriores, frente a los cuales la tasa de avance aumentó en una décima, hasta el 3,1%. A falta de los datos del último trimestre, el pasado ejercicio presenta un balance expansivo, sustentado tanto en una cierta expansión de la producción vegetal como en la recuperación de la producción animal. No obstante, se registraron retrocesos con respecto al año 2006 en algunos cultivos (tales como las leguminosas, las hortalizas, las frutas o el viñedo), como consecuencia de algunos fenómenos meteorológicos adversos.

La producción de las ramas industrial y energética intensificó notablemente, en el tercer trimestre del pasado ejercicio, el perfil de desaceleración que ya se había observado, de forma mucho más modesta, en el segundo, registrándose un descenso de 1,6 pp en su tasa de avance interanual, hasta el 2%. La pérdida de dinamismo fue más marcada en el caso del sector energético, cuyo valor añadido se desaceleró en 3,7 pp, hasta registrar una caída del 0,3%. Este retroceso responde a un efecto base motivado por las altas temperaturas del verano de 2006, que requirieron un mayor consumo de electricidad para climatización. En cuanto al sector industrial, el descenso en su tasa de avance fue de 1,2 pp, hasta el 2,4%, lo que fue consecuencia del menor pulso de la demanda nacional. En esta rama, el perfil de ralentización ha tenido continuidad en el trimestre final de 2007, según se desprende de la información coyuntural disponible. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, destaca el comportamiento del índice de producción industrial, cuyo componente no energético se desaceleró en el conjunto de los meses de octubre y noviembre, hasta situarse en tasas de crecimiento negativas en este último mes, evolución similar a la seguida por las ventas interiores de bienes industriales de las grandes empresas en ese mismo período. Además, las encuestas de opinión también proporcionan señales de debilidad sobre la evolución de la actividad industrial. Así, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea se redujo en dos puntos en el cuarto trimestre, mientras que el índice de directores de compras (PMI) de ma-



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 Servicio de Estudios según la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

nufacturas lo hizo en 2,2 pp. En todo caso, el contexto exterior continúa contribuyendo al sostenimiento de las perspectivas del sector industrial. Así, la valoración que hacen los empresarios españoles de su cartera de pedidos extranjeros se mantiene en los valores más elevados de los últimos años.

En el tercer trimestre, la actividad constructora continuó evolucionando dentro de la senda de desaceleración iniciada en el segundo. En concreto, en los meses de verano creció a un ritmo del 3,6%, siete décimas menos que en el período comprendido entre abril y junio. Tal y como se ha indicado al analizar la inversión en construcción, esta tendencia a la pérdida de vigor ha persistido en los meses finales del año, al disminuir la iniciación de nuevos proyectos de edificación, tanto residencial como no residencial, y comenzar a descender el impulso en la obra civil, a pesar de lo cual aún mantiene un dinamismo elevado.

La tasa de avance del valor añadido bruto del conjunto de la rama de servicios repuntó hasta el 4,4% en el tercer trimestre de 2007, tras haber permanecido estabilizada en el 4,2% en los cuatro trimestres precedentes. Aunque tanto los servicios de mercado como el resto fueron partícipes de este mayor dinamismo, la aceleración de la actividad (de cinco décimas, hasta el 5%) fue mayor en el segundo caso. Por lo que respecta a los servicios de mercado, el crecimiento registrado fue del 4,2%, con una ganancia de una décima con respecto al trimestre precedente. En el cuarto trimestre del año, el empuje de los servicios de mercado se mantuvo en niveles similares a los del tercero, si se atiende a la estabilidad observada en el ritmo de creación de empleo, según el número de afiliados a la Seguridad Social. Otra información coyuntural, como los indicadores de actividad del sector servicios o el indicador sintético integral de servicios de mercado, presentan, asimismo, un panorama favorable para los meses finales del año. En contraposición, las ventas de servicios de las grandes empresas, en términos reales y corregidas de calendario, redujeron su ritmo de crecimiento en los meses de octubre y noviembre con respecto al tercer trimestre. Además, los indicadores de confianza del sector servicios y del comercio al por menor, elaborados por la Comisión Europea, y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras experimentaron retrocesos en los meses finales del año. En conjunto, el crecimiento de los servicios de mercado podría haber permanecido prácticamente estable en el cuarto trimestre, pues el menor dinamismo mostrado por el comercio y el transporte se habría visto compensado por la mayor pujanza observada en los sectores de comunicaciones y hostelería.

Según la información de la CNTR, el ritmo de creación de empleo prolongó en el tercer trimestre de 2007 la suave moderación observada en el segundo. En concreto, la tasa de avance interanual del empleo se situó en el 3% en el total de la economía y en el 2,6% en la economía de mercado. Ello supuso, en ambos casos, un crecimiento inferior en dos décimas al registrado en el trimestre anterior. Esta suave desaceleración del empleo tuvo una magnitud algo inferior a la observada en la actividad económica, de forma que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo se redujo en una décima, hasta situarse en el 0,8% en el caso del conjunto de la economía y en el 1% en la economía de mercado.

La información correspondiente al último trimestre de 2007 muestra una cierta intensificación de la tendencia a la moderación del crecimiento del empleo. En concreto, el aumento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, calculado con datos medios, se desaceleró en tres décimas en los tres meses finales del pasado ejercicio, hasta situarse en el 2,6%. Además, la contratación registrada en el INEM aceleró en el cuarto trimestre su ritmo de caída, mostrando una tasa interanual del -2,1% (frente al descenso del 0,7% del trimestre precedente). Finalmente, la información de la EPA correspondiente al último trimestre de 2007 refleja una desaceleración del ritmo de creación de empleo —de siete décimas, hasta el 2,4%—.

En cuanto a la desagregación por ramas productivas de los datos de la CNTR referidos al tercer trimestre, cabe destacar la intensidad de la desaceleración del empleo en la construcción, cuya tasa interanual se vio recortada hasta el 5,5%, casi 2 pp menos que al finalizar la primera mitad del año. No obstante, esta rama continuaba siendo la que presentaba un ritmo de generación de empleo más elevado. En los servicios, el número de ocupados creció, al igual que en el segundo trimestre, un 3,2% en las ramas de mercado, mientras que se aceleró en tres décimas, hasta el 4,9%, en las ramas no destinadas a la venta. Finalmente, en la industria y la agricultura el empleo experimentó, por segundo trimestre consecutivo, un crecimiento interanual negativo. A tenor de los indicadores disponibles para el cuarto trimestre, el menor dinamismo de la actividad en ese período originó una desaceleración del empleo, que revistió una mayor intensidad en el caso de la construcción. Así, según las cifras de la EPA, la ocupación en esta rama se desaceleró en 2,2 pp en el último trimestre de 2007, hasta el 2,7%. En los servicios, la desaceleración fue más atenuada, de siete décimas, hasta el 3,5%, como consecuencia, esencialmente, de la evolución de los servicios de no mercado, ya que los de mercado mantuvieron un vigor notable (5%). Asimismo, los datos de la EPA confirman la pauta de caídas moderadas del empleo en la industria que se viene observando a lo largo de este año (-1,2% en el cuarto trimestre). Por último, en la agricultura la ocupación registró una pequeña mejoría, aunque continuó descendiendo en términos interanuales, hasta situarse en el -1,7%. En conjunto, el empleo en la economía de mercado avanzó a una tasa del 2,8% durante el cuarto trimestre, mostrando una pauta de desaceleración ligeramente menos acusada que la observada en el conjunto de la economía.

En el tercer trimestre del año, según la CNTR, el empleo asalariado mantuvo un dinamismo mayor que el empleo por cuenta propia. En concreto, en ese período el crecimiento del empleo asalariado fue del 3,4% en el total de la economía y del 3% en la economía de mercado, mientras que el aumento de los trabajadores no asalariados ascendió al 0,5%. De acuerdo con las estadísticas de afiliaciones a la Seguridad Social correspondientes al cuarto trimestre, en este último período se mantuvo la mayor intensidad de creación de empleo asalariado (2,6%) frente al no asalariado (1,6%), si bien las afiliaciones de asalariados han tendido a desacelerarse, observándose la tendencia opuesta en el caso de los afiliados por cuenta propia. Los datos de la EPA del cuarto trimestre muestran, sin embargo, una pérdida de dinamismo también en el caso de los no asalariados.

De los datos de la EPA del cuarto trimestre se desprende que, si bien la desaceleración del empleo afectó tanto a los trabajadores de nacionalidad española como a los extranjeros, estos últimos mantuvieron ritmos de crecimiento muy superiores. Por lo que respecta a la duración del contrato, el empleo indefinido mantuvo un elevado impulso durante el cuarto trimestre de 2007, con una tasa de crecimiento interanual del 7%, que, no obstante, es tres décimas inferior a la del trimestre precedente. Por su parte, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual hasta el -6,3%. Como resultado, la ratio de temporalidad se redujo de forma significativa en el trimestre, hasta el 30,9%, tasa que es casi 3 pp inferior a la observada un año antes. Esta comparación interanual refleja aún parcialmente los efectos del proceso de bonificación de las conversiones de contratos temporales en indefinidos que tuvo lugar en la segunda mitad de 2006. Por último, por lo que se refiere a la duración de la jornada laboral, la contratación a tiempo parcial se ralentizó en menor medida que la correspondiente a tiempo completo, dando lugar a un incremento de cinco décimas en la ratio de parcialidad, hasta el 11,6%.

El ritmo de avance interanual de la población activa se situó en el 2,7%, tres décimas menos que en el tercer trimestre, pero similar al de la primera mitad del año. Por su parte, la tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar y la tasa de actividad se mantuvieron en el 1,8% y

el 59,1%, respectivamente. Atendiendo a la desagregación por sexos, el avance de la tasa de actividad de las mujeres contrarrestó la disminución de la correspondiente a los hombres, hasta situarse, respectivamente, en el 49,4% y el 69,2%.

Finalmente, la desaceleración del empleo se tradujo en un crecimiento de 135.700 personas en el número de desempleados en el cuarto trimestre. Este incremento supone una aceleración de la tasa de variación anual del número de parados hasta el 6,5%, que situó la tasa de paro en el 8,6%, seis décimas por encima del trimestre anterior. El paro registrado también mostró una evolución desfavorable en los meses finales del año, acelerándose las tasas positivas de aumento interanual observadas desde los meses estivales hasta el 3,9% en el promedio del cuarto trimestre y el 5,3% en diciembre.

