ENERO 2006

Informe Mensual

NÚMERO 287

¿Será 2006 el año de Alemania? Pág. 26
La *Grossen Koalition* es un factor de optimismo para Europa

Un tema generacional, vacas gordas y vacas flacas Pág. 12
El creciente déficit público de Estados Unidos es una de las amenazas que se ciernen sobre esa economía

EEUU, o el insaciable apetito por el ahorro internacional Pág. 36
La expansión mundial depende de que el ahorro exterior siga fluyendo en 2006 hacia la economía americana

Perspectivas de la economía española en 2006: horizonte despejado Pág. 46
No se esperan apenas cambios en las tendencias que han modelado el año 2005

El sector exterior, clave del crecimiento de 2006 Pág. 61
¿Será capaz la economía española de aprovechar la recuperación internacional?

SERVICIO DE ESTUDIOS

"la Caixa"

Previsiones

% de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2006	2005				2006	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL		Previsiones						Previsiones	
Producto interior bruto									
Estados Unidos	4,4	3,6	3,4	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,5
Japón	2,3	2,3	1,5	1,1	2,7	2,8	2,8	1,7	1,5
Reino Unido	3,2	1,8	2,1	2,0	1,6	1,7	1,7	2,1	2,2
Zona del euro	1,8	1,4	1,8	1,2	1,2	1,6	1,7	1,8	1,9
Alemania	*1,1*	*1,0*	*1,6*	*0,6*	*0,7*	*1,4*	*1,5*	*1,5*	*1,7*
Francia	*2,1*	*1,5*	*1,8*	*1,8*	*1,1*	*1,8*	*1,4*	*1,6*	*1,8*
Precios de consumo									
Estados Unidos	2,7	3,5	2,8	3,0	2,9	3,8	4,1	3,6	3,1
Japón	0,0	–0,3	0,0	–0,2	–0,1	–0,3	–0,4	–0,1	0,0
Reino Unido	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2	2,4	2,2	2,4	2,1
Zona del euro	2,1	2,2	2,2	2,0	2,0	2,3	2,4	2,5	2,1
Alemania	*1,7*	*2,0*	*1,8*	*1,7*	*1,7*	*2,1*	*2,4*	*2,1*	*1,9*
Francia	*2,1*	*1,8*	*1,7*	*1,7*	*1,7*	*1,9*	*1,8*	*2,1*	*1,6*
ECONOMÍA ESPAÑOLA		Previsiones						Previsiones	
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	4,4	4,4	3,7	4,6	4,6	4,4	4,2	4,0	3,8
Consumo de las AAPP	6,0	4,7	4,4	5,4	4,3	4,6	4,5	4,5	4,4
Formación bruta de capital fijo	4,9	7,3	6,3	7,2	7,6	7,4	7,1	6,8	6,5
Bienes de equipo	*3,7*	*9,3*	*6,5*	*10,1*	*10,4*	*8,8*	*8,0*	*7,3*	*6,7*
Construcción	*5,5*	*6,3*	*5,8*	*6,0*	*6,2*	*6,3*	*6,4*	*6,3*	*6,1*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	4,7	5,2	4,6	5,2	5,3	5,2	5,0	4,8	4,6
Exportación de bienes y servicios	3,3	0,5	2,8	–2,1	1,1	1,3	1,6	2,0	2,5
Importación de bienes y servicios	9,3	7,6	7,3	5,7	8,5	7,7	8,7	7,7	6,8
Producto interior bruto	**3,1**	**3,4**	**3,2**	**3,3**	**3,4**	**3,5**	**3,4**	**3,3**	**3,2**
Otras variables									
Empleo	2,6	3,1	2,9	3,0	3,2	3,2	3,1	3,0	2,9
Tasa de paro (% población activa)	11,0	9,1	8,4	10,2	9,3	8,4	8,4	8,5	8,4
Índice de precios de consumo	3,0	3,3	3,0	3,3	3,2	3,4	3,5	3,5	3,0
Costes laborales unitarios	2,8	2,4	2,4	2,5	2,4	2,4			
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	–5,8	–7,4	–7,3	–7,1	–7,9	–6,9			
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–4,8	–6,4	–6,4	–6,6	–6,7	–6,0			
Saldo público (% PIB)	–0,1	0,6	0,2						
MERCADOS FINANCIEROS		Previsiones						Previsiones	
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	1,3	3,2	4,7	2,4	2,9	3,4	4,0	4,4	4,8
Repo BCE	2,0	2,0	2,4	2,0	2,0	2,0	2,1	2,3	2,3
Bonos EEUU 10 años	4,3	4,3	4,9	4,3	4,2	4,2	4,5	4,6	4,8
Bonos alemanes 10 años	4,1	3,4	3,7	3,6	3,3	3,2	3,4	3,5	3,6
Obligaciones 10 años	4,1	3,4	3,7	3,6	3,3	3,2	3,4	3,5	3,6
Tipos de cambio									
$/Euro	1,24	1,25	1,21	1,31	1,26	1,22	1,19	1,20	1,20

