

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

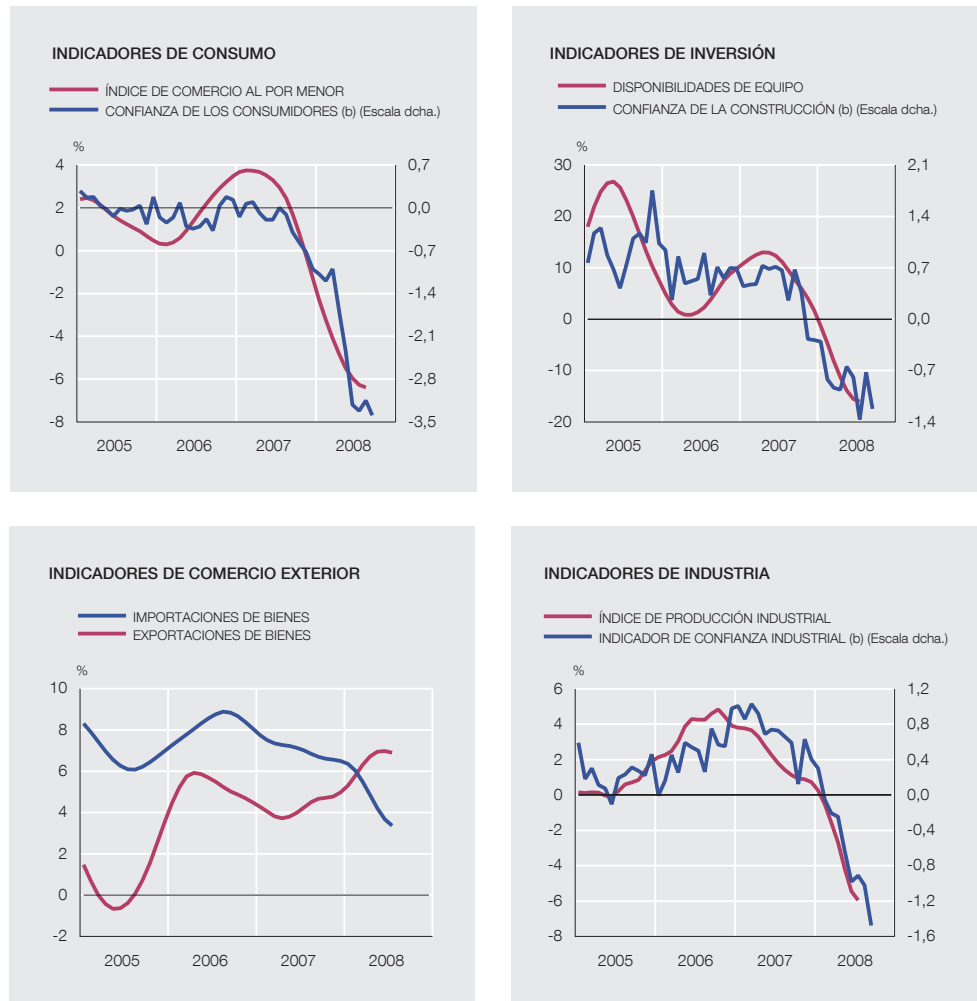
### ***Evolución del sector real de la economía española***

De acuerdo con las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral<sup>1</sup>, la tasa de crecimiento interanual del PIB de la economía española se redujo en ocho décimas en el segundo trimestre de 2008, hasta situarse en el 1,8%. En términos intertrimestrales, el ritmo de avance del producto fue del 0,1%, dos décimas menos que en el trimestre precedente. Esta intensificación en el ritmo de desaceleración del PIB fue el resultado de la menor pujanza de la demanda nacional, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó en 1,3 puntos porcentuales (pp), hasta el 1,4%, que se vio compensada parcialmente por la mejora del sector exterior, cuya contribución al crecimiento de la economía pasó a ser positiva por primera vez en siete años (de 0,3 pp, frente a -0,2 pp en el trimestre anterior). Todos los componentes del gasto interno se desaceleraron, salvo el consumo público y la inversión en otras construcciones. Así, la tasa de expansión del consumo privado se redujo en 1 pp, hasta el 1,2%, en tanto que el ritmo de crecimiento de la inversión en bienes de equipo se ralentizó en casi 3 pp, hasta el 2,3%. Con todo, el componente que experimentó el ajuste más severo fue la inversión en vivienda, cuya tasa de variación se recortó en más de 5 pp, hasta el -6,3%. En el ámbito del comercio exterior, tanto las exportaciones como, sobre todo, las importaciones de bienes y servicios se ralentizaron, hasta crecer a tasas del 4,1% y del 2,3%, respectivamente (frente al 4,3% y 4,1% del trimestre previo). Desde la óptica de la oferta, la moderación de la actividad afectó a todas las ramas, con la excepción de los servicios no de mercado y, particularmente, de la energía, y el empleo avanzó a una tasa del 0,4% (1 pp menos que en el primer trimestre). La pérdida de dinamismo de esta variable fue, por tanto, más acusada que la del producto, lo que propició que la tasa de crecimiento de la productividad aparente del trabajo siguiera aumentando moderadamente (en dos décimas, hasta el 1,4%)<sup>2</sup>.

La información referida al tercer trimestre del año apunta a una continuación del debilitamiento de la actividad, en un contexto de incertidumbre, que se habría visto acrecentada en la segunda mitad de septiembre por el agravamiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales. Los últimos indicadores disponibles relacionados con la evolución del consumo privado sugieren que prosigue la atonía de este componente de la demanda. Así, tanto el indicador de confianza de los consumidores como el de los comerciantes minoristas continuaron retrocediendo en el conjunto del tercer trimestre, hasta alcanzar el mínimo histórico de la serie en el primer caso y un valor próximo a él en el segundo (véase gráfico 1). Entre los indicadores cuantitativos, el descenso de la tasa interanual de variación de las matriculaciones de automóviles destinados a particulares se agravó en agosto, hasta situarse en el -41,3%. Por su parte, el índice de comercio al por menor moderó en cierta medida su ritmo de caída en los meses de julio y agosto, hasta el 6,2%, contracción menos intensa que la experimentada en los dos meses anteriores.

La inversión en bienes de equipo continuó desacelerándose en los meses de verano, a juzgar por la reducción del nivel de utilización de la capacidad productiva, que se situó en el 79% en el tercer trimestre, nivel en todo caso ligeramente superior a su media histórica, y por el indicador de disponibilidades, que, con información hasta julio, intensificó su ritmo de descenso.

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales. En el caso del empleo, puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. 2. Junto con la publicación de los datos relativos al segundo trimestre, el INE revisó las estimaciones de las series de Contabilidad Nacional relativas al período 2004-2007. En términos reales, el crecimiento del PIB de los años 2004, 2005 y 2006 no experimentó modificaciones, mientras que la estimación de 2007 se revisó a la baja en casi dos décimas, hasta el 3,7%, como consecuencia de la menor expansión de la demanda nacional.



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

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

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

El indicador del clima industrial del sector productor de estos bienes de capital acrecentó en agosto el deterioro observado desde el comienzo del año.

También en el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles apuntan hacia una disminución de la actividad más marcada en el tercer trimestre. En cuanto a los indicadores contemporáneos, y en relación con el mercado de trabajo, el número medio de afiliados al régimen general de la Seguridad Social acentuó en agosto su caída interanual hasta el 12% (10,9% en el mes precedente), al tiempo que el número de parados registrados continuó aumentando, hasta alcanzar una tasa del 71%. Por lo que respecta a los indicadores de consumos intermedios, la producción interior de materiales de construcción y el consumo aparente de cemento prolongaron en julio y agosto, respectivamente, los fuertes ritmos de contracción observados en los meses precedentes. Por su parte, el indicador de confianza registró en el promedio de julio y agosto un retroceso en relación con el segundo trimestre. Finalmente, la última información disponible sobre los indicadores de carácter adelantado, que corresponde al mes de julio, muestra un comportamiento desfavorable de la superficie visada, tanto en proyectos de edificación de viviendas como en otros de tipo no residencial.