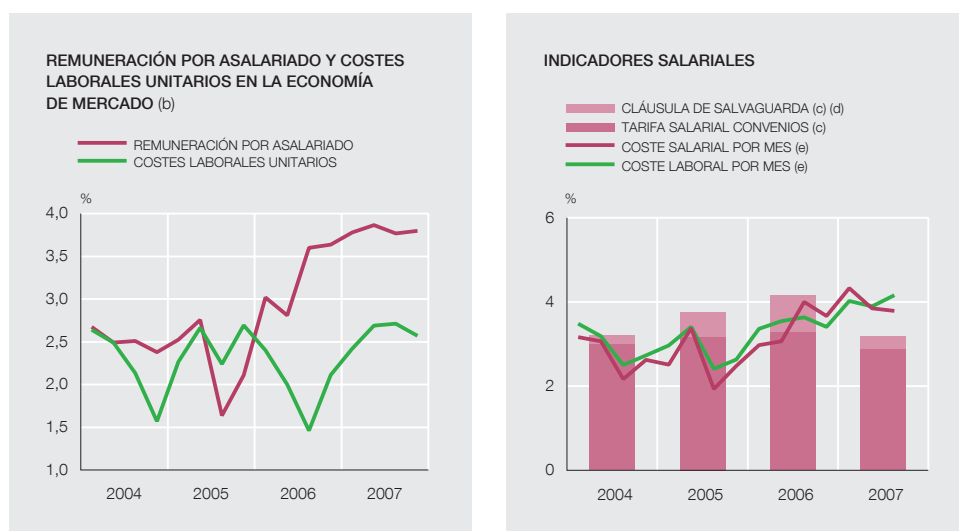
4.3 Costes y precios

En el tercer trimestre de 2007, la remuneración por asalariado del total de la economía mantuvo el ritmo de crecimiento interanual del 3,7% alcanzado en el trimestre precedente, tras la revisión al alza de los datos de esta variable correspondientes a la primera mitad del año (véase gráfico 20). En la economía de mercado, el avance de la compensación por asalariado fue del 3,8%, descendiendo en una décima con respecto al segundo trimestre. Por ramas de actividad, destacan el perfil creciente en los servicios, donde esta variable repuntó en seis décimas, hasta el 3,5%, y la moderación de 1,3 pp en la construcción, que situó su tasa interanual también en el 3,5%. La información disponible para el trimestre final del año indica que el ritmo de aumento de la remuneración por asalariado se habría mantenido estable en tasas similares a las observadas en los tres primeros trimestres. Los convenios colectivos registrados hasta finales de diciembre, que afectan casi al 78% de los trabajadores, recogen alzas de las tarifas salariales pactadas del 2,9%, inferiores en casi cuatro décimas al incremento acordado el año anterior. Esta desaceleración de los aumentos salariales se extendió a todas las ramas, con la excepción de la construcción. El impacto estimado de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2006, que afectan a más del 69% de los trabajadores con convenio registrado en el transcurso de 2007, es de 0,3 pp, cifra inferior en seis décimas a la del ejercicio anterior.

En la economía de mercado, la evolución descrita de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, junto con una ligera recuperación de la productividad, podría haber dado lugar a una pequeña ralentización de los costes laborales unitarios en el cuarto trimestre de 2007 (véase gráfico 21). Por otro lado, se estima que el deflactor del valor añadido bruto de la economía de mercado podría haber experimentado una aceleración adicional en los meses finales del año, que resultaría atribuible a su comportamiento en las ramas energética y agrícola.

Se estima que el deflactor de la demanda final repuntó en el cuarto trimestre de 2007 hasta el 3,2%, interrumpiendo así la senda de desaceleración iniciada en el segundo semestre de 2006. Ello habría sido el resultado de la intensificación del ritmo de avance del deflactor de las importaciones (de más de 2 pp, hasta el 3,6%), como consecuencia del repunte de los precios del petróleo en los mercados internacionales, cuyo efecto habría predominado sobre el abaratamiento de los precios de los productos importados derivado de la apreciación del euro. Por su parte, el crecimiento interanual del deflactor del PIB podría haber aumentado hasta el 3,1%.

En el cuarto trimestre de 2007 se ha visto truncado el perfil primeramente descendente y, más tarde, estable que los distintos indicadores de precios habían venido exhibiendo desde el segundo semestre de 2006 (véase gráfico 22). Así, la tasa interanual de avance del IPC repuntó en el trimestre final del pasado ejercicio en 1,6 pp, hasta situarse en el 4% en media

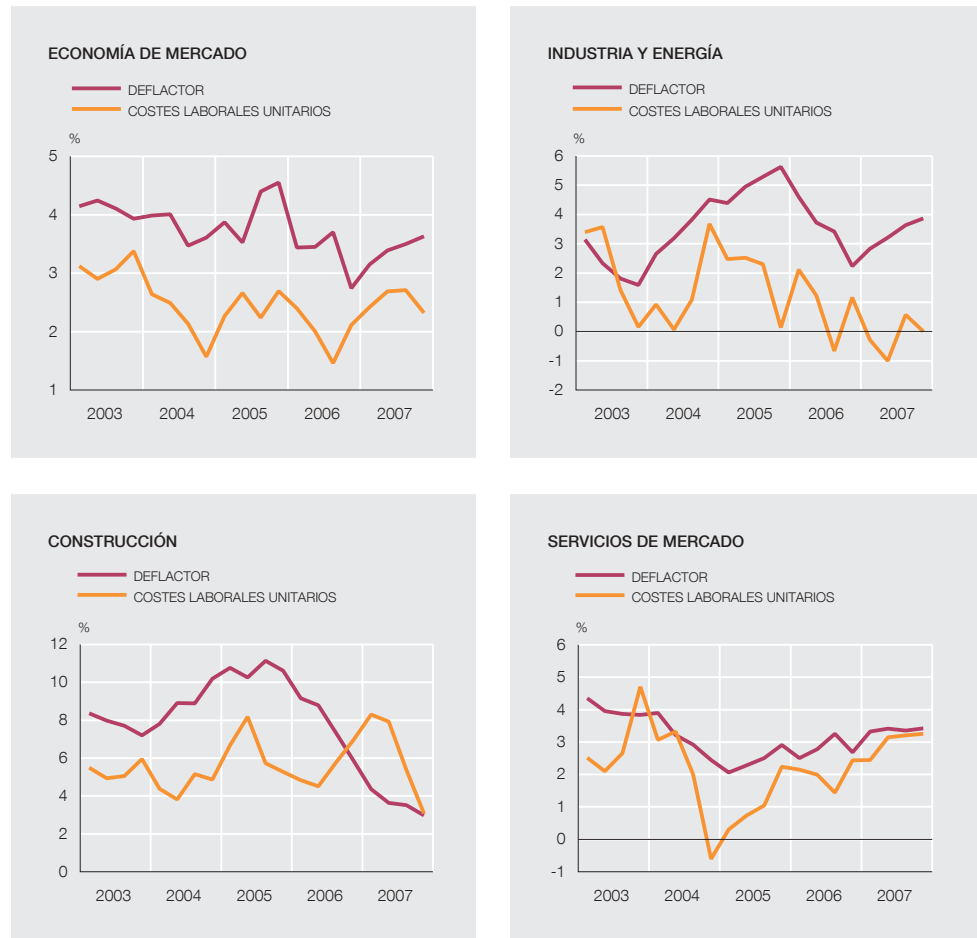


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

- 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.

trimestral. El año se cerró en el nivel del 4,2%, que es el más elevado desde el comienzo de 2006. Esta aceleración de los precios se debe prácticamente en su totalidad al comportamiento de los componentes de bienes energéticos y de alimentos elaborados. En particular, la tasa de variación interanual de los productos energéticos se incrementó, en el trimestre final de 2007, hasta el 9,7%, frente a la caída del 0,4% del período julio-septiembre. Junto con la desaparición del efecto base sobre la tasa interanual derivado de las caídas experimentadas un año antes, esta evolución se explica por la intensificación, a lo largo del trimestre, del proceso de encarecimiento del petróleo, que ha repercutido en fuertes aumentos de los precios de los carburantes y lubricantes, de otros combustibles y, con retraso, también del gas. La aceleración del componente energético del IPC habría sido aún mayor de no haber sido compensado parcialmente el aumento del precio en dólares del crudo en los mercados internacionales por la apreciación del euro frente a la moneda norteamericana, que fue del 12,3% en términos medios trimestrales. En los primeros días del mes de enero prosiguió el encarecimiento de esta materia prima, hasta alcanzar nuevos niveles máximos históricos, tendencia que se ha revertido con posterioridad.

Por lo que respecta a los alimentos elaborados, su tasa media de crecimiento interanual alcanzó el 6,8% en el último trimestre de 2007, casi 4 pp más que en el tercero, debido, en gran medida, a la fuerte subida de los precios en origen de la leche y los cereales, que se ha trasladado posteriormente a los precios finales de consumo de esos bienes y de sus derivados. La evolución de los restantes componentes del IPC ejerció un impacto mucho menor sobre la evolución del índice general. Los precios de los alimentos no elaborados —el componente más inflacionista en los trimestres anteriores— se aceleraron en seis décimas, hasta el 4,8%, fundamentalmente como consecuencia del encarecimiento de los huevos y de algunas carnes. Por el contrario, en los meses finales del año se intensificó la desaceleración del precio de los automóviles y de los productos de electrónica e informática, lo que permitió que la inflación del conjunto de bienes industriales no energéticos mejorara en dos décimas, hasta el 0,3%. Finalmente, el ritmo de crecimiento de los precios de los servicios permaneció estabilizado en el 3,8%. Ello fue el resultado de la aceleración de los precios en bares, restaurantes



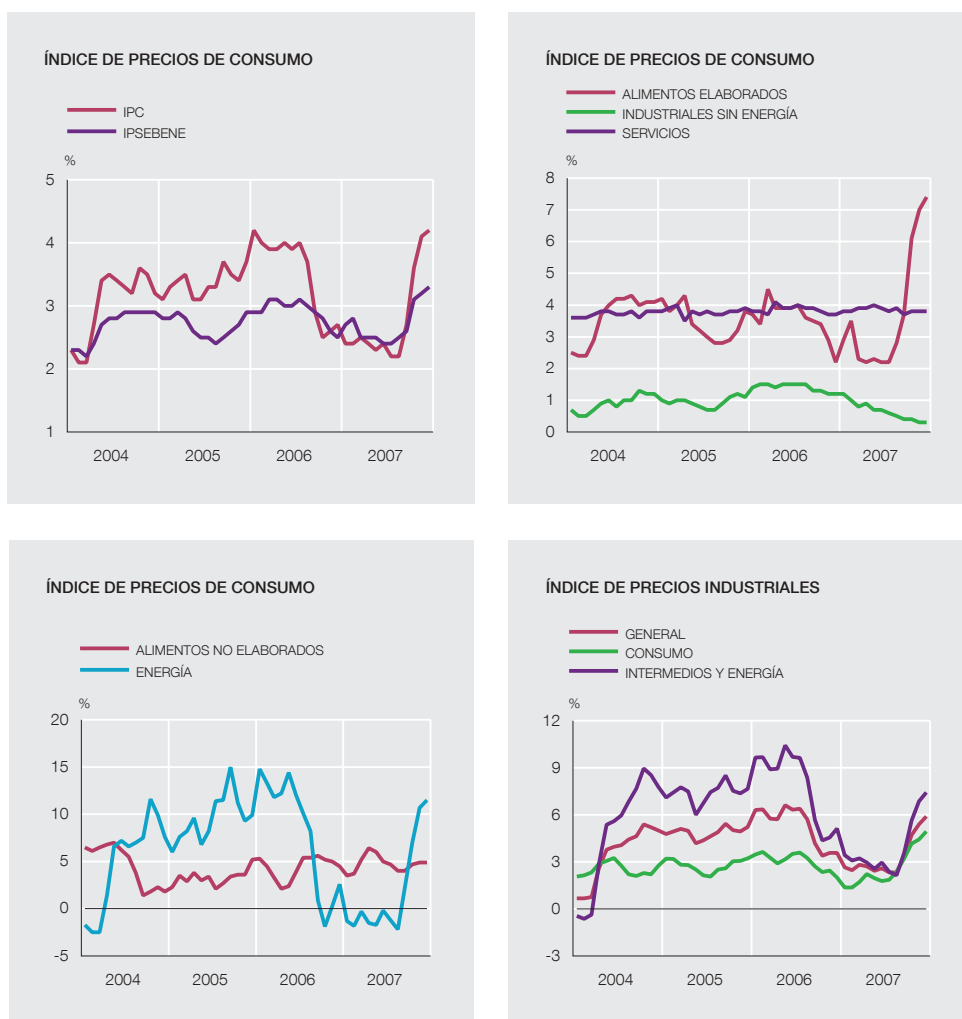
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

y cafeterías, que fue compensada por el descenso de los precios de los viajes organizados y de los hoteles y otros alojamientos.