INFORME MENSUAL

Enero 2006

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629,
planta 6, torre I
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.estudios.lacaixa.es
Correo electrónico:
informemensual@lacaixa.es

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2004

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	143.912
Créditos sobre clientes	93.242
Resultado atribuido al Grupo	1.020

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	24.827
Oficinas	4.841
Terminales de autoservicio	6.988
Tarjetas	7.805.561

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO PARA 2005

Actividades	Millones de euros	%
Sociales	114	62
Culturales	29	16
Ciencia y medio ambiente	23	13
Educativas	17	9
Total actividades	**183**	**100**
Inversión y otros gastos	67	
TOTAL PRESUPUESTO	**250**	

Convierte tu PDA en una fuente de información sincronizándola con el Informe Mensual y/o con los principales indicadores económicos.

El Informe Mensual edición PDA es un resumen de la situación económica y evolución de los mercados financieros, tanto en el ámbito internacional como en el interior, con especial atención al marco europeo y a la zona del euro.

Está disponible para los PDA con sistemas Palm, Pocket PC y Windows CE.

Más información en www.estudios.lacaixa.es

Toda la información y opiniones contenidas en este informe proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene sólo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se responsabiliza del uso que del mismo pueda hacerse. Las opiniones y estimaciones son propias del Servicio de Estudios, por lo que pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.

Diseño, maquetación e impresión: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona D. L.: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

Índice

1 Editorial

2 Resumen ejecutivo

6 Coyuntura internacional

6 Previsiones OCDE

8 Estados Unidos

12 Un tema generacional, vacas gordas y vacas flacas

14 Japón

17 China

19 México

23 Unión Europea

23 Zona del euro

25 Alemania

26 ¿Será 2006 el año de Alemania?

28 Francia

29 Italia

30 Reino Unido

31 Mercados financieros

31 Mercados monetarios y de capital

36 EEUU, o el insaciable apetito por el ahorro internacional

42 Coyuntura española

42 Actividad económica

46 Perspectivas de la economía española en 2006: horizonte despejado

49 Mercado de trabajo

54 Precios

59 Sector exterior

61 El sector exterior, clave del crecimiento de 2006

63 Sector público

65 Ahorro y financiación

El año del perro

Dice la leyenda que hace muchos años Buda convocó a todos los animales a reunirse con él para celebrar el año nuevo. Sólo acudieron doce, y Buda decidió dar el nombre de cada animal a un año de forma sucesiva según el orden de llegada a la celebración. Así, todos los nacidos en cada año adquirirían la personalidad del animal correspondiente. Además, las características del animal influirían sobre los acontecimientos del año. 2005 ha sido el año del gallo, un animal valiente, aplicado y trabajador, si bien algo tosco y presuntuoso. A finales de enero se celebrará un nuevo año chino: el del perro. Un animal fiel, fuerte, con capacidad de recuperación, hábil, con recursos, fiable. Son cualidades que la economía necesitará a lo largo de 2006 para consolidar la marcha algo accidentada del año que acaba, el del récord del precio del petróleo y de los sustos de los huracanes, pero un buen año en términos de crecimiento, después de todo.

Los analistas económicos no solemos recurrir al zodíaco, pero las previsiones para el año que empieza parecen estar en consonancia con lo que anticiparía el horóscopo chino. Así, la expansión mundial debe mantenerse gracias a la continuidad del crecimiento de Estados Unidos, China, Japón y otras economías asiáticas. El comercio internacional mantendrá su dinamismo. Europa consolidará su recuperación después de un prolongado periodo de debilidad. No se esperan ya más sorpresas en el ámbito de los precios energéticos, que deberían mantenerse o incluso bajar ligeramente. En los países desarrollados, si la inflación no ha sido un problema en 2005, tampoco lo será en 2006. Los grandes desequilibrios de balanza de pagos (deficitaria en Estados Unidos, excedentaria en Asia) son insostenibles a largo plazo, pero en el corto plazo todavía es posible prolongarlos sin mayores contratiempos.