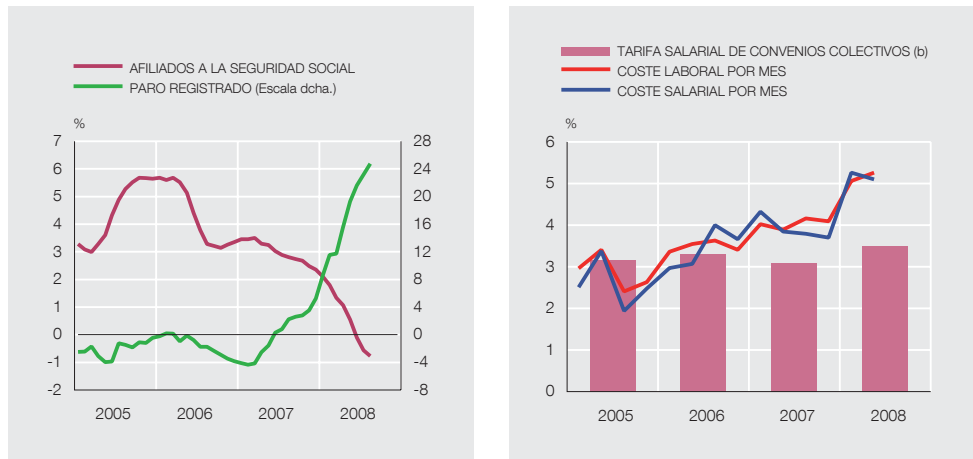
De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron en julio un 9,5% en tasa interanual, crecimiento superior al experimentado en el segundo trimestre (6,6%), aunque este último pudo estar afectado por la huelga de transporte de mercancías ocurrida en junio. Por grupos de productos, destacó el fuerte incremento de las ventas de bienes de equipo, aunque también se aceleraron las de bienes intermedios —especialmente, energéticos—. La ganancia de dinamismo de las ventas de bienes de consumo fue más moderada. Por áreas geográficas, el crecimiento de las ventas no comunitarias fue mucho más intenso que el de las exportaciones a la UE (23,5% y 3,1%, respectivamente). Por otro lado, la valoración de la cartera de pedidos exteriores en la encuesta de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros experimentó una ligera mejoría en el mes de agosto, después de los acusados retrocesos de los meses anteriores.

Por su parte, las importaciones reales tan solo avanzaron en julio un 0,1% en tasa interanual, por debajo de la media del segundo trimestre (1,4%), a pesar de que el dato de junio también se encuentra afectado por la huelga antes mencionada. Por grupos de productos, la ralentización en comparación con el segundo trimestre resulta atribuible al componente de bienes intermedios no energéticos. Por el contrario, se recuperaron las compras de bienes de equipo y de consumo (que, no obstante, siguieron registrando tasas negativas), al igual que las importaciones de bienes intermedios energéticos. Por áreas geográficas, el avance de las compras extracomunitarias (del 8,9%) contrasta con el descenso de las importaciones procedentes de la UE (del 6%).

Respecto al turismo, los principales indicadores referidos a los meses centrales del verano (julio y agosto) han mostrado una cierta atonía. Por una parte, las cifras de turistas extranjeros entrados por frontera descendieron en esos meses a una tasa media cercana al 5%, frente al avance del 0,9% en el segundo trimestre. No obstante, las pernoctaciones hoteleras registraron un aumento en el bimestre julio-agosto del 2% (1% en el período abril-junio). Por otra parte, según la Encuesta de Gasto Turístico de julio, el gasto nominal cayó un 1,4% interanual, frente al avance del 2,5% en el segundo trimestre.

Los datos de la Balanza de Pagos para el mes de julio mostraron un sensible descenso de la necesidad de financiación, de un 27,7% en términos de su tasa de crecimiento interanual. El déficit por cuenta corriente ascendió a 7.383,4 millones de euros, en torno a un 26% inferior al del mismo mes del año precedente, como resultado de la evolución favorable de todos sus componentes y, en especial, de la corrección parcial del déficit de rentas (que se cifró en 3.425 millones de euros, frente a 4.672 en julio de 2007). Por su parte, el déficit comercial disminuyó en julio un 9,1% interanual, en un contexto en el que la disminución del déficit no energético compensó la ampliación del correspondiente a los productos energéticos. Tras este dato, la necesidad de financiación de la economía española en los siete primeros meses del año se elevó a 62.010 millones de euros, cifra que supone un incremento del 5% con respecto a la alcanzada en igual período de 2007, y que representa una marcada ralentización con respecto a los registros previos.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial (IPI) registró, en términos corregidos de calendario, una caída del 4,5% en julio, tasa que supone una mejora respecto a la observada en junio —aunque esta se había visto afectada de forma acusada por la huelga de transporte—, y que en todo caso confirma la trayectoria descendente de la actividad manufacturera. Por destino económico de los bienes, el mayor retroceso correspondió a los bienes intermedios y, dentro de los bienes de consumo, a los no alimenticios. El resto de la información coyuntural correspondiente a la industria resulta coherente, en general, con una prolongación de la fase de debilitamiento de la actividad del sector. De este modo, en el mes de



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

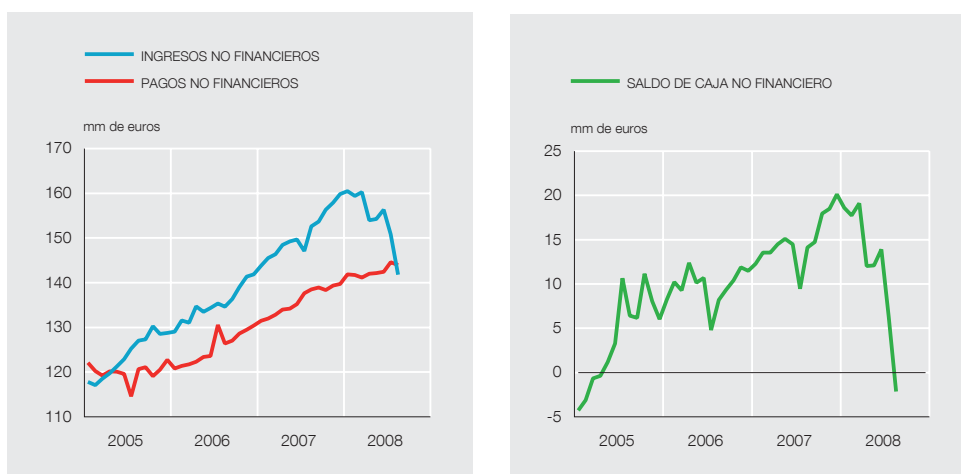
- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta agosto de 2008.

julio también tuvieron un comportamiento desfavorable los índices de cifras de negocios en la industria y de las entradas de pedidos del sector. Por su parte, los indicadores cualitativos han tenido un comportamiento dispar en los últimos meses. Así, mientras que el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea empeoró en agosto y septiembre, el índice de directores de compras del sector manufacturero registró una ligera mejoría en agosto. No obstante, en ambos casos la media de los meses transcurridos del tercer trimestre se sitúa por debajo de la correspondiente al segundo trimestre. Finalmente, los indicadores de mercado de trabajo del sector siguieron deteriorándose en agosto. En concreto, los afiliados medios a la Seguridad Social intensificaron su retroceso hasta el -2,4%, en tanto que el ritmo de aumento del paro registrado continuó ampliándose hasta el 16,3%.