Al igual que en el caso del IPC, la inflación española medida por el IAPC experimentó un avance de 1,6 pp en el cuarto trimestre de 2007, hasta situarse, en promedio, en el 4%. En el conjunto de la UEM, el repunte fue solo de un punto porcentual (hasta el 2,9%). En consecuencia, el diferencial entre la inflación de nuestro país y la de la zona del euro se acrecentó hasta 1,1 pp, nivel similar al promedio observado desde el inicio de la UEM. Este ensanchamiento del diferencial se explica por el comportamiento más inflacionista de los alimentos elaborados y de los productos energéticos en España, junto con la ponderación comparativamente mayor de estos grupos de bienes dentro de la cesta de consumo de nuestro país. Por el contrario, en el caso de los bienes industriales no energéticos se produjo una estabilización del ritmo de crecimiento de sus precios en la zona del euro, frente a la ralentización en nuestro país, lo que contribuyó a acrecentar en dos décimas el diferencial negativo en este grupo de bienes. Por último, los diferenciales de precios de los servicios y de los alimentos no elaborados experimentaron modificaciones de escasa magnitud, permaneciendo estabilizados en cotas elevadas.

El índice de precios industriales (IPRI) experimentó una aceleración en el cuarto trimestre, situándose su tasa de crecimiento interanual en diciembre en el 5,9%, 2,5 pp por encima de la



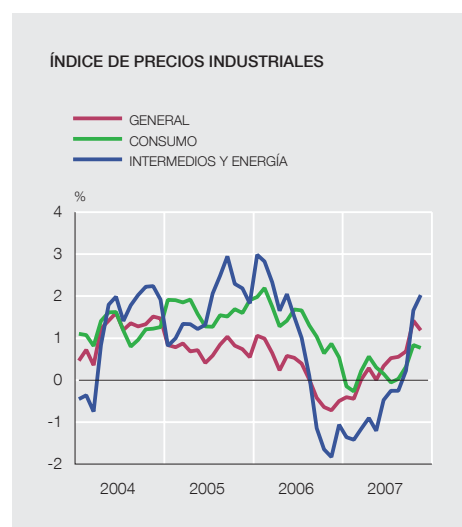
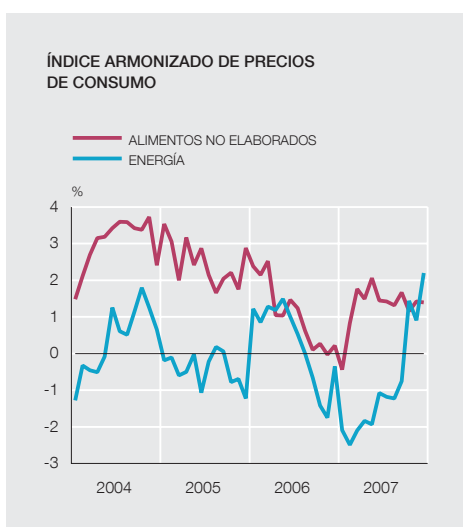
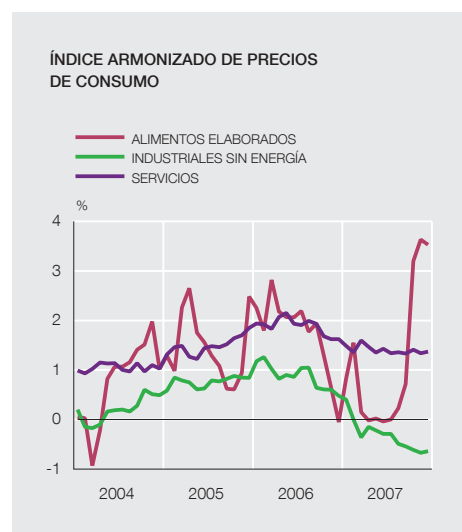
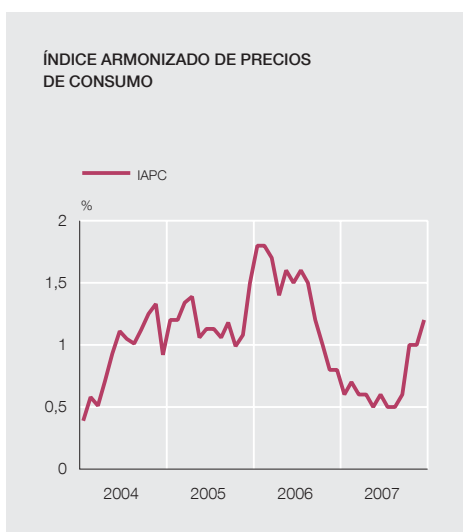
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

cifra con que cerró el tercer trimestre. Esta trayectoria ascendente se debe, sobre todo, al fuerte incremento del dinamismo de los precios de producción de los bienes energéticos, aunque también se produjo un repunte significativo del componente de bienes de consumo no duradero, vinculado al intenso aumento de los precios de la industria alimentaria. En noviembre, el diferencial entre las tasas de crecimiento de los precios industriales en España y en el conjunto de la UEM se amplió en 0,6 pp con respecto al tercer trimestre, hasta situarse en 1,2 pp. La evolución de los distintos componentes de los precios industriales de exportación e importación en noviembre fue similar a la descrita para el conjunto de precios industriales. Así, el pequeño repunte del índice general de los precios industriales en ambas vertientes del comercio exterior se explicó por la fuerte aceleración del componente de bienes energéticos y por el modesto aumento del de bienes de consumo no duradero. El resto de componentes tendió a registrar, como consecuencia de la apreciación del euro, ralentizaciones reducidas de sus tasas de crecimiento hasta valores nulos o incluso negativos.

4.4 La actuación del Estado

El Gobierno presentó la novena Actualización del Programa de Estabilidad (APE) a finales del pasado mes de diciembre de 2007, con estimaciones y proyecciones macroeconómicas y fiscales para el período 2007-2010. Con respecto a los Presupuestos Generales del Estado, la APE ha



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

mantenido el crecimiento del PIB real estimado para el año 2007 en el 3,8%, y ha revisado a la baja la previsión de crecimiento para 2008 hasta un 3,1%, frente al 3,3% previsto anteriormente. Asimismo, se han revisado los saldos de las cuentas públicas, en especial para el año 2007, anticipándose ahora un superávit en el sector Administraciones Públicas del 1,8% del PIB, que se espera se reduzca hasta el 1,2% del PIB en 2008. En los años siguientes, en un contexto de estabilización del crecimiento de la economía en tasas ligeramente por encima del 3%, se prevé que el superávit de las Administraciones Públicas se mantenga en el 1,2% del PIB. Por subsectores, el superávit del año 2007 vendrá determinado principalmente por el de la Seguridad Social, para la que se espera un superávit del 1,1% del PIB y, en menor medida, por la Administración Central, con un superávit del 0,8% del PIB. Por contra, se anticipa que las Comunidades Autónomas cerrarán con un déficit del 0,1% del PIB, mientras que las Corporaciones Locales lo harán en equilibrio. La reducción en el superávit que se proyecta para el sector en el año 2008 se debe a los subsectores de la Administración Central, cuyo superávit se reducirá a la mitad, y de la Seguridad Social, con un superávit del 0,8% del PIB, mientras las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales registrarán equilibrio presupuestario (véase recuadro 4).

La configuración del Estado de las Autonomías ha supuesto un proceso de descentralización de las competencias presupuestarias hacia las Comunidades Autónomas (CCAA) que ha llevado a estas administraciones a gestionar una parte importante de los ingresos y gastos del conjunto de Administraciones Públicas. Así, puede destacarse que en 2006 ingresaron el 44% de los impuestos indirectos y el 21% de los directos, mientras que dispusieron del 59% de los gastos de personal o del 38% de la inversión.

Estos volúmenes subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad de las CCAA para el análisis de las variables fiscales y, en particular, la importancia de estas administraciones para garantizar el objetivo de mantener unas finanzas públicas saneadas y el cumplimiento de las Leyes de Estabilidad Presupuestaria, que en su versión reformada entran en vigor en 2008. En este sentido, el 11 de julio de 2007 el Consejo de Política Fiscal y Financiera aprobó el reparto del objetivo de estabilidad presupuestaria¹ de las CCAA para el trienio 2008-2010, según el cual se estableció un objetivo individualizado de superávit del 0,25% del PIB que podrá ser disminuido, asimismo, en un 0,25% del PIB, para obtener un cierre equilibrado de las cuentas, si el gasto que ocasione esta disminución se dedica a la realización de inversiones productivas. Este último objetivo de equilibrio en las cuentas de las CCAA ha sido recogido en la Actualización del Programa de Estabilidad 2007-2010

1. Recuérdese que el objetivo se establece en términos de Contabilidad Nacional.

presentado recientemente por el Gobierno y supondría una pequeña mejora frente a la última previsión oficial de déficit, de una décima de PIB, para el conjunto de las CCAA en 2007.

En este contexto, las Comunidades Autónomas presentaron en la última parte del año 2007 sus proyectos de presupuestos para 2008. Las principales cifras presupuestarias derivadas de estos proyectos muestran que el conjunto de las CCAA² prevé un ligero empeoramiento del saldo agregado cuando se compara con el presupuesto inicial de 2007 (véase cuadro adjunto). Esto es el resultado de una previsión de crecimiento de los ingresos algo por debajo de la de los gastos. En todo caso, y al igual que en los últimos años, ambas partidas muestran elevadas tasas de variación, por encima del crecimiento del PIB nominal observado o previsto.

Antes de comentar los diferentes capítulos, hay que recordar que la comparación se efectúa entre presupuestos iniciales y, por tanto, las previsiones para el 2008 ya tienen en cuenta la evolución de los ingresos y gastos durante el año 2007. Así, los presupuestos de las CCAA prevén un mantenimiento del dinamismo de los impuestos directos, que se debe, sobre todo, al elevado crecimiento del IRPF en el año 2007. En el caso de los impuestos indirectos, por el contrario, la tasa de crecimiento presupuestada por las CCAA muestra una desaceleración significativa, lo que podría deberse a que el Impuesto sobre

2. No se toman en consideración las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla.

PRESUPUESTOS INICIALES DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

	Comunidades Autónomas							Estado
	Millones de euros				Tasas de variación			
	2005	2006	2007	2008	06/05	07/06	08/07	
INGRESOS NO FINANCIEROS	126.475	140.662	154.770	168.117	11,2	10,0	8,6	8,3
Ingresos corrientes	118.147	132.093	145.978	158.584	11,8	10,5	8,6	7,8
— Impuestos directos	21.590	24.396	27.215	32.153	13,0	11,6	18,1	8,1
— Impuestos indirectos	42.753	47.765	54.692	56.192	11,7	14,5	2,7	5,2
— Tasas, precios y otros ingresos	3.723	3.852	4.220	4.430	3,5	9,6	5,0	11,8
— Transferencias corrientes	49.655	55.671	59.454	65.250	12,1	6,8	9,7	4,4
— Ingresos patrimoniales	425	409	396	560	-3,7	-3,1	41,2	70,4
Ingresos de capital	8.328	8.569	8.792	9.532	2,9	2,6	8,4	49,7
— Enajenación de inversiones reales	651	678	717	626	4,2	5,7	-12,6	15,2
— Transferencias de capital	7.677	7.891	8.075	8.906	2,8	2,3	10,3	52,1
PAGOS NO FINANCIEROS	127.882	141.540	154.891	168.469	10,7	9,4	8,8	6,6
Pagos corrientes	103.301	113.951	124.830	135.907	10,3	9,5	8,9	7,0
— Gastos de personal	40.300	43.576	47.442	52.068	8,1	8,9	9,8	7,1
— Gastos corrientes en bienes y servicios	19.490	22.047	24.834	27.525	13,1	12,6	10,8	3,8
— Gastos financieros	2.171	2.269	2.376	2.486	4,5	4,7	4,6	4,3
— Transferencias corrientes	41.289	45.910	50.021	53.654	11,2	9,0	7,3	7,8
— Fondo de contingencia y otros imprevistos	51	150	157	175	194,4	4,6	11,7	2,4
Pagos de capital	24.582	27.589	30.061	32.562	12,2	9,0	8,3	4,1
— Inversiones reales	12.563	13.787	15.337	16.381	9,7	11,2	6,8	6,3
— Transferencias de capital	12.019	13.802	14.724	16.181	14,8	6,7	9,9	1,7
SALDO NO FINANCIERO	-1.408	-879	-120	-353	...	...	...	...