La continuidad es también la nota que caracteriza los análisis de la economía española. Todas las previsiones coinciden en que a lo largo de 2006 el crecimiento del producto interior bruto será algo inferior al 3,4% que se espera para 2005. La demanda interna se desacelerará porque el consumo ya ha subido mucho en los últimos años, al igual que la inversión en equipo. A su vez, la demanda exterior irá un poco mejor, porque las economías europeas, nuestros principales compradores de bienes y servicios, por fin empiezan a moverse. Seguiremos creando empleo, los tipos de interés continuarán bajos, las empresas harán beneficios y el sector público tendrá superávit.

Pero cuidado que el perro tiene sus defectos. Puede ser ansioso, pesimista, cascarrabias, agresivo. El desequilibrio citado de las balanzas de pagos en el ámbito internacional es un reflejo de políticas macroeconómicas erróneas en Estados Unidos (déficit público excesivo e insuficiente estímulo al ahorro) y en Asia (tipos de cambio y sistema financiero intervenidos). En España, el creciente endeudamiento de las familias ilustra la dificultad de establecer una política macroeconómica adecuada, porque nos debemos a la eurozona. Tampoco parece que existan restricciones para el déficit de la balanza de pagos, pero cabe preguntarse hasta qué punto es sostenible esta alegría gastadora. En cuanto a la inflación, el diferencial respecto a la media de la zona del euro parece incorregible. Se trata de riesgos de sobras conocidos, pero no por ello negligibles. De todas formas, casi todas las previsiones se decantan hacia el optimismo. Una unanimidad que provoca una cierta inquietud, porque a menudo la calma precede a la tempestad. Pero, en fin, no seamos supersticiosos.

23 de diciembre de 2005

RESUMEN EJECUTIVO

El susto del petróleo en 2005 comienza a quedar atrás

Las negociaciones para liberalizar el comercio de bienes y servicios avanzan con dificultad, pero la expansión mundial se consolida en 2005 pese al alza del petróleo.

Hong Kong acogió a mediados de diciembre la cumbre ministerial de la Organización Mundial de Comercio, una etapa más en el desarrollo de la denominada *Ronda de Doha*; unas negociaciones encaminadas a liberalizar el comercio internacional de bienes y servicios y que topan con dificultades poco menos que insalvables. El acuerdo de mínimos alcanzado entre los países en desarrollo y los industrializados en la reunión de este mes no abre muchas esperanzas a que el desenlace de la *Ronda*, que deberá sustanciarse en los próximos meses, signifique un auténtico paso adelante.

Estados Unidos recobra su empuje después del sobresalto causado por los huracanes y constata la ausencia de tensiones inflacionistas...

Pero a pesar de la complejidad de las relaciones internacionales, el comercio mundial sigue boyante. El volumen de intercambios creció un 10% en 2004, ha desacelerado su expansión hasta el 7% en 2005, pero en 2006 y 2007 volverá a crecer por encima del 9%, según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Es un reflejo de la renovada fortaleza del ciclo internacional, que parece superar sin muchos problemas el episodio de altos precios del petróleo vivido en 2005. La contención del precio del barril, que desde octubre no ha vuelto a tocar los 60 dólares, ha supuesto un importante alivio y ha despejado el panorama de esta última parte del año.

...pero el déficit exterior sigue gravitando sobre la expansión americana.

Estados Unidos ha recobrado su empuje después del sobresalto causado por los huracanes *Katrina* y *Rita* en septiembre. El crecimiento del producto interior bruto (PIB) en el tercer trimestre fue del 3,6% en comparación con el mismo periodo del año anterior, la misma tasa de los dos primeros trimestres. La continuidad de la demanda de los consumidores americanos, la inversión empresarial y el crecimiento del sector de la vivienda auguran un cuarto trimestre con pocas variaciones. La creación de empleo se ha recobrado del bache de finales del verano; incluso los salarios parece que vuelven a ganar poder adquisitivo. La novedad está en los precios, por la ausencia de efectos de *segunda ronda*, es decir, el encarecimiento de los hidrocarburos no ha contagiado al resto de precios. La tasa interanual del índice de precios de consumo bajó del 4,3% en septiembre al 3,5% en octubre.