En el caso de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible refleja una tendencia a la pérdida de dinamismo. Entre la información cualitativa, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea retrocedió en el conjunto del tercer trimestre, hasta alcanzar transitoriamente en agosto el nivel mínimo histórico de la serie (que comienza en octubre de 1996). Por el contrario, el índice de directores de compras registró una ligera mejoría en agosto, que se suma a la observada en julio, aunque permanece por debajo del nivel del segundo trimestre. Entre los indicadores de empleo, las afiliaciones medias del sector a la Seguridad Social continuaron desacelerándose en agosto (hasta una tasa del 1,6%) y el paro registrado siguió repuntando, hasta situarse en el 19,9% en ese mes. Por último, la cifra de negocios del sector experimentó en julio un descenso, en términos reales y corregidos de calendario, del 1,3%, algo más pronunciado que el registrado en el segundo trimestre.

Por otra parte, los indicadores más recientes apuntan a que la desaceleración del empleo ha continuado en el tercer trimestre. En particular, el número medio de afiliados a la Seguridad Social descendió en agosto a un ritmo interanual del 0,8%, frente al avance del 0,5% del segundo trimestre, y el número de parados registrados mostró en ese mismo mes una tasa de aumento interanual del 24,7%, muy superior a la contabilizada en el mismo mes de años precedentes (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta agosto de 2008 un déficit de 14.638 millones de euros (1,3% del PIB), lo que contrasta notablemente con el su-



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

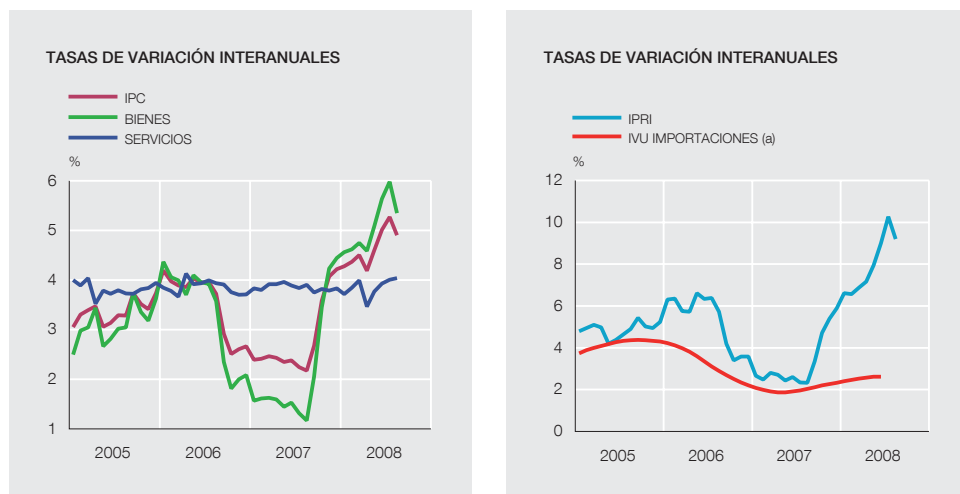
a. Último dato: agosto de 2008.

perávit de 11.816 millones de euros (1,1% del PIB) obtenido en los ocho primeros meses de 2007. Los ingresos experimentaron un recorte interanual del 17,7% en el período comprendido entre enero y agosto del presente ejercicio, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 9,4%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta agosto de 2008 se saldó con un déficit de 15.037 millones de euros, frente al superávit de 7.228 millones de euros registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Los ingresos mantuvieron tasas de variación negativas, registrando una caída del 18,1%, debida principalmente a la débil evolución de la recaudación impositiva, marcada por el impacto de la nueva deducción para los contribuyentes del IRPF, la menor recaudación a través del Impuesto sobre Sociedades (en parte, debida a la segunda reducción de tipos que se deriva de la reforma aplicada en 2007) y el retroceso del Impuesto sobre el Valor Añadido, que cayó, fundamentalmente, a causa del efecto del nuevo régimen de grupos (que supone un fuerte adelanto en las devoluciones) y de la ralentización en los sectores inmobiliario y de la construcción. Por el contrario, los gastos se desaceleraron ligeramente, hasta registrar un crecimiento del 4,5%.

### Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral del Coste Laboral (ETCL), la tasa de crecimiento del coste laboral medio por trabajador y mes repuntó en dos décimas en el segundo trimestre de 2008, hasta situarse en el 5,3% interanual. El componente salarial se ralentizó modestamente, de modo que la aceleración del coste laboral total se debió a la evolución de los otros costes. Por su parte, de acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía mantuvo estable su ritmo de avance en el 5,1% en el segundo trimestre, tras haberse revisado sustancialmente al alza los datos del primer trimestre inicialmente estimados. En cuanto a la negociación colectiva, la información más reciente sitúa el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de agosto, que afectan a 7,7 millones de trabajadores, en el 3,5%, cuatro décimas por encima del incremento con que se cerró el año 2007. Por ramas, los aumentos medios pactados van desde un 3,2% en los servicios hasta un 3,7% en la construcción. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2007 —que repercute en el salario cobrado en 2008— se mantiene en 1,1 pp, superando en ocho décimas al efecto estimado para el ejercicio precedente.

Los datos de la CNTR muestran que, en el segundo trimestre de 2008, el ritmo de crecimiento del deflactor del PIB volvió a aumentar, hasta alcanzar el 3,4%, dos décimas más que en



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

los tres primeros meses del año. La aceleración del deflactor del consumo privado fue mayor —de 0,5 pp, hasta el 4,9%—. En cuanto a los precios de consumo, la tasa de crecimiento interanual del IPC se situó en agosto en el 4,9%, 0,4 pp por debajo de la de julio, que había sido la más elevada desde diciembre de 1992 (véase gráfico 4). Esta ralentización del índice general se debió al comportamiento de sus dos componentes más volátiles: en este sentido, los precios energéticos se moderaron hasta el 17,6% interanual, 3,8 pp menos que el mes previo, mientras que los precios de los alimentos no elaborados prosiguieron, aunque con menor intensidad, la desaceleración iniciada el mes anterior, experimentando una tasa de crecimiento interanual del 4,2%. El ritmo de aumento del IPSEBENE —índice que excluye los precios de los bienes más volátiles— se mantuvo en el 3,5%, como consecuencia de la evolución divergente de sus componentes. La tasa de crecimiento de los bienes industriales no energéticos repuntó dos décimas, hasta el 0,5%, mientras que el ritmo de avance de los precios de los alimentos elaborados se ralentizó en 0,2 pp, hasta el 7,6%, y el de los servicios se mantuvo estable en el 4%. El índice armonizado (IAPC) también aumentó un 4,9% en agosto, 0,4 pp menos que en julio. Esta disminución fue algo más intensa que la del IAPC de la UEM (de dos décimas, hasta el 3,8%), de modo que el diferencial frente a esta área disminuyó en dos décimas, hasta situarse en 1,1 pp, cifra que coincide con el promedio observado desde el inicio de la Unión Monetaria. Por su parte, el indicador adelantado del IAPC correspondiente a septiembre marca una nueva desaceleración, pues situó su tasa de crecimiento interanual en el 4,6%.

El índice general de precios industriales (IPRI) aumentó en agosto un 9,2%, 1,1 pp por debajo de la tasa alcanzada en julio. Los precios que contribuyeron en mayor medida a esta ralentización fueron los de las industrias de la energía (que crecieron un 25,6%, casi 5 pp menos que en julio), moderándose también los de los bienes de consumo (en tres décimas, hasta el 4,9%). Por su parte, los precios de los bienes de equipo y los de los bienes intermedios mantuvieron estable su ritmo de avance.