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

Transmisiones y Actos Jurídicos Documentados, que se encuentra totalmente cedido a las CCAA, tiene un peso considerable en estas administraciones y su recaudación se ha visto reducido en 2007 según la información de que se dispone hasta el momento (con una caída del 5,4% entre enero y septiembre de 2007 con respecto al mismo período del año anterior). Adicionalmente, la desaceleración de los impuestos indirectos refleja la moderada evolución que ha seguido el IVA en 2007 con respecto al presupuesto inicial. En su conjunto, los impuestos indirectos presupuestados por las CCAA parecen reflejar, en mayor medida que el Estado, el impacto sobre la recaudación de la desaceleración del mercado inmobiliario, dado el también mayor peso en sus cuentas de los impuestos asociados a estas transacciones. Respecto al resto de los ingresos, cabe mencionar, por el volumen que representa, la aceleración que se presupuesta en el capítulo de los ingresos por transferencias corrientes, hasta una tasa en línea con la presupuestada por el Estado para las transferencias a las CCAA.

En relación con las distintas partidas de gasto, la tasa de crecimiento presupuestada para los gastos de personal (un 9,8%) es superior a la del Estado, confirmando la pauta observada en los últimos años, que se justificaría solo en parte por los sucesivos traspasos de competencias. En el caso de los gastos de compras y de transferencias corrientes, que en las CCAA se encuentran muy ligados a las competencias de sanidad y educación, se han presupuestado, como en años anteriores, crecimientos elevados. Por el contrario, los pagos de intereses crecen moderadamente, manteniéndose como el único capítulo que se presupuesta tradicionalmente con tasas por debajo del PIB nominal. Finalmente, los gastos de capital muestran, asimismo, un incremento superior al del Presupuesto del Estado, aunque desacelerándose con respecto al presupuesto para 2007. Además, en las CCAA el mayor avance de estos pagos se centra en las transferencias de capital (con un crecimiento del 9,9%, frente al aumento del 6,8% en las inversiones), mientras que en el Estado estos pagos presentan un ligero crecimiento.

Por lo que respecta a la ejecución presupuestaria, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional y con la información disponible hasta noviembre del año 2007, el Estado registró un superávit del 2,8% del PIB, notablemente superior al superávit del 2,3% del PIB que se había obtenido un año antes (véase cuadro 3). A pesar de que el saldo del Estado presenta una elevada estacionalidad y diciembre es un mes en el que tradicionalmente se produce una reducción sustancial del superávit alcanzado hasta el mes anterior, el resultado obtenido hasta noviembre sugiere que el superávit al cierre del ejercicio para la Administración Central puede ser superior al avanzado.

Por otra parte, según el criterio de caja, las cuentas del Estado registraron un superávit de 24.104 millones de euros hasta noviembre, frente al superávit de 17.070 millones de euros del año anterior. Las discrepancias entre ambos saldos (CNE y caja) responden principalmente, como es habitual, a los ajustes por el diferente criterio de imputación de intereses y por la variación en los derechos y obligaciones pendientes.

Siguiendo con el criterio de caja, los ingresos del Estado crecieron notablemente por encima de lo previsto en el Avance de Liquidación del Presupuesto, mientras que el crecimiento de los pagos resultó inferior al previsto en el Avance. Los mayores ingresos se deben principalmente a los impuestos directos y, en menor medida, a los otros ingresos. Por su parte, con la excepción de las compras de bienes y servicios, los pagos experimentaron una cierta contención en todos los capítulos, en comparación con las cifras previstas en el Avance de Liquidación.

Para la descripción de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común, aunque en el cuadro 3 solo se recogen las cifras del Estado. De acuerdo con esta información, los ingresos se moderaron de manera generalizada en estos últimos meses, aun cuando siguen manteniendo un elevado dinamismo. En particular, destaca el vigor mostrado por los impuestos directos, cuyas figuras muestran tasas de crecimiento muy superiores a las reflejadas en el Avance de Liquidación. En el caso del IRPF, a pesar de la reforma fiscal introducida a prin-

m€ y %

	Liquidación 2006	Variación porcentual 2006/2005	Avance de liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2007/2006	Liquidación		
						2006 ENE-NOV	2007 ENE-NOV	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	141.846	10,1	151.329	6,7	11,9	132.362	148.407	12,1
Impuestos directos	81.130	14,8	87.716	8,1	20,1	75.132	89.798	19,5
<i>IRPF</i>	41.451	15,3	43.000	3,7	10,4	39.156	46.237	18,1
<i>Sociedades</i>	37.207	14,5	41.842	12,5	31,8	33.710	40.540	20,3
<i>Otros (a)</i>	2.472	11,5	2.874	16,3	39,4	2.266	3.020	33,3
Impuestos indirectos	48.328	8,3	49.739	2,9	-1,6	46.719	46.396	-0,7
<i>IVA</i>	35.424	10,7	35.491	0,2	-7,6	34.944	32.924	-5,8
<i>Especiales</i>	9.895	1,0	11.015	11,3	18,4	9.012	10.518	16,7
<i>Otros (b)</i>	3.009	7,0	3.233	7,5	7,0	2.763	2.954	6,9
Otros ingresos	12.388	-8,2	13.874	12,0	16,8	10.511	12.214	16,2
2 PAGOS NO FINANCIEROS	130.375	6,2	143.843	10,3	9,3	115.292	124.304	7,8
Personal	22.209	7,4	23.859	7,4	6,4	19.293	20.455	6,0
Compras	3.799	12,1	4.319	13,7	16,8	3.045	3.511	15,3
Intereses	15.619	-12,4	14.607	-6,5	-7,3	15.470	14.326	-7,4
Transferencias corrientes	72.225	11,9	79.560	10,2	11,8	64.779	70.681	9,1
Fondos de contingencia y otros imprevistos	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	9.037	0,7	11.357	25,7	15,5	7.228	7.937	9,8
Transferencias de capital	7.487	2,0	10.141	35,4	26,8	5.477	7.394	35,0
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	11.471	...	7.486	...	...	17.070	24.104	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	147.201	13,1	156.377	6,2	10,8	136.331	151.812	11,4
Empleos no financieros	142.422	10,8	154.276	8,3	9,7	116.661	125.977	8,0
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	4.779	...	2.101	...	...	19.670	25.835	...
En porcentajes del PIB	0,5		0,2			2,3	2,8	

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b. Incluye los impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

cipios de 2007, la recaudación registró un crecimiento del 16,4%, sustentado por la fortaleza de las retenciones del trabajo, las retenciones sobre el capital mobiliario y sobre ganancias en fondos de inversión. Por su parte, el ritmo de crecimiento del Impuesto sobre Sociedades se desaceleró tras el pago a cuenta de octubre, hasta el 20,3%, cifra que, en todo caso, refleja la buena evolución de los beneficios empresariales y que se sitúa muy por encima de la previsión del Avance para el conjunto del año. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó dando muestras de debilidad, aumentando un 1,2%, mientras que los impuestos especiales se moderaron hasta el 6,7%, por encima de la previsión del Avance para el conjunto del año, impulsados en gran medida por la evolución del Impuesto sobre Hidrocarburos y de las Labores del Tabaco. Finalmente, el incremento de las rúbricas agrupadas dentro de los otros ingresos se atenuó ligeramente, hasta registrar un 16,2% hasta noviembre.

Por su parte, la ralentización de los pagos del Estado en los últimos meses tuvo un carácter general, con la única excepción de las transferencias de capital. Por su magnitud, conviene resaltar la moderación experimentada por las transferencias corrientes y los gastos de perso-

nal. En cuanto a los pagos de capital, lo más destacable fue la acusada pérdida de dinamismo de las inversiones reales, creciendo a un ritmo del 9,8% hasta noviembre.

En el recuadro 5 se recogen los principales aspectos de la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social hasta octubre.

4.5 Balanza de Pagos y cuenta de capital

La necesidad de financiación de la economía española (esto es, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital) ascendió, en los diez primeros meses de 2007, a 81.911 millones de euros, lo que supone un aumento interanual del 21,3% en comparación con el mismo período del ejercicio anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 19,8% en este período, hasta situarse en 85.259 millones de euros. Aunque más moderado que en los ejercicios precedentes, el ritmo de ampliación del desequilibrio exterior de la economía española continuó siendo elevado, apreciándose, tras la intensificación registrada en el período estival, una desaceleración paulatina en los meses posteriores. Los saldos de los principales componentes de la cuenta corriente se deterioraron en los diez primeros meses de 2007, a excepción del superávit de servicios, que experimentó una moderada mejora, como resultado del avance del superávit de turismo y de la corrección parcial del déficit del resto de servicios, mientras que el saldo negativo de rentas se incrementó sustancialmente. Por su parte, el superávit por operaciones de capital acumuló un descenso del 7,1%, con lo que se situó en 3.348 millones de euros.

Entre los meses de enero y octubre del ejercicio actual, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 4.743 millones de euros sobre el nivel registrado en el mismo período del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 71.346 millones de euros, con lo que el aumento acumulado en los diez primeros meses del año se situó en el 7,1%. Esta tasa contrasta con la tónica de mayor deterioro que había venido caracterizando los últimos ejercicios. La mejora que experimentó la relación real de intercambio permitió que, en términos nominales, las exportaciones aumentaran en los primeros diez meses del año a un ritmo análogo al de las importaciones (7,5% y 7,4%, respectivamente). En el conjunto de ese período se produjo un descenso de la factura energética, en un contexto de apreciación del euro frente al dólar y de aumentos reducidos de los precios del crudo en la moneda norteamericana en los mercados internacionales (hasta la etapa más reciente, en que se intensificaron notablemente). Sin embargo, el desequilibrio del comercio no energético se incrementó, tanto en términos nominales como reales.

En los diez primeros meses de 2007, la balanza de servicios arrojó un superávit de 20.839 millones de euros, un 3,3% más que en el mismo período de 2006. Esta ampliación se explica tanto por la ligera mejora —en un 1,3%— del superávit turístico como por el retroceso del 8% del déficit del resto de servicios. Los ingresos turísticos han mostrado en meses recientes un comportamiento algo más expansivo que a lo largo de la primavera y al principio del período estival. No obstante, su dinamismo sigue siendo moderado. En concreto, el avance acumulado hasta octubre fue del 3,3%, 2,5 pp por debajo del ritmo de aumento observado en el mismo período de 2006, lo que podría explicarse por la apreciación del euro en términos efectivos nominales y por la mayor presión ejercida por destinos competidores de España en el Mediterráneo oriental. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 8% en el período enero-octubre, lo que supone una desaceleración de 1,5 pp en comparación con los diez primeros meses del año anterior, comportamiento que resulta coherente con la ralentización gradual del conjunto del gasto de los hogares. La corrección del déficit del resto de servicios tuvo lugar en un contexto de elevado dinamismo tanto de los ingresos como de los pagos, que en el período enero-octubre crecieron, respectivamente, a tasas del 18,4% y del 15,4% en términos acumulados.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 17.482 millones de euros hasta octubre de 2007, superior en 2.120 millones de euros (un 13,8%) al registrado en el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Estos datos de ejecución suponen, sin embargo, una evolución menos favorable que los registrados hasta julio, dado que los ingresos no financieros moderaron su dinamismo hasta un 8,2% de incremento en octubre, mientras que los pagos mantuvieron un crecimiento prácticamente estable en el entorno del 7%.

Los ingresos por cotizaciones sociales han registrado crecimientos superiores al 7% en los últimos meses, si bien se observa una cierta moderación que refleja la desaceleración observada en el número de afiliados a la Seguridad Social a lo largo de 2007, que finalizó con un crecimiento del 2,3%, un punto por debajo de la tasa registrada a finales del año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas mantuvo su crecimiento en el 6,5% hasta octubre, por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. El crecimiento del número de pensiones contributivas se mantuvo prácticamente estable en la se-

gunda mitad del año, en torno al 1,3%. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal ha intensificado su ritmo de crecimiento hasta el 5,4% en octubre, tasa que se sitúa también por debajo de lo presupuestado.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal, cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 6,4% hasta agosto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 11,1% en el mismo período.

Finalmente, el gasto destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 7,4% hasta noviembre (similar al incremento del 7,6% registrado en promedio para el conjunto del año 2006), mientras que el número de beneficiarios creció un 13% hasta octubre (frente al 3% de crecimiento en el promedio de 2006). Asimismo, el aumento del paro registrado continuó acelerándose, ascendiendo hasta un 4,4% en noviembre, en marcado contraste con la caída del 1,9% registrada en promedio para el año anterior. Dicha evolución dio lugar a un nuevo aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 69% en octubre 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

me y %

	Liquidación Presupuesto			ENE-JUL		Liquidación ENE-OCT		
	2006	2007	% variación	% variación	2006	2007	% variación	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	103.987	106.142	2,1	9,0	85.992	93.003	8,2	
1.1 Cotizaciones sociales	96.522	97.942	1,5	7,5	80.017	85.898	7,3	
1.2 Transferencias corrientes	5.313	5.963	12,2	13,0	4.403	5.042	14,5	
1.3 Otros	2.152	2.237	3,9	82,8	1.572	2.063	31,3	
2 PAGOS NO FINANCIEROS	90.646	98.390	8,5	7,0	70.630	75.522	6,9	
2.1 Personal	2.169	2.253	3,9	0,8	1.730	1.738	0,5	
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.859	1.807	-2,8	0,4	1.381	1.408	2,0	
2.3 Transferencias corrientes	86.095	93.743	8,9	6,8	67.285	71.726	6,6	
<i>Pensiones contributivas</i>	73.725	80.099	8,6	6,5	57.511	61.221	6,5	
<i>Incapacidad temporal</i>	6.850	7.313	6,7	3,8	5.338	5.628	5,4	
<i>Resto</i>	5.519	6.331	14,7	13,9	4.436	4.877	9,9	
2.4 Otros	523	588	12,5	172,7	234	650	177,3	
3 SALDO NO FINANCIERO	13.342	7.752	-41,9	20,1	15.362	17.482	13,8	

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 octubre de 2007.

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.

Millones de euros

		ENERO-OCTUBRE	
		2006	2007
INGRESOS	Cuenta corriente	254.850	282.131
	<i>Mercancías</i>	142.368	153.080
	<i>Servicios</i>	71.471	79.232
	— Turismo	35.811	37.006
	— Otros servicios	35.660	42.226
	<i>Rentas</i>	29.100	37.018
	<i>Transferencias corrientes</i>	11.911	12.801
	Cuenta de capital	4.840	4.701
	Cuentas corriente + capital	259.690	286.832
	PAGOS	Cuenta corriente	325.992	367.390
<i>Mercancías</i>		208.971	224.426
<i>Servicios</i>		51.306	58.393
— Turismo		11.096	11.980
— Otros servicios		40.210	46.414
<i>Rentas</i>		47.690	62.952
<i>Transferencias corrientes</i>		18.025	21.618
Cuenta de capital		1.237	1.352
Cuentas corriente + capital		327.229	368.742
SALDOS		Cuenta corriente	-71.142	-85.259
	<i>Mercancías</i>	-66.603	-71.346
	<i>Servicios</i>	20.165	20.839
	— Turismo	24.715	25.027
	— Otros servicios	-4.550	-4.188
	<i>Rentas</i>	-18.590	-25.935
	<i>Transferencias corrientes</i>	-6.114	-8.818
	Cuenta de capital	3.603	3.348
	Cuentas corriente + capital	-67.539	-81.911

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una fuerte ampliación en el conjunto de los diez primeros meses de 2007, hasta situarse en 25.935 millones de euros, lo que supone un deterioro del 39,5% en relación con idéntico período del ejercicio anterior. Tanto los ingresos como, particularmente, los pagos mostraron un comportamiento expansivo en el conjunto de los diez primeros meses de 2007, con tasas de crecimiento interanual del 27,2% y del 32%, respectivamente. La evolución del saldo obedece al alza de los tipos de interés —especialmente marcada en el caso de los de corto plazo—, así como a la creciente posición deudora neta de la economía española, como resultado de las necesidades de financiación de los últimos años. Por sectores institucionales, el aumento del déficit se debió, sobre todo, al incremento del saldo negativo de las rentas de inversión de los otros sectores residentes y, en menor medida, de las instituciones financieras, en tanto que el déficit de las AAPP aumentó de forma mucho más modesta.

En los diez primeros meses del año 2007, el saldo deficitario de la balanza de transferencias corrientes se acrecentó en un 44,2%, hasta alcanzar 8.818 millones de euros. Los ingresos se incrementaron a un ritmo interanual del 7,5%, gracias a la favorable evolución de los flujos comunitarios en concepto de Fondo Social Europeo y de las otras transferencias recibidas por el sector privado, particularmente las correspondientes a impuestos y donaciones. El dinamismo

mo de los pagos —con una tasa de crecimiento del 19,9%— superó al de los ingresos, lo que reflejó el significativo avance que experimentaron tanto los efectuados por el sector público como los realizados por el resto de sectores residentes, destacando, en ambos casos, los correspondientes a impuestos y donaciones. Asimismo, los pagos por remesas de emigrantes continuaron aumentando notablemente (25,3%).

Por último, el superávit de la cuenta de capital disminuyó en los diez primeros meses del año respecto al mismo período del año anterior, como consecuencia de la reducción de los ingresos y el avance de los pagos. El empeoramiento de los ingresos vino explicado, sobre todo, por el fuerte descenso de los percibidos por las AAPP en concepto de condonaciones y, en menor medida, del Fondo de Cohesión, que no pudo ser compensado por la expansión de los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

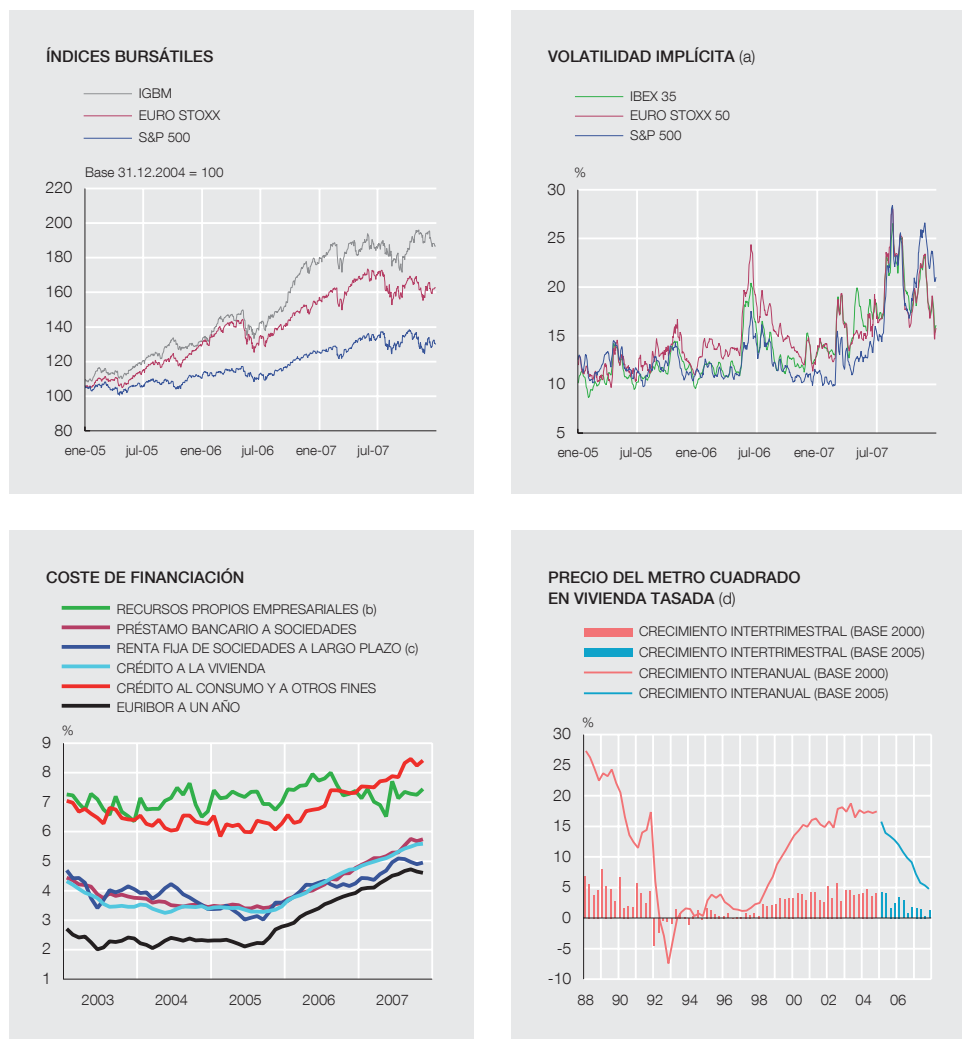
Durante el cuarto trimestre de 2007 se intensificaron las turbulencias financieras que se iniciaron durante el pasado verano a raíz del repunte de morosidad de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Así, tras la fase de mejoría que se observó entre finales de septiembre y principios de octubre, resurgieron de nuevo las tensiones en la parte final del ejercicio. En el caso de los mercados monetarios, la incertidumbre generada tras el reconocimiento de nuevas pérdidas por parte de algunos bancos de inversión estadounidenses, junto con el deseo de muchos intermediarios de cerrar el ejercicio con una holgada posición de liquidez, hizo que volvieran a aumentar los tipos de interés interbancarios, especialmente en los plazos más cortos. De este modo, mientras el EURIBOR a un año descendió durante octubre y noviembre hasta alcanzar en este último mes un valor promedio del 4,61%, 8 pb inferior al de septiembre, en diciembre se elevó en media hasta el 4,8%.

Las turbulencias también afectaron a otros mercados financieros. Así, los diferenciales crediticios de las empresas financieras y no financieras volvieron a repuntar durante noviembre y diciembre, tras la recuperación de los dos meses previos, y se situaron en los niveles más elevados desde 2003. El clima de mayor incertidumbre estimuló la demanda dirigida a los activos de menor riesgo, lo que llevó a nuevos descensos en la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo, aunque este movimiento revirtió parcialmente a finales del ejercicio. Las cotizaciones bursátiles continuaron mostrando una elevada resistencia hasta finales de año, aunque se observó un ascenso de su volatilidad (véase gráfico 24). Así, en el último trimestre el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) se revalorizó un 3%, lo que elevó las ganancias acumuladas en 2007 al 6%, ligeramente por encima de las observadas en el Euro Stoxx amplio de las bolsas europeas (5%) o en el S&P 500 de las estadounidenses (4%).