Los precios de las exportaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), aumentaron en julio un 2,4%, lo que supone una aceleración de 1,5 pp frente al mes anterior. Los IVU de las importaciones siguieron mostrando un comportamiento más expansivo que los de las exportaciones, con una tasa de crecimiento en julio del 4,9%, que supera en 1,8 pp a la ob-

servada en el mes anterior. Por otro lado, el índice de precios de exportación de productos industriales elaborado por el INE se aceleró en 0,9 pp en el mes de julio, hasta el 4,3%. Este comportamiento fue, sobre todo, el resultado de una sustancial aceleración de los precios de los productos energéticos (de 5,8 pp, hasta el 57,6%), si bien los precios del resto de bienes también contribuyeron a esta evolución. En el caso de los precios de importación de bienes industriales, el índice general aumentó un 10,7% en julio (cuatro décimas más que en junio), lo que también se debió, en parte, a la evolución del componente energético.

### ***Evolución económica y financiera en la UEM***

A lo largo del mes de septiembre, el entorno internacional macroeconómico y, sobre todo, financiero en el que se ha desenvuelto el área del euro ha estado sujeto a importantes perturbaciones. Muy en particular, los mercados financieros internacionales han experimentado un agudo recrudecimiento de la inestabilidad, entrando en una nueva fase marcada por la crisis de algunas entidades clave. El epicentro de este episodio se ha situado en Estados Unidos, si bien tiene implicaciones globales. A lo largo del verano se agravaron los problemas en las agencias de titulización hipotecaria Fannie Mae y Freddie Mac, que finalmente fueron intervenidas por el gobierno de Estados Unidos a principios de septiembre, decisión que fue acogida favorablemente por los mercados. No obstante, la incertidumbre persistió y se reavivaron las tensiones. En la semana del 15 de septiembre se produjeron la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers y la fusión de Bank of America y Merrill Lynch, se registraron fuertes caídas en las cotizaciones de diversas entidades financieras y un agudo deterioro en los mercados de financiación y de derivados de crédito. Unos días más tarde se produjo la intervención de la mayor aseguradora mundial (AIG) por parte de la Reserva Federal, ante el riesgo sistémico que implicaba su caída. Finalmente, Washington Mutual, la mayor entidad de ahorro de Estados Unidos, y Wachovia, el cuarto banco del país, tuvieron que ser adquiridos por JP Morgan y Citigroup, respectivamente, en la última semana de septiembre.

Fuera de Estados Unidos, cabe destacar el anuncio de la fusión entre los bancos británicos Lloyds y HBOS, ante las graves dificultades financieras de esta última entidad. Asimismo, en el tramo final del mes han tenido lugar el rescate del banco hipotecario Bradford & Bingley, también en el Reino Unido, y de un banco islandés; anuncios de inyecciones de capital de las autoridades holandesa, belga y luxemburguesa en Fortis y de las autoridades belga, francesa y luxemburguesa en Dexia; la concesión de una importante línea de crédito avalada por el gobierno federal alemán al banco hipotecario germano Hypo Real Estate; y el anuncio por parte del gobierno irlandés de su intención de garantizar los depósitos (y algunos otros pasivos) bancarios de su sistema.

Volviendo a Estados Unidos, el desarrollo de los acontecimientos indujo a su Tesoro a proponer el 19 de septiembre un ambicioso plan de adquisición de los activos dañados de las entidades financieras, fundamentalmente titulaciones de hipotecas comerciales y residenciales, con una dotación de hasta 700.000 millones de dólares. El plan está siendo objeto de una intensa negociación y, en el momento de cierre de este artículo, no ha obtenido aún el respaldo del Congreso. En todo caso, su objetivo es abrir un mercado —hasta ahora inexistente— para los títulos con mayores problemas de liquidez, cuya venta a descuento permitiría a los bancos aflorar pérdidas y recapitalizarse, un proceso hasta ahora bloqueado. La propuesta del Tesoro fue inicialmente bien acogida por los mercados, pero su impacto se fue disipando ante las dificultades de la negociación y la incertidumbre sobre su instrumentación y efectividad final.

En este contexto, los bancos centrales de los principales países desarrollados han adoptado nuevas medidas extraordinarias para suministrar liquidez, sin modificar los tipos de interés oficiales. Por su parte, el dólar frenó la tendencia apreciativa frente al euro que había experimentado desde mediados de julio, soportando fuertes fluctuaciones en su



cotización a finales de septiembre. Los mercados emergentes registraron también una fuerte corrección—más intensa en los países con mayores vulnerabilidades—, que se hizo particularmente acusada en septiembre ante la elevada aversión al riesgo por parte de los inversores internacionales. Así, se registraron fuertes pérdidas en los mercados bursátiles —mayores que en los países industrializados—, los diferenciales soberanos se ampliaron hasta los niveles de mediados de 2005 y se produjo una tendencia a la depreciación de los tipos de cambio frente al dólar. Por otro lado, el deterioro de las expectativas de crecimiento global contribuyó a la fuerte disminución del precio de los metales industriales y del petróleo —en ambos casos, alrededor del 30% en dólares (25% en euros) respecto al máximo histórico alcanzado hace unos meses—, rompiendo de esa forma su tendencia alcista de los trimestres anteriores.

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB del segundo trimestre fue revisado al alza en su estimación final hasta el 2,8% trimestral anualizado por la modificación al alza de las exportaciones netas. Para el tercer trimestre, los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una notable ralentización de la actividad. Por el lado de la demanda se aprecia cierta contracción del consumo privado, con caídas de las ventas al por menor en agosto y en el gasto real en consumo personal en julio y agosto. También se ha producido un fuerte debilitamiento del mercado laboral, reflejado en un incremento de las solicitudes de prestaciones por desempleo y de la tasa del paro —hasta el 6,1% en agosto— y en una destrucción neta de 84.000 empleos en agosto (75.600 en promedio mensual desde inicios de año). Por el lado de la oferta, cabe destacar las caídas en la producción industrial y la utilización de la capacidad productiva, y la debilidad de los índices de gestores de compras (ISM) en agosto. Los indicadores del mercado de la vivienda mantienen un tono negativo, por la continuada caída de los precios —16% interanual en julio—, de las viviendas iniciadas y de las ventas. La corrección del precio del petróleo apoyó la moderación de la inflación en dos décimas en agosto, hasta el 5,4% interanual, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 2,5%. En el contexto de recrudescimiento de las tensiones financieras, la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés en su reunión de septiembre.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se revisó a la baja, hasta el 0%, destacando la contracción del consumo y de la inversión. Los indicadores de oferta y demanda de mayor frecuencia muestran una continuada debilidad de la actividad en el tercer trimestre, lo que se ha reflejado en un aumento del paro en dos décimas, hasta el 5,5%, en julio y una caída del empleo en agosto. El mercado inmobiliario continúa el ajuste de meses anteriores, con una caída interanual de los precios de la vivienda superior al 10% en agosto, presionada por el incremento de la ratio de existencias respecto a las ventas. Los precios de producción se desaceleraron seis décimas en agosto, hasta el 9,7% interanual, pero la inflación general se incrementó tres décimas, hasta el 4,7%, un ritmo superior al crecimiento de los salarios. El Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés.

En Japón, el PIB del segundo trimestre experimentó una notable contracción, al caer un 3% en tasa trimestral anualizada. El consumo privado y la demanda externa fueron los principales responsables de esta evolución, aunque la inversión, tanto pública como privada, también se redujo notablemente. Los indicadores aparecidos en el tercer trimestre, como la producción industrial o el índice PMI de manufacturas, apuntan hacia un debilitamiento de la actividad. Asimismo, el consumo privado evoluciona desfavorablemente, según los indicadores de gasto de las familias y de confianza del consumidor, en julio y agosto. En el ámbito externo, la balanza comercial continuó su tendencia descendente y registró un déficit en agosto, influido por el aumento del precio de las importaciones y la debilidad de las exportaciones. Por último, la inflación general se moderó hasta el 2,1% interanual y la subyacente se mantuvo en el 2,4% interanual.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del segundo trimestre creció un 5,6% interanual, tres décimas menos que en el trimestre anterior. La menor expansión se debió tanto a la pérdida de dinamismo de la demanda interna —muy intensa en los países bálticos— como a la menor contribución de la demanda exterior, especialmente la proveniente del área del euro. Con todo, la actividad en Eslovaquia, Rumanía y Bulgaria sigue muy boyante, mientras que en Polonia, Lituania y la República Checa la moderación del crecimiento es gradual y en Hungría prosigue la lenta recuperación. La inflación disminuyó de manera generalizada en agosto, pasando del 7,1% al 6,5% para el conjunto de la región, pero se mantienen tasas superiores al 11% en los países bálticos y en Bulgaria. En este contexto, en septiembre los bancos centrales no modificaron los tipos de interés oficiales.

En China, el PIB del segundo trimestre continuó mostrando la tendencia a la suave desaceleración de trimestre previos, hasta el 10,1% interanual. En el tercer trimestre se produjo una moderación del crecimiento de la producción industrial, a la vez que la inversión en activos fijos y las ventas al por menor mantuvieron ritmos de avance interanual elevados. En el ámbito externo, el superávit comercial en julio y agosto superó al registrado en los mismos meses de 2007, si bien en el conjunto de los ocho primeros meses del año continuó siendo inferior al período similar del año anterior. El renminbi frenó su apreciación frente al dólar a finales de julio, y la inflación general continuó moderándose hasta el 4,9% interanual en agosto, si bien los precios de producción mantuvieron un crecimiento del 10,1%, el máximo de, al menos, los últimos diez años. En este contexto de incertidumbre sobre la actividad e incipiente moderación de la inflación, las autoridades monetarias redujeron el tipo de interés de los préstamos a un año hasta el 7,2% y rebajaron en 100 puntos básicos (pb) el coeficiente de reservas bancarias (hasta el 16,5%) aplicable a todos los bancos, salvo a los cinco más grandes y al Postal Savings Bank. En el resto de Asia, el crecimiento interanual del PIB se redujo moderadamente en el segundo trimestre de 2008, por la desaceleración de la demanda interna, mientras que la inflación se redujo ligeramente en agosto, por la moderación de los precios de la energía y los alimentos. Las divisas de la región se depreciaron casi generalizadamente frente al dólar en el tercer trimestre del año, al tiempo que la mayoría de las autoridades monetarias elevaron los tipos de interés oficiales.

En América Latina el PIB creció al 5,4% interanual en el segundo trimestre, frente al 5,1% del primer trimestre. Esta ligera aceleración respondió a un mayor crecimiento de la demanda interna, pues la contribución negativa de la demanda externa se mantuvo en 2,2 pp. La evolución de la actividad fue heterogénea entre los distintos países. Brasil, Chile, Perú y Venezuela presentaron un mayor dinamismo, al contrario que Argentina, México y Colombia. Respecto a la evolución de los precios, en agosto la inflación regional se situó en el 8,5%, tres décimas por encima de la registrada en junio —aunque igual a la registrada en julio—, al tiempo que ha continuado el deterioro de las expectativas de inflación. En este contexto, la mayor parte de los bancos centrales continuaron endureciendo sus políticas monetarias. Destacan, asimismo, el deterioro de las balanzas por cuenta corriente para todos los países, como consecuencia del comportamiento de las balanzas comerciales, y las presiones depreciatorias frente al dólar de las monedas de la región, lo que ha llevado a algunas autoridades monetarias a intervenir en los mercados de divisas.

Según la primera estimación de la contabilidad nacional del área del euro, en el segundo trimestre de 2008 el PIB se redujo un 0,2% en términos intertrimestrales, frente al incremento del 0,7% del trimestre precedente. El descenso refleja, además de una reacción técnica al fuerte crecimiento del primer trimestre —asociado, en gran medida, al repunte que registró la inversión en construcción como consecuencia de las favorables condiciones meteorológicas—, la influencia negativa de los elevados precios de las materias primas, el endurecimiento de las

		2008					
		ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	4,0	-0,4	-0,8	-1,7		
	Comercio al por menor (b)	-1,8	0,4	-3,2	-2,7		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	1,3	-7,6	-9,4			
	Indicador de confianza de los consumidores	-12,0	-15,0	-17,0	-20,0	-19,0	-19,0
	Indicador de confianza industrial	-2,0	-2,0	-5,0	-8,0	-9,0	-12,0
	IAPC (b)	3,3	3,7	4,0	4,0	3,8	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,8	
	M1	2,4	2,3	1,5	0,2	0,2	
	Crédito a los sectores residentes	9,9	9,5	9,1	9,1	9,2	
	AAPP	-0,3	-1,9	-0,9	-0,1	1,5	
	Otros sectores residentes	12,1	12,0	11,1	11,0	10,8	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	5,2	4,9	4,2	4,0	3,9	
	— Préstamos a sociedades no financieras	14,9	14,2	13,6	13,1	12,6	
	EONIA	3,99	4,01	4,01	4,19	4,30	4,31
	EURIBOR a tres meses	4,78	4,86	4,94	4,96	4,97	4,98
	EURIBOR a un año	4,82	4,99	5,36	5,39	5,32	5,36
	Rendimiento bonos a diez años	4,28	4,42	4,81	4,81	4,50	4,44
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,60	-0,52	-0,68	-0,79	-0,57	-0,77
	Tipo de cambio dólar/euro	1,575	1,556	1,555	1,577	1,498	1,434
	Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (d)	-13,1	-14,1	-23,8	-23,5	-23,5	-29,1

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

a. Media del mes hasta el día 24 de septiembre de 2008.

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

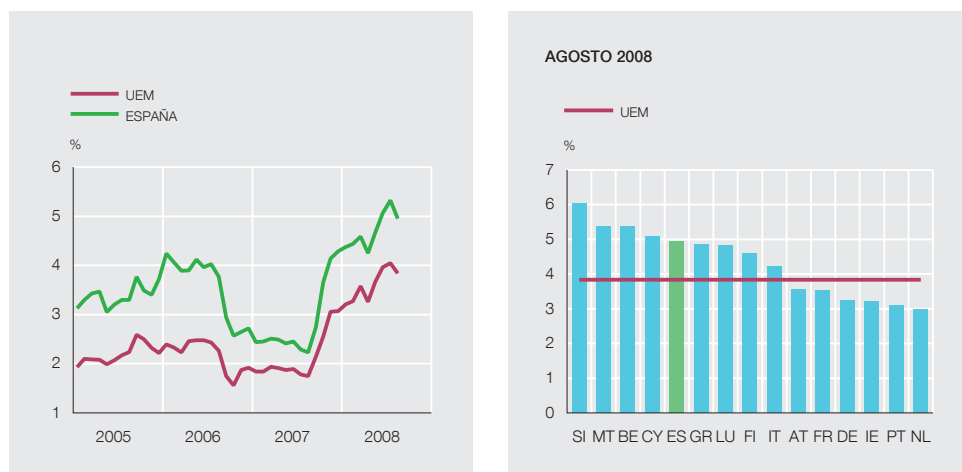
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 24 de septiembre de 2008.

condiciones de financiación y el deterioro de la confianza y del contexto internacional. Por componentes, la aportación de la demanda interna (excluidas existencias) al crecimiento del producto empeoró hasta los -0,2 pp, debido al retroceso del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo. En cambio, la contribución de la variación de existencias y de la demanda exterior neta permaneció en registros prácticamente nulos, apreciándose en el último caso un ligero retroceso tanto de las exportaciones como de las importaciones. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB disminuyó siete décimas, hasta el 1,4%.

En el ámbito laboral, de acuerdo con los datos provisionales de Contabilidad Nacional relativos al segundo trimestre de 2008, el empleo creció un 1,2% en términos interanuales, tres décimas menos que en el trimestre previo. La mayor pérdida de dinamismo del PIB provocó un descenso de tres décimas en el ritmo de avance interanual de la productividad aparente del trabajo, hasta el 0,2%. La remuneración por asalariado creció un 3,6% en el segundo trimestre —la tasa más elevada desde el inicio de la UEM y cinco décimas más que en el trimestre precedente—, mientras que los costes laborales unitarios se aceleraron hasta el 3,4%. Por el contrario, los márgenes empresariales se contrajeron en el segundo trimestre.