Durante las primeras semanas de 2008 los diferenciales crediticios han continuado aumentando, especialmente en el caso de las empresas financieras, evolución que ha venido acompañada de descensos en los precios de las acciones. El lunes 21 de enero, en un contexto de retroceso generalizado de las cotizaciones en los mercados de renta variable internacionales, el IGBM perdió un 7,1% aunque posteriormente se recuperó parcialmente. Desde el principio del año hasta el 24 del mismo mes, la caída acumulada es del 13,8%. En cambio, en los mercados monetarios se aliviaron en parte las tensiones observadas en diciembre y el EURIBOR a doce meses disminuyó en promedio hasta el 4,5%. En todo caso, en un contexto de elevada incertidumbre como el que domina en el momento de redactar este Informe, es evidente que será necesario disponer de una perspectiva temporal más dilatada para poder valorar adecuadamente el verdadero alcance de estos movimientos.

A pesar de las turbulencias financieras, la información disponible del cuarto trimestre de 2007 (hasta noviembre) no evidencia un incremento significativo de los costes de los nuevos flujos de financiación del sector privado. Sin embargo, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) realizada en diciembre, durante la parte final del año las entidades endurecieron los criterios de concesión de nuevos créditos tanto a las familias como a las sociedades. Asimismo, preveían que durante los primeros meses de 2008 continuaría el tensionamiento de las condiciones de oferta crediticia.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, durante los últimos meses del pasado ejercicio continuó la pauta de moderación gradual en el ritmo de avance de la valoración de los activos residenciales que se inició hace más de dos años. Así, la tasa de crecimiento interanual del precio de la vivienda libre tasada se



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.

situó, en el cuarto trimestre de 2007, en el 4,8%, medio punto porcentual menos que en septiembre y más de 4 pp inferior a la observada a finales de 2006.

En este contexto, durante el cuatro trimestre de 2007 la deuda del sector privado volvió a desacelerarse. En el caso de los hogares, el crecimiento interanual del crédito se situó en noviembre en el entorno del 14%, un punto porcentual menos que en septiembre. Esta disminución se explica por el descenso en el ritmo de avance de los préstamos para adquisición de vivienda, ya que el de los destinados al consumo y a otros fines no experimentó variaciones significativas. La información provisional correspondiente a diciembre apunta a una nueva reducción en el dinamismo de los pasivos de las familias.

La tasa de expansión de la financiación ajena de las empresas descendió en mayor medida (en más de 2 pp entre septiembre y noviembre), hasta situarse cerca del 19%, tendencia que



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 titulado 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.

habría continuado en diciembre según los avances de dicho mes. La última información disponible evidencia que la ralentización reciente del crédito a las empresas resultó de una evolución heterogénea a nivel sectorial. Así, la desaceleración observada durante el tercer trimestre de 2007 obedeció exclusivamente a la pérdida de vigor de los recursos captados por los servicios inmobiliarios y la construcción, ya que en el resto de las actividades se observó un mayor dinamismo, resultando especialmente destacable la nueva aceleración de los fondos destinados a la industria, que crecieron cerca del 22% en términos interanuales (véase recuadro 6).

A pesar de la moderación en el crecimiento de los pasivos de las familias, estos continuaron expandiéndose más deprisa que las rentas, de modo que durante el tercer trimestre de 2007 volvieron a aumentar los ratios de endeudamiento y de carga financiera, impulsada esta última también por el mayor coste medio de los créditos vivos (véase gráfico 25). De acuerdo con los

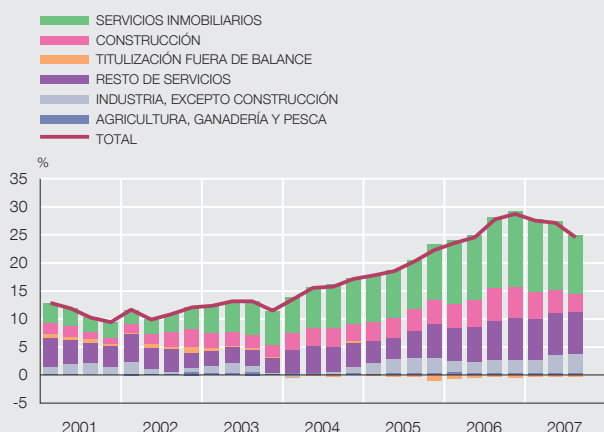
La financiación concedida por las entidades de crédito españolas a las actividades productivas (sociedades no financieras y empresarios individuales) mostró una pauta de continua aceleración entre 2002 y finales de 2006, llegando a alcanzar su ritmo de expansión interanual un nivel cercano al 29%. Tal como se aprecia en los gráficos 1 y 2, esta evolución estuvo liderada fundamentalmente por los fondos destinados a la construcción y a los servicios inmobiliarios, cuyas tasas de avance llegaron a situarse en el entorno del 35% y del 50%, respectivamente. Ambas ramas explican aproximadamente dos terceras partes del crecimiento medio del préstamo a las empresas durante este período. Detrás de este desarrollo se encuentra el notable vigor de la construcción, especialmente en el segmento residencial, como ilustran los indicadores de actividad (véanse gráficos 3 y 4), y también el repunte de las operaciones corporativas, que fueron financiadas en gran medida mediante el recurso a la deuda bancaria.

En cambio, desde principios del pasado ejercicio el crédito bancario destinado a las actividades productivas ha venido desacelerándose gradualmente. Así, entre diciembre de 2006 y septiem-

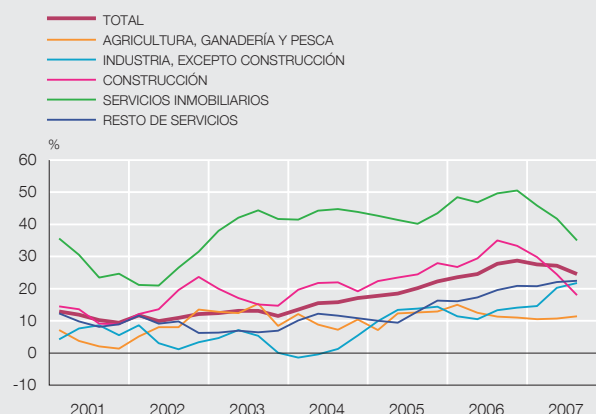
bre de 2007 su tasa de avance interanual se redujo en 4 pp, hasta situarse en el 25%. El desglose por finalidades muestra que esta pauta de moderación se explica exclusivamente por la evolución de los préstamos concedidos a la construcción y a los servicios inmobiliarios, cuyos ritmos de crecimiento interanuales han disminuido apreciablemente, pasando durante el mismo período del 33% y 51%, respectivamente, al 18% y 35%. Por el contrario, en las otras ramas las tasas de expansión se han mantenido en niveles similares, como en el resto de los servicios, o, incluso, han experimentado una marcada aceleración (la industria).

La moderación en el ritmo de avance de los recursos captados por los sectores de la construcción e inmobiliario está ligada, fundamentalmente, a la ralentización de la actividad en estas dos ramas. Así, tanto la formación bruta de capital acometida por estas como los indicadores de viviendas iniciadas han venido mostrando un perfil de marcada desaceleración desde mediados de 2006. Adicionalmente, el menor dinamismo de las operaciones corporativas habría contribuido en la misma dirección. En cambio, la mayor resistencia de la

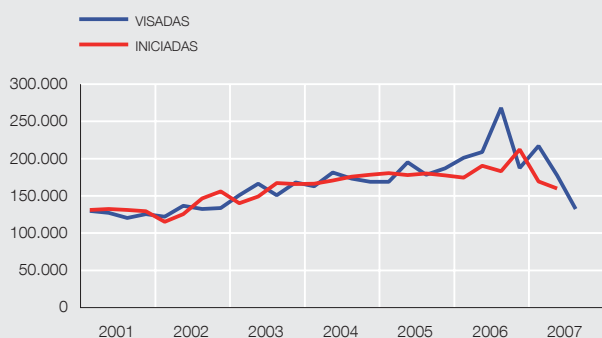
1 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS



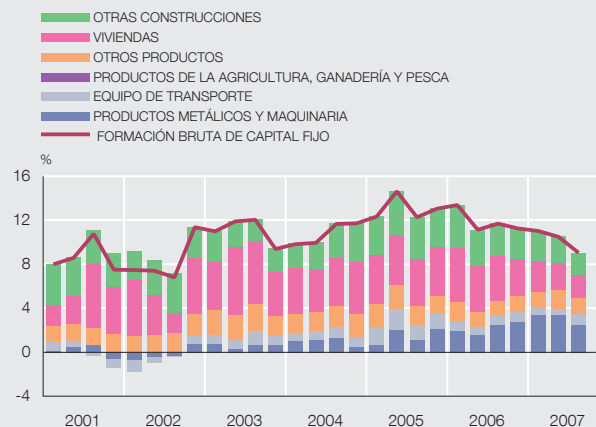
2 CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS. TASAS DE CRECIMIENTO



3 VIVIENDAS VISADAS E INICIADAS



4 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

inversión realizada por el resto de sectores habría soportado el crecimiento del crédito.

La evolución reciente del préstamo bancario captado por las empresas, además de factores de demanda, puede haberse visto también afectada por elementos de oferta. Así, es posible que las entidades de crédito hayan intentado aumentar la diversificación sectorial de su cartera, en un contexto en el que la actividad inmobiliaria empezaba a dar síntomas de menor dinamismo.

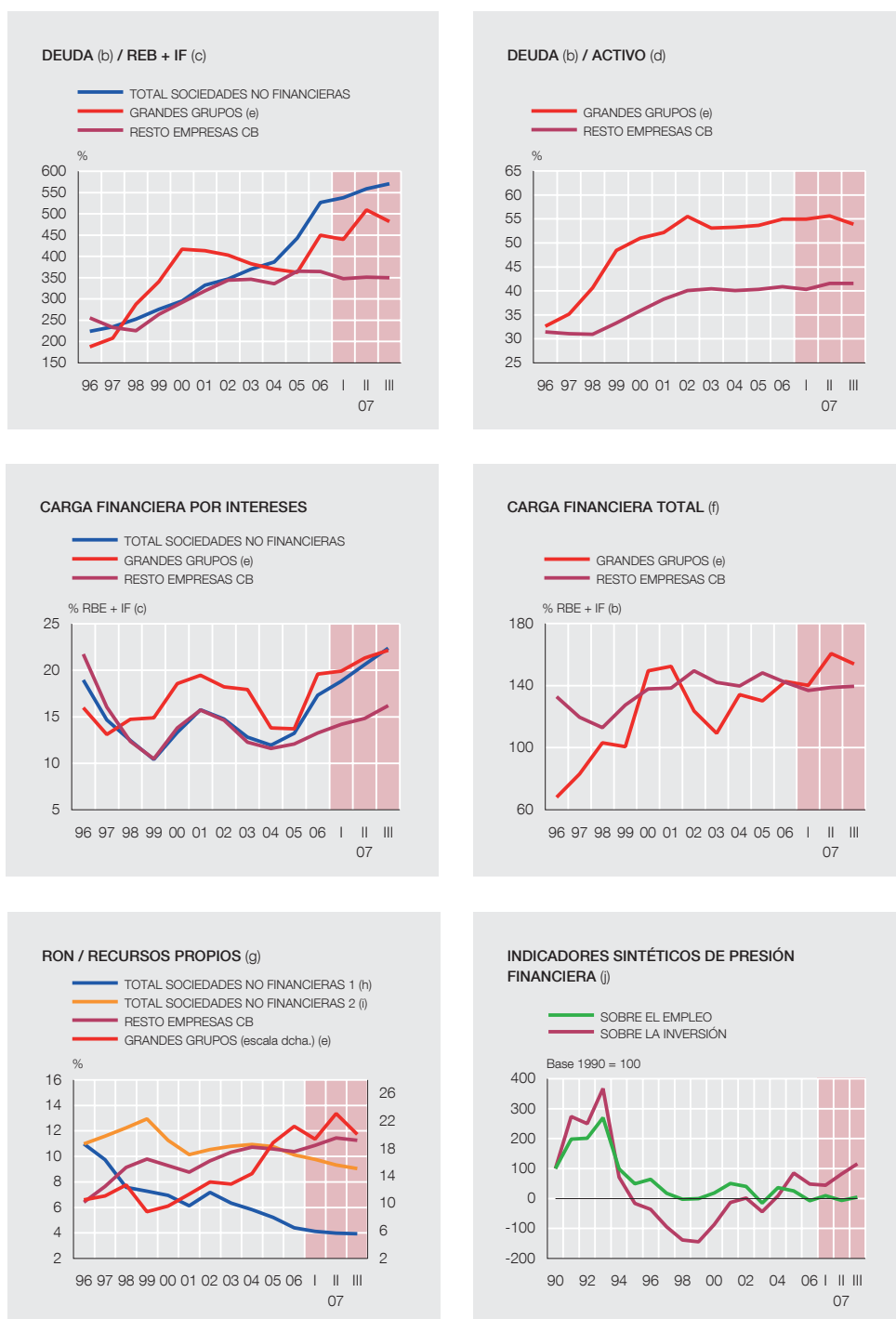
Los cambios recientes en la distribución por finalidades del crédito a las sociedades no financieras, además de favorecer la redistribución del riesgo dentro de la cartera de las entidades, podrían tener también un efecto positivo sobre la productividad de nuestra economía en la medida en que los nuevos fondos se destinen a financiar la inversión productiva, y contribuirían a facilitar la transición hacia un nuevo patrón de crecimiento en el que la construcción pierde peso en favor del resto de sectores.