Los indicadores económicos más recientes del área, correspondientes al tercer trimestre, apuntan al mantenimiento de un ritmo de avance muy débil. Así, la producción industrial descendió un 0,3% en julio en relación con el mes anterior, y su tasa de variación interanual se sitúa también en valores negativos (véase cuadro 1), en contraste con lo sucedido con los pedidos industriales, que se incrementaron en ese mismo mes. Por lo que respecta a los in-

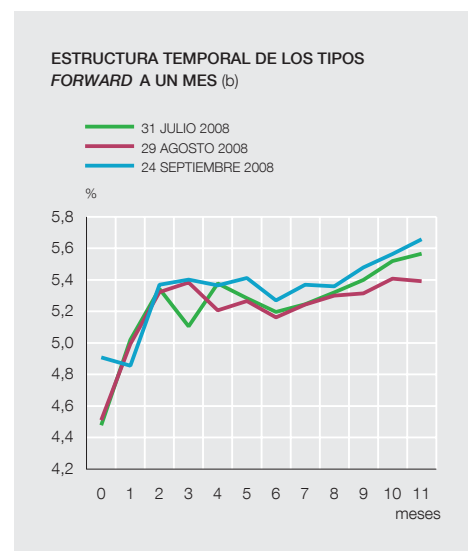
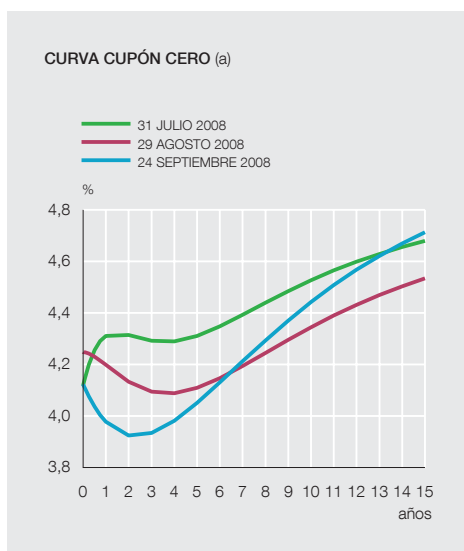
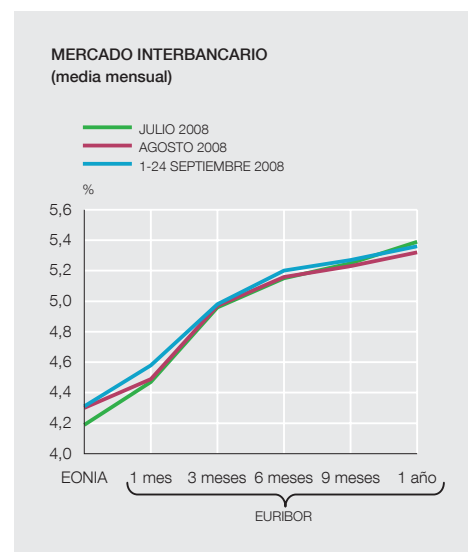
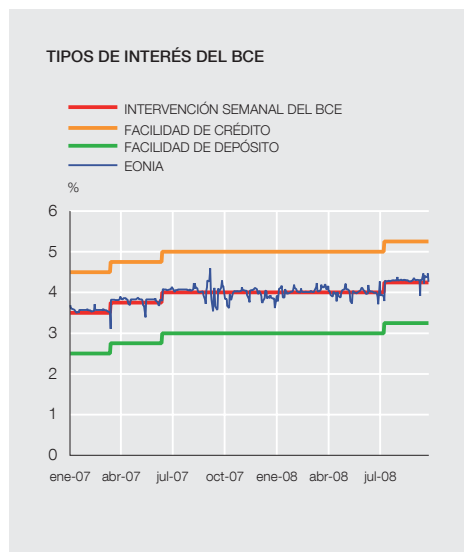


FUENTE: Eurostat.

dicadores cualitativos, los índices de confianza de la Comisión Europea y los procedentes de las encuestas de directores de compras registraron un empeoramiento generalizado en septiembre, más intenso en los referidos a la industria que a los servicios. Además, los indicadores de directores de compras mantienen registros inferiores a 50, indicativos de contracción de la actividad en el sector. Desde la óptica de la demanda, las ventas al por menor disminuyeron en julio, mientras que las matriculaciones de automóviles se incrementaron con fuerza en agosto, si bien su tasa de variación anual continúa en niveles negativos. Por su parte, la confianza de los consumidores se mantuvo estabilizada en septiembre y la del comercio minorista mejoró, aunque ambos indicadores se hallan por debajo de su nivel medio del segundo trimestre. Por lo que se refiere a la inversión, de acuerdo con la encuesta trimestral de coyuntura industrial de la Comisión Europea referida al tercer trimestre, tanto el nivel de nuevos pedidos como el grado de utilización de la capacidad productiva cayeron con intensidad, si bien este último se mantiene por encima de su media de largo plazo. Por el lado de la demanda externa, las expectativas de exportación empeoraron en el tercer trimestre y la cartera de pedidos exteriores registró un deterioro adicional en septiembre. Sin embargo, el crecimiento interanual de las exportaciones nominales se aceleró significativamente en julio.

La tasa de variación interanual del IAPC se redujo dos décimas en agosto, hasta el 3,8% (véase gráfico 5). El descenso fue el resultado de la disminución del ritmo de avance de los precios de los productos energéticos, en particular de aquellos —como los combustibles— más vinculados a la cotización del petróleo, que ha registrado fuertes descensos desde mediados de julio. También se observó una moderación de los precios de los alimentos, tanto elaborados como no elaborados. En cambio, los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios repuntaron, lo que provocó que el IPSEBENE —que excluye los alimentos no elaborados y la energía— elevara su tasa interanual de variación en una décima, hasta el 2,6%. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se incrementó en julio 1,1 pp, hasta el 9,1%, apreciándose una aceleración de todos sus componentes, a excepción de los bienes de consumo no duradero.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 2 de octubre, decidió mantener los tipos de interés oficiales en el 4,25% para las operaciones principales de financiación y en el 3,25% y el 5,25% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 6). El Consejo discutió extensamente la intensificación de las turbulencias financieras en



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

las semanas precedentes, que ha dado lugar a un endurecimiento de las condiciones financieras. A pesar de que el debilitamiento de la actividad se ha traducido en una disminución de los riesgos existentes respecto al objetivo de estabilidad de precios, el BCE espera todavía que la inflación se mantenga por encima del 2% por algún tiempo. Finalmente, El Consejo recalcó la necesidad de evitar efectos de segunda ronda en los procesos de fijación de precios y salarios, y enfatizó que su objetivo principal es la consecución de la estabilidad de precios, reafirmando la determinación de mantener un firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo.

Los mercados financieros del área del euro registraron un rebrote de la inestabilidad a lo largo de septiembre, que, como ya se ha comentado, tuvo su origen en las dificultades financieras experimentadas no solo por entidades norteamericanas e inglesas, sino también por otras del área del euro, como Fortis en el Benelux, Hypo Real Estate en Alemania, Dexia en Bélgica (aunque con derivaciones en Francia y Luxemburgo también) o, de forma más generalizada, los bancos irlan-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

deses, cuyos depósitos han sido garantizados por su gobierno prácticamente en el momento de cerrar este artículo. Ello causó un incremento de las necesidades de liquidez en los mercados monetarios en dólares, al que respondió el BCE —en coordinación con otros bancos centrales— con medidas destinadas a aumentar la liquidez y facilitar un funcionamiento adecuado de estos mercados. En este contexto, en el mercado interbancario de la zona del euro las rentabilidades han registrado repuntes en la segunda mitad de septiembre, más intensos en los plazos más cortos (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública de la UEM, las rentabilidades a diez años también repuntaron a mediados de septiembre, hasta situarse en niveles próximos al 4,6%, similares a los registrados a finales de julio. Por otro lado, el rebrote de la inestabilidad financiera se ha reflejado en un ensanchamiento de los diferenciales de tipos entre el bono soberano alemán y los equivalentes de otros países del área del euro, así como de los diferenciales de rentabilidad de la renta fija privada frente a la deuda pública.

En los mercados de renta variable europeos se produjo un aumento significativo de la volatilidad y un descenso de las cotizaciones, que registraron nuevos mínimos anuales. En la actualidad, el índice Dow Jones EURO STOXX 50 acumula una desvalorización desde finales del año pasado próxima al 29%. Por su parte, la cotización del euro frente al dólar registró marcadas fluctuaciones, finalizando septiembre en torno a 1,47 dólares (véase gráfico 7). Desde finales de julio, el euro acumula una depreciación del 6% frente a la divisa norteamericana y próxima al 2% en términos del tipo de cambio efectivo nominal.

El agregado monetario M3 registró en agosto un aumento interanual del 8,8%, inferior en tres décimas a la del mes precedente. Los préstamos concedidos al sector privado redujeron su ritmo de avance en seis décimas, hasta el 8,8%, debido a la desaceleración de los préstamos otorgados tanto a las empresas no financieras, que crecieron un 12,6% en agosto, como a las familias, con un incremento del 3,9%. Dentro de estos últimos, la ralentización se extendió a los préstamos destinados a adquisición de vivienda y consumo, mientras que los concedidos para otros fines mantuvieron su ritmo de expansión. Por otra parte, en la Encuesta de Préstamos Bancarios correspondiente al segundo trimestre de 2008 las entidades indicaron que los criterios de concesión de préstamos a hogares y empresas se endurecieron en ese período, aunque en menor medida que en el trimestre anterior. Para el tercer trimestre esperan un nuevo endurecimiento.

## **Evolución financiera en España**

Durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, en línea con lo que ocurrió en los mercados financieros internacionales, en España descendieron las cotizaciones bursátiles, elevándose su

TIPOS		2005	2006	2007	2008				
		DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	3,46	4,74	5,53	5,54	5,71	5,93	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	6,27	7,32	8,34	8,78	8,78	8,80	...	...
	Depósitos	1,23	1,79	2,72	2,92	2,99	3,12	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,59	4,77	5,80	5,89	5,83	6,06	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,58	3,69	4,01	4,10	4,45	4,40	4,35	4,31
	Deuda pública a cinco años	3,04	3,78	4,12	4,17	4,71	4,69	4,26	4,20
	Deuda pública a diez años	3,37	3,82	4,35	4,42	4,79	4,80	4,56	4,55
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	0,03	0,09	0,21	0,24	0,29	0,34	0,45
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,39	0,26	0,64	0,71	0,82	0,85	0,80	0,93
	IBEX 35 (f)	18,20	31,79	7,32	-10,42	-20,66	-21,74	-22,89	-26,80

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 24 de septiembre de 2008.

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

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

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2007.

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

volatilidad; aumentaron los diferenciales crediticios y se redujeron las rentabilidades de la deuda pública. Estos movimientos se produjeron en un contexto de preocupación creciente por la estabilidad financiera internacional a raíz del deterioro de la posición patrimonial de algunas instituciones financieras estadounidenses sistémicamente importantes, que llevaron a quiebras en algunos casos, y a rescates públicos en otros. El anuncio de un plan de ayuda al sector financiero por parte de las autoridades estadounidenses tuvo, en primera instancia, un cierto efecto estabilizador sobre las condiciones en los mercados, que se debilitó posteriormente ante las dificultades para su aprobación. Por otra parte, los datos más recientes sobre los balances del sector privado, que se refieren al mes de julio, evidencian un mantenimiento de la pauta de desaceleración de la financiación captada por los hogares y las sociedades no financieras, y un incremento en el ritmo de expansión de sus activos líquidos. La información provisional correspondiente a agosto apunta a una continuidad de estas mismas tendencias.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas disminuyeron durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, movimiento que fue más acusado en los plazos más largos. Así, entre el 1 y el 24 de septiembre los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años alcanzaron, en media, el 4,31% y el 4,55%, respectivamente, lo que supone un descenso de 9 pb y 25 pb en relación con los valores de julio (véase cuadro 2). La rentabilidad del bono alemán a diez años se redujo en mayor medida que la de la referencia española, por lo que el diferencial entre ambas aumentó hasta los 45 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras se elevaron, situándose por encima de los 90 pb.

En los mercados de renta variable se registraron, en agosto y la parte transcurrida de septiembre, descensos en las cotizaciones y aumentos en las volatilidades implícitas. De este modo, el 24 de septiembre el IBEX 35 perdía un 6,5% en relación con el nivel de finales de julio, una caída similar a la del EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM (7,4%) y a la del

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

CUADRO 3

	2008	2006	2007	2008		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
FINANCIACIÓN TOTAL	2.461,8	19,0	12,1	9,5	8,8	8,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.182,9	24,2	15,3	11,0	10,3	8,9
Hogares e ISFLSH	909,4	19,6	12,7	9,8	8,5	7,8
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	669,3	20,4	13,2	10,1	8,2	7,2
– Crédito para consumo y otros fines (c)	237,7	17,5	11,2	8,4	9,0	9,0
Sociedades no financieras	1.273,4	28,0	17,3	11,9	11,6	9,7
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	939,0	29,8	19,3	13,6	12,0	10,2
– Valores de renta fija (d)	39,3	134,2	18,1	17,0	17,2	9,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	279,0	-4,8	-7,2	-0,7	-1,7	1,7
Valores a corto plazo	32,9	-2,3	2,4	1,3	8,4	1,5
Valores a largo plazo	284,7	-0,4	-3,1	-4,8	-6,0	-1,5
Créditos – depósitos (f)	-38,6	-13,1	-13,2	11,7	10,4	8,5

FUENTE: Banco de España.

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

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

f. Variación interanual del saldo.