datos provisionales disponibles, esta tendencia habría continuado durante los últimos meses del pasado ejercicio. Por otra parte, según las cuentas financieras, entre julio y septiembre del pasado ejercicio las necesidades de financiación del sector no mostraron variaciones significativas, como tampoco lo hizo el valor de la riqueza neta de los hogares, que se mantuvo en torno a los niveles confortables observados durante la primera parte del año.

En el caso de las sociedades, las ratios de endeudamiento y de carga financiera también volvieron a aumentar en el tercer trimestre de 2007 y, según apuntan las cifras de avance, esta pauta se habría prolongado en la última parte del año. La información más reciente sobre las rentas del sector, correspondiente a septiembre, muestra que el aumento de los gastos financieros continuó frenando el crecimiento de los beneficios, lo que se tradujo en un ligero retroceso de la rentabilidad del capital. Los datos de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) también evidencian un ascenso de la carga financiera y una reducción de la rentabilidad, aunque esta sigue en niveles confortables. Esta evolución vino acompañada, no obstante, de cierto descenso del grado de endeudamiento de estas compañías. Como resultado conjunto de estos cambios se elevaron moderadamente los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo (véase gráfico 26). Durante el mismo período, de acuerdo con las cuentas financieras, se produjo un nuevo incremento en las necesidades de financiación del sector, hasta situarse, en términos acumulados de 12 meses, en el 11,5% del PIB, casi un punto porcentual más que en junio.

El aumento del déficit de fondos de las sociedades no fue compensado por la recuperación del ahorro del sector público y, en menor medida, del de las instituciones financieras, lo que, unido a la estabilidad mostrada por este indicador en el caso de los hogares, determinó un incremento de las necesidades de financiación de la nación que, según las cuentas financieras, alcanzaron en el tercer trimestre de 2007 el 8,9% del PIB en términos acumulados anuales, dos décimas más que en junio (véase cuadro 5). El repunte de los diferenciales crediticios a raíz de las turbulencias financieras hizo que los intermediarios nacionales redujeran su apelación a los mercados de renta fija internacionales, por lo que estos agentes desempeñaron un papel menos activo en la captación de los fondos necesarios para financiar la brecha entre la renta y gasto interno y las inversiones financieras en el exterior.

En conjunto, la situación patrimonial del sector privado no experimentó variaciones importantes durante la parte final del año, de modo que, a nivel agregado, continúan sin observarse signos de vulnerabilidad que pudieran condicionar sus decisiones de gasto. Por otro lado, la información más reciente evidencia que tanto los hogares como las sociedades están mode-



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	2002	2003	2004	2005	2006		2007		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
					Economía nacional	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,8	-8,1	-8,3	-8,7	-8,9
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,3	-3,8	-5,1	-8,2	-10,4	-10,6	-11,2	-12,0	-13,0
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,0	-3,9	-4,5	-6,9	-8,4	-9,0	-9,5	-10,6	-11,5
<i>Hogares e ISFLSH</i>	0,7	0,1	-0,6	-1,3	-2,0	-1,6	-1,6	-1,4	-1,5
Instituciones financieras	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	1,2	1,4
Administraciones Públicas	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	2,0	1,8	2,1	2,0	2,6
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,5	-8,2	-8,7	-11,1	-15,6	-15,9	-13,9	-15,7	-16,3

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.

rando de forma ordenada el ritmo de acumulación de pasivos, en consonancia con el menor grado de holgura de las condiciones de financiación de los últimos trimestres. Las turbulencias financieras no parece que hasta ahora hayan afectado significativamente al coste de los recursos ajenos, más allá de lo que se deriva del propio incremento de los tipos de interés interbancarios. No obstante, una duración prolongada de las tensiones en los mercados financieros terminaría probablemente repercutiendo en mayor medida sobre las condiciones de obtención de fondos por parte de las familias y las empresas.

5.2 El sector hogares

La información más reciente sobre el coste de los nuevos pasivos de los hogares no evidencia ascensos significativos. Así, entre septiembre y noviembre de 2007 el tipo de interés medio aplicado a las nuevas operaciones para la adquisición de vivienda se elevó en 10 pb, mientras que el de la financiación destinada al consumo y otros fines se redujo en 5 pb, si bien este suele presentar una mayor variabilidad asociada, en parte, a un comportamiento estacional (véase gráfico 24). Sin embargo, según la última EPB, elaborada en diciembre, las entidades endurecieron durante los últimos meses de 2007 las condiciones crediticias en ambos tipos de préstamos y anticipaban para el primer trimestre de 2008 un nuevo incremento del grado de exigencia en los criterios de concesión de créditos.

En este contexto, continuó moderándose el ritmo de crecimiento de la deuda de las familias, de modo que en noviembre se situó en el entorno del 14%, frente al 15% observado al final del tercer trimestre. Por finalidades, esta evolución resultó principalmente del comportamiento de los fondos dirigidos a financiar la adquisición de vivienda, cuya tasa de avance interanual descendió hasta registros inferiores al 15%, mientras que la de los pasivos destinados al consumo y otros fines apenas mostró variaciones.

De acuerdo con las cuentas financieras, durante el tercer trimestre volvió a moderarse la adquisición de activos financieros por parte de los hogares y, en términos acumulados anuales, supuso menos del 10% del PIB, algo más de 1 pp por debajo del dato de junio (véase cuadro 6). Por instrumentos, el descenso más importante fue el de los flujos materializados en medios de pago, que apenas representaron un 0,5% del PIB, frente al 1,7% observado tres meses antes. Esta reducción refleja, fundamentalmente, el desplazamiento desde los depósitos a la vista hacia los de plazo, de mayor remuneración. Fruto de ello, aumentó el peso rela-

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

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 titulación.

tivo de la partida de otros depósitos y valores de renta fija (en la que se encuentran incluidos aquellos instrumentos) hasta un volumen equivalente a más del 7% del PIB. En el resto de rúbricas no se produjeron cambios significativos, con la excepción del ligero repunte en la compra directa de acciones.

Las todavía elevadas tasas de expansión de la financiación hicieron que la ratio de endeudamiento de los hogares continuara creciendo, aunque a menor ritmo que durante los trimestres precedentes, hasta rebasar en septiembre de 2007 el 130% de la RBD. Esta trayectoria, unida al incremento del coste medio de los créditos vivos, motivó un nuevo aumento de la carga

financiera asociada, que se situó en el mismo período por encima del 17% de la RBD (véase gráfico 25). Sin embargo, tanto las necesidades de financiación del sector como su capacidad de ahorro tras atender las obligaciones financieras mostraron escasas variaciones en términos acumulados de doce meses. Tampoco experimentó cambios significativos el valor la riqueza neta familiar, que se mantuvo, en relación con la RBD, en torno a los niveles de la primera mitad del año.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre septiembre y noviembre de 2007 se observó un ligero repunte en el coste medio de financiación de las sociedades, si bien la información más desagregada evidencia descensos en algunas rúbricas (véase gráfico 24). Así, mientras que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios para importes inferiores a un millón de euros ascendieron 8 pb, los de un volumen superior bajaron 13 pb. El coste de las emisiones de renta fija también se redujo, tanto en el caso de los valores de corto plazo (14 pb) como en los de largo plazo (2 pb), pero se elevó el de los recursos propios. Al igual que en el caso de los hogares, los resultados de la última EPB evidencian un nuevo endurecimiento de los criterios de concesión durante los meses finales del año, tendencia que, de acuerdo con lo que anticipan las entidades, continuaría durante el primer trimestre de 2008.

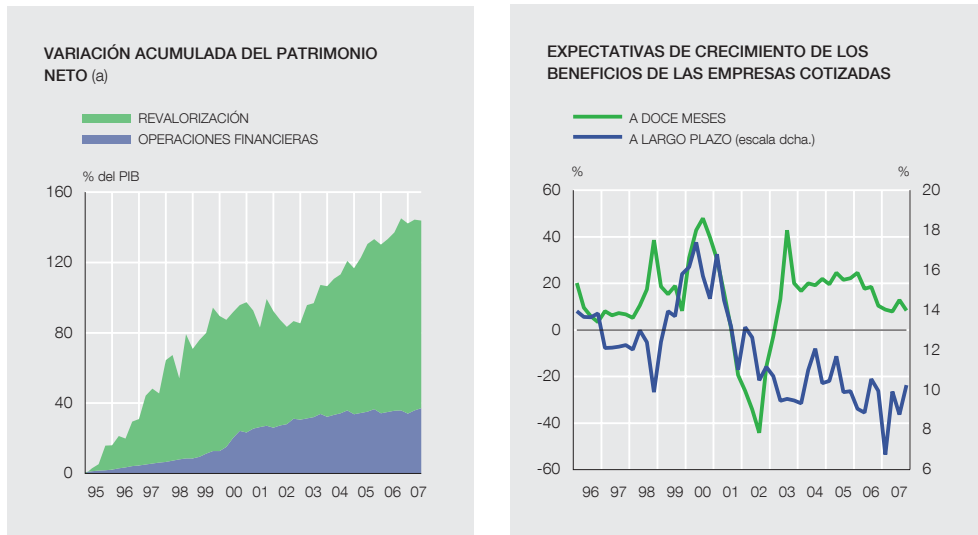
En este contexto, el ritmo de avance interanual de la deuda de las empresas se redujo entre septiembre y noviembre en más de 2 pp, hasta situarse alrededor del 19%. Por instrumentos, esta moderación se explica fundamentalmente por la evolución del crédito de entidades residentes, que constituye la principal fuente de financiación de este sector.

Los datos más recientes del desglose del crédito bancario por finalidad productiva muestran que la desaceleración observada por esta modalidad de financiación empresarial durante el tercer trimestre de 2007 resultó exclusivamente del descenso en el ritmo de avance de los fondos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción. Así, en línea con el menor dinamismo de la actividad en dichas ramas, las tasas de expansión interanuales se redujeron en más de 6 pp, aunque siguen situadas en niveles elevados, cercanos al 35% y al 18%, respectivamente. Por el contrario, en el resto de sectores se observó una aceleración, que fue algo más acusada en el caso de los recursos captados por la industria, que crecieron casi un 22% en relación con el mismo período de 2006.

Por su parte, el conjunto de las operaciones de activo de las sociedades se contrajo, alcanzando en septiembre de 2007, en términos acumulados de doce meses, casi el 17% del PIB, cifra inferior en más de 3 pp a la del segundo trimestre del mismo año. Esta disminución se observó en todos los instrumentos, siendo las acciones y otras participaciones las que continuaron acumulando el grueso de las inversiones (véase cuadro 6).

De acuerdo con las cuentas financieras, las necesidades de financiación del sector volvieron a aumentar, hasta suponer en septiembre de 2007 el 11,5% del PIB, en términos acumulados anuales, casi un punto porcentual más que en el trimestre precedente (véase cuadro 5). Por su parte, la *brecha de financiación*, 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, también creció, aunque de modo más moderado, como reflejo del menor dinamismo en las adquisiciones de las compañías españolas en el resto del mundo.

A pesar de la desaceleración de los recursos ajenos de las empresas, estos continuaron creciendo a un ritmo elevado, por lo que, en el tercer trimestre de 2007 se produjo un nuevo incremento de la ratio de deuda sobre los resultados económicos (véase gráfico 26). Esta ten-



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.

denia, unida al ascenso del coste medio de estos fondos, hizo que los pagos por intereses en relación con los beneficios volvieran a aumentar, suponiendo ya más del 22%. Esta trayectoria de los gastos financieros siguió contribuyendo a moderar el avance de las rentas del sector, lo que determinó un ligero descenso de la rentabilidad del capital.

Los datos de la muestra de las empresas colaboradoras con la CBT, entre las que predominan las compañías con mayor tamaño, también evidencian cierto descenso en la rentabilidad de estas empresas durante el tercer trimestre de 2007, aunque esta se mantuvo en niveles confortables, así como un aumento de la carga financiera. Sin embargo, la ratio de endeudamiento de estas compañías se redujo ligeramente. Como resultado conjunto de estos cambios se observó un repunte moderado de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y la inversión.

Por último, durante el último trimestre del pasado ejercicio los analistas revisaron a la baja sus expectativas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas durante los próximos 12 meses, aunque la tasa de expansión prevista se mantuvo en niveles elevados, próximos al 9% y, además, esta evolución vino acompañada de una cierta mejoría de las perspectivas a más largo plazo (véase gráfico 27).

5.4 Las Administraciones Públicas

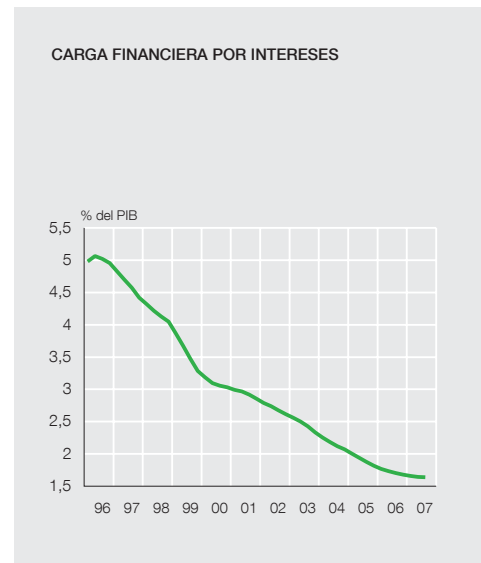
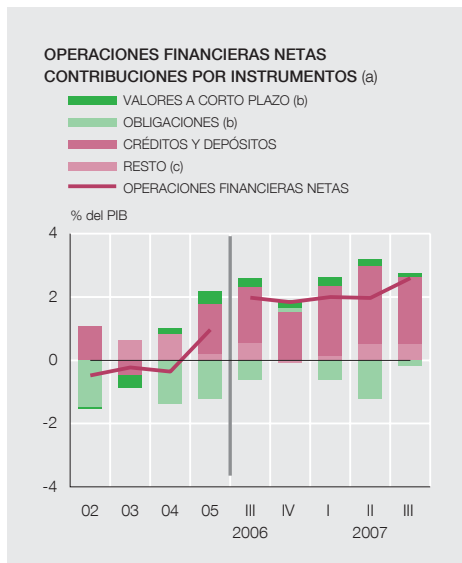
En septiembre de 2007 el ahorro de las AAPP alcanzó, en términos acumulados de doce meses, el 2,6% del PIB, seis décimas más que a mediados del mismo año (véase gráfico 28). La distribución por instrumentos evidencia, sobre todo, un aumento en el saldo neto entre los depósitos y el crédito, además de una amortización de valores a corto plazo y una emisión de títulos a largo plazo. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB no experimentaron variaciones apreciables y se mantuvieron en el 1,6%, gracias a que el incremento en el coste de los fondos fue compensado por la reducción en la deuda acumulada.

5.5 La posición financiera frente al exterior

Durante el tercer trimestre de 2007 volvió a aumentar el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación, hasta suponer, en términos acumulados anuales, el 8,9% del PIB, dos décimas más que a mediados del ejercicio. El desglose sectorial muestra que las sociedades

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28

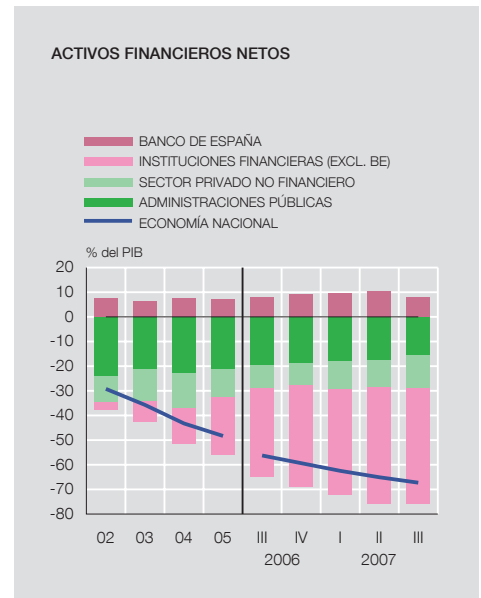
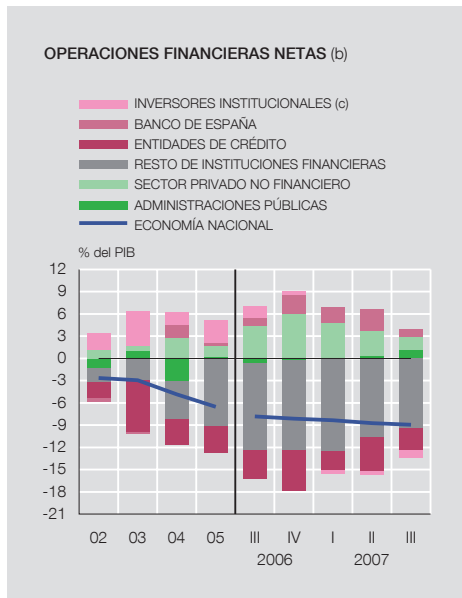


FUENTE: Banco de España.

- 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.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS Y ACTIVOS FINANCIEROS NETOS
FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)

GRÁFICO 29



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 seguros e instituciones de inversión colectiva.

% del PIB	2004	2005	2006	2007		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,1	-8,3	-8,7	-8,9
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,4	16,4	13,6	16,7	15,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,5	7,3	6,3	5,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,7	3,1	3,4	6,1	4,7	5,9
Valores distintos de acciones	1,8	8,8	-1,2	-1,0	2,2	2,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	6,6	-2,0	-1,5	1,4	1,8
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,3	2,3	0,5	0,3	0,1	0,1
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	9,2	5,9	7,5	6,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,8	3,9	6,8	4,2	5,6	4,4
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,8	0,9	1,2	0,2	0,5	-0,3
Préstamos	0,8	1,1	2,1	0,9	0,3	0,9
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,1	24,9	24,5	22,0	25,4	24,3
Depósitos	1,7	5,6	0,3	0,4	3,6	5,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,0	7,2	0,6	0,4	4,1	5,3
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,3	20,4	18,3	14,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	2,7	0,2	1,3	1,0	0,6	-0,4
<i>Entidades de crédito</i>	4,6	6,3	7,7	6,8	7,0	5,5
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,1	9,3	12,3	12,6	10,6	9,4
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,7	-0,3	0,4	1,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,7	1,0	-1,1	-0,2	0,6	1,7
Préstamos	1,3	2,3	3,5	1,3	3,0	2,7
Otros neto (c)	-0,6	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	7,3	4,8	5,8	6,1
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	1,6	1,6	2,1	1,9

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.

aumentaron sus necesidades de financiación en casi un punto porcentual del PIB, los hogares las mantuvieron en niveles similares a los del pasado mes de junio y tanto las instituciones financieras como, especialmente, las AAPP elevaron su superávit.

Las instituciones financieras privadas tuvieron un papel menos activo en la canalización de los fondos del resto del mundo hacia nuestra economía (véase gráfico 29). En concreto, el total de recursos netos captados por este sector en el exterior (excluyendo los inversores institucionales) supuso el 12,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 2,8 pp menos que a mediados de año. Este descenso resultó de la menor apelación de estos intermediarios a los mercados financieros internacionales, en un contexto en el que, como consecuencia de

las turbulencias, se encareció el coste de la emisión de valores de renta fija a largo plazo. Este retroceso en el volumen de entradas de capital se vio más que compensado por una reducción en el ritmo de acumulación de los activos netos foráneos de las sociedades, los hogares y el Banco de España.

Las entradas de capital se moderaron y supusieron, en términos acumulados de doce meses, el 24,3% del PIB, frente al 25,4% del segundo trimestre (véase cuadro 7). La mayor parte de estos fondos continuó materializándose en valores distintos de acciones, siendo de especial relevancia los emitidos por las instituciones financieras, aunque la cuantía de esta partida disminuyó respecto a junio en 2,7 pp del PIB. Por el contrario, la inversión de los no residentes en acciones y otras participaciones volvió a incrementarse, hasta el 1,7% del PIB. Asimismo, se elevó el importe de los recursos captados a través del mercado interbancario, si bien, en términos netos, estos flujos continuaron presentando un saldo acreedor.

La adquisición de activos exteriores también se ralentizó y supuso el 15,3% del PIB en términos acumulados anuales, 1,4 pp menos que en junio. Por instrumentos, lo más destacable fue la moderación en la inversión materializada en acciones y otras participaciones, cuyo volumen representó el 6,1% del PIB, frente al 7,5% del segundo trimestre.

También se moderaron los flujos de entrada de inversión directa (supusieron el 1,9%, en términos acumulados de doce meses), pero, en cambio, se incrementaron ligeramente los de salida (6,1% del PIB, frente al 5,8% a mediados de 2007).

Estos cambios en los flujos financieros con el exterior, junto con las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, hicieron que en el tercer trimestre de 2007 volviera a incrementarse el valor de los pasivos netos acumulados frente al resto del mundo (véase gráfico 29). Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del aumento del saldo deudor de las sociedades no financieras, aunque las instituciones financieras (excluido el Banco de España) continuaron siendo el sector que presenta un mayor endeudamiento externo en términos netos.

Sin embargo, el cambio en el patrón de los flujos de financiación descrito, referido al tercer trimestre, se ha profundizado posteriormente por el continuado impacto de las turbulencias, pero todavía no se dispone de información suficiente para esbozar los principales rasgos del cuarto trimestre.

25.1.2008.