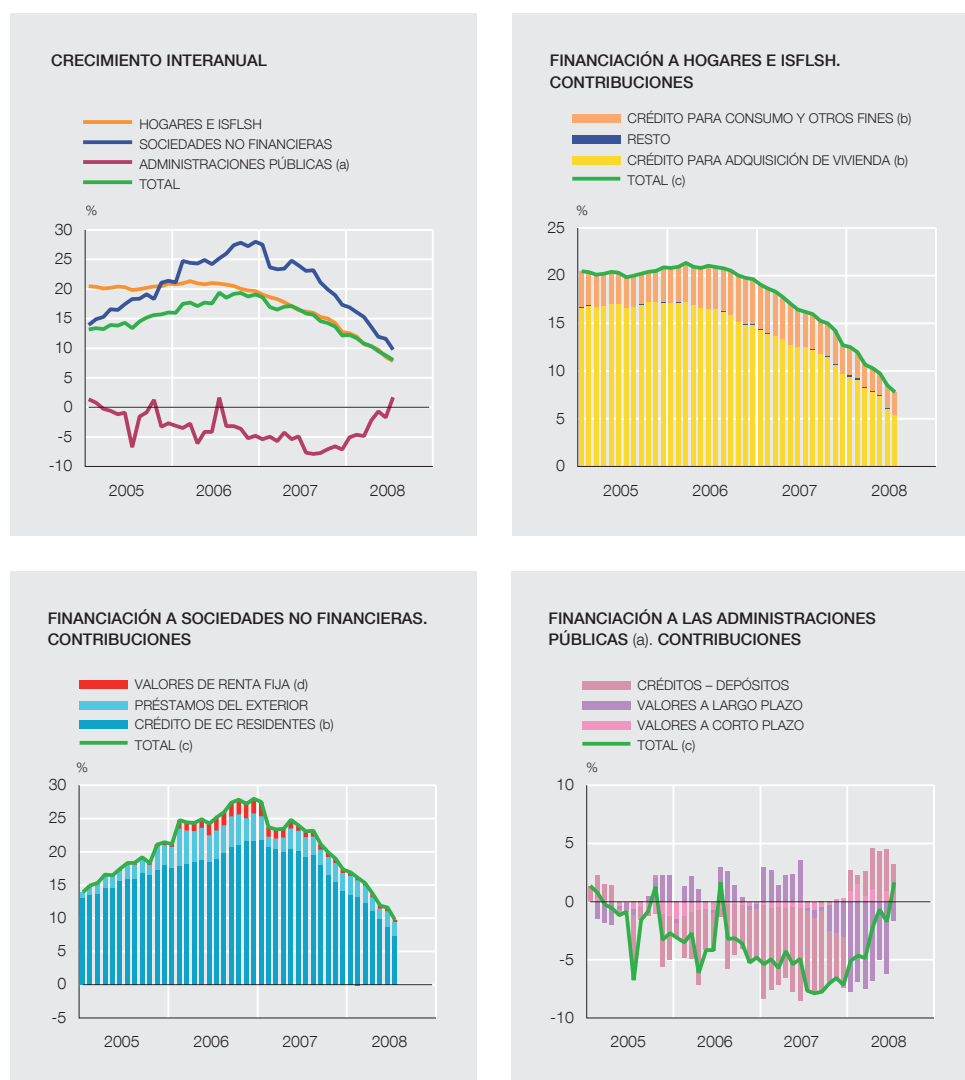
S&P 500 de las de Estados Unidos (6,4%). Con estos retrocesos, la disminución acumulada en el año por el índice español se eleva al 26,8%, una reducción algo inferior a la registrada por la referencia del área del euro (29,1%) y superior a la experimentada por la de los valores estadounidenses (19,2%).

Los tipos de interés de las operaciones nuevas de activo y pasivo aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero volvieron a elevarse en julio. Concretamente, los costes medios de los préstamos a las empresas y a las familias para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines alcanzaron el 6,06%, el 5,93% y el 8,8%, respectivamente, 23 pb, 22 pb y 2 pb por encima del dato de junio. Por su parte, la remuneración de los depósitos de los hogares subió 13 pb, hasta el 3,12%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros continuó desacelerándose durante el mes de julio. Esta evolución fue el resultado de la reducción del ritmo de expansión interanual de los recursos captados por las familias y las empresas (hasta situarse en torno al 8% y al 10%, respectivamente), que no fue compensada por el mayor dinamismo de los pasivos netos de las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades evidencia que la desaceleración de los pasivos de las familias en julio obedeció al nuevo descenso en el ritmo de expansión interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda, que se situó cerca del 7% (un punto menos que en junio), puesto que el de los créditos destinados al consumo y otros fines se mantuvo en el



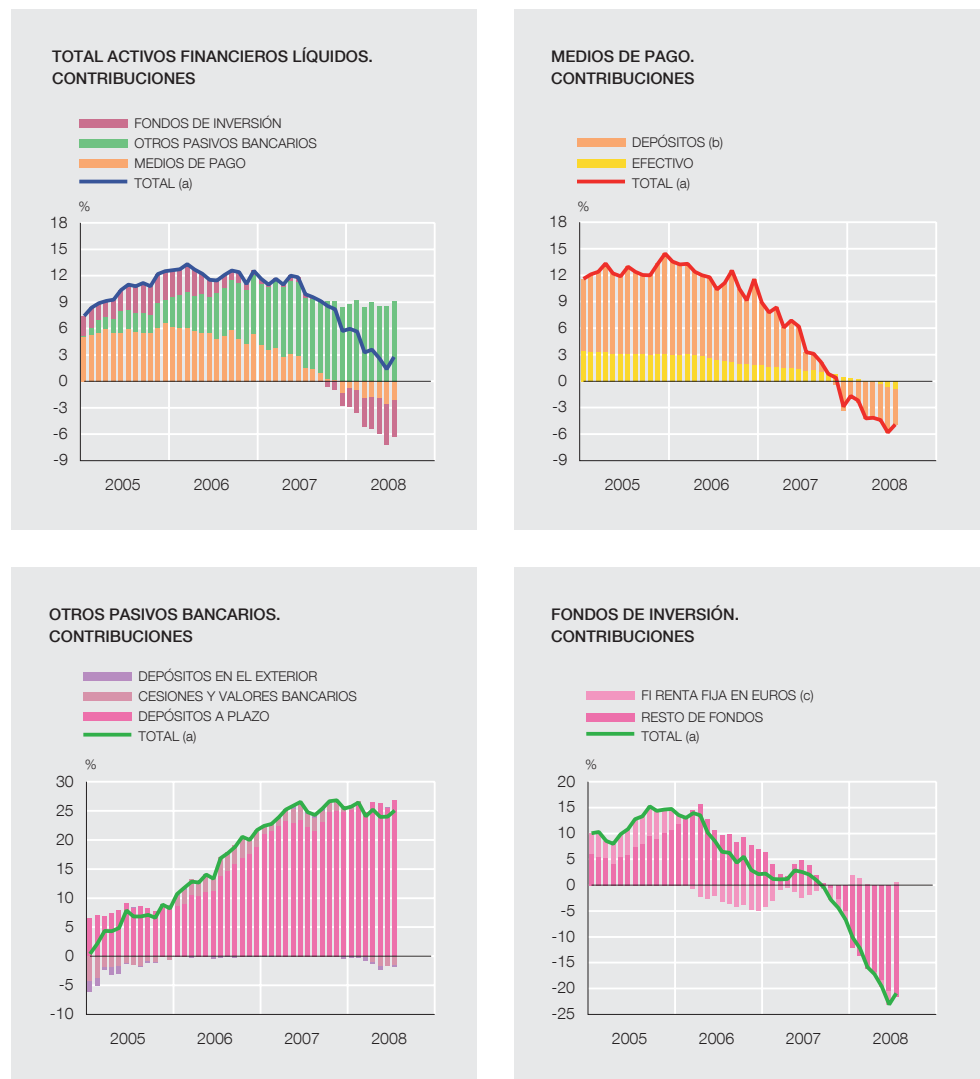


FUENTE: Banco de España.

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

mismo nivel que el mes precedente (9%). Por su parte, el desglose por instrumentos de los fondos captados por las sociedades no financieras muestra un menor dinamismo, tanto del crédito otorgado por las entidades residentes como, en especial, de las emisiones de valores de renta fija, que crecieron alrededor del 10% y el 9%, respectivamente, en relación con el mismo período de 2007 (frente a unos registros próximos al 12% y al 17% un mes antes). La información provisional correspondiente a agosto apunta a una prolongación en la senda de moderación del avance de la deuda de los hogares y las empresas.

La tasa de variación interanual de los fondos captados por las Administraciones Públicas fue positiva en julio, situándose alrededor del 2%. Por instrumentos, en términos netos acumulados de doce meses, se produjeron amortizaciones de valores a largo plazo, junto con un aumento del saldo entre crédito y depósitos y un volumen positivo de emisiones de títulos a corto plazo.



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

c. La serie incluye las categorías: fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y las familias crecieron en julio a una tasa interanual superior a la de junio. Esta aceleración se observó en todos los instrumentos, aunque las contribuciones de los medios de pago y de los fondos de inversión continuaron siendo negativas (véase gráfico 9). Por el contrario, los depósitos a plazo volvieron a experimentar un ritmo de avance superior al 30% en relación con el mismo período del año anterior. La información provisional correspondiente a agosto no evidencia cambios significativos en las principales pautas anteriores.

2.10.2008.