En la vertiente exterior de la economía americana, también más de lo mismo: déficit creciente como consecuencia de un gasto que excede sobradamente el menguante ahorro nacional. Se consolida la relación bilateral EEUU-Asia, por la que los consumidores americanos compran barato manufacturas a China y otras economías asiáticas emergentes, a cambio de que éstas adquieran los bonos del Tesoro americano. La consecuencia es que el déficit comercial sigue escalando máximos, sobrepasando ya el 6% del PIB. Y, en contrapartida, las emisiones de deuda americana siguen colocándose sin problemas ofreciendo una rentabilidad estabilizada en niveles todavía muy bajos, en torno al 4,5% el bono del Tesoro a 10 años.

En cambio, los tipos de interés de EEUU a corto plazo han seguido su curso alcista, arrastrados por las subidas de la Reserva Federal. En diciembre, el banco central americano ha aplicado un nuevo incre-

mento del tipo de referencia de los fondos federales, situándolos en el 4,25%, la decimotercera elevación consecutiva del ciclo iniciado a mediados de 2004. Un ciclo que puede estar llegando a su fin, a tenor del redactado de la nota distribuida por la Fed tras la reunión del Comité monetario. Todo lo contrario del Banco Central Europeo, que el primero de diciembre decidió lo que podría ser el inicio de una fase de alzas de tipos de interés, al aumentar su tipo de referencia al 2,25%, después de mantenerlo inamovible en el 2% desde junio de 2003.

Pero en realidad nadie cree que las futuras subidas del tipo de referencia de la eurozona sigan una trayectoria similar a la de la Fed. Primero, porque el nivel de partida no es tan bajo como el 1% aplicado en EEUU entre la segunda mitad de 2003 y principios de 2004. Y segundo, porque el vigor de la economía de la zona del euro está lejos de acercarse al de la economía americana en los últimos años. Los indicadores más recientes indican que la recuperación de los Doce sigue su curso, con un PIB que ha pasado de crecer un 1,2% en el segundo trimestre de 2005 al 1,6% en el tercero y que en los últimos tres meses del año mantiene esta tónica. Unas cifras que en cualquier caso se hallan muy alejadas de las registradas en las partes más dinámicas del globo y que por tanto obligan a mesurar mucho las decisiones del banco de Francfort.

La clave de la consolidación de la mejora de la eurozona está, sin duda, en el comportamiento de Alemania, el gigante económico de la región. El país concluye el 2005 en su mejor estado de forma en años, si bien el consumidor germano sigue pensándoselo mucho a la hora de abrir la cartera y gastar, quizás porque las perspectivas del mercado de trabajo no acaban de estar del todo claras. Pero, en cambio, la competitividad exterior de las exportaciones industriales alemanas no decae y las ventas al exterior siguen siendo el motor de la economía, lo que se refleja en un firme empuje de la inversión. Además, el acuerdo de los partidos políticos para formar un gobierno de coalición parece haber insuflado optimismo en el empresariado alemán, a juzgar por los resultados de los indicadores de actividad industrial en diciembre, basados en las opiniones vertidas por los empresarios.

La Reserva Federal vuelve a aumentar su tipo de interés de referencia, pero sugiere que el fin de las subidas está cerca, mientras que el BCE inicia su ciclo alcista.

Donde el ejercicio 2005 puede considerarse positivo sin lugar a dudas ha sido en la bolsa. El índice Eurostoxx 50, que sigue las mayores empresas de la zona del euro, ganaba en diciembre un 20% con relación al principio de año. Otras bolsas del continente y las islas seguían una trayectoria parecida, pero sin llegar a la espectacular subida de la japonesa, casi un 40%. En cambio, las bolsas americanas tuvieron un recorrido muy discreto, perjudicadas por las alzas de los tipos de interés. Como compensación, el dólar se ha revalorizado a lo largo de 2005, sobre un 3,5% en términos efectivos y alrededor del 15% con relación al euro.

Los empresarios alemanes acogen favorablemente la formación del nuevo gobierno de coalición, lo que constituye una buena noticia para el resto del continente.

Economía española: crecimiento sin inversión extranjera

A la espera de la definitiva consolidación de la economía europea, la española sigue fundamentándose en el vigor de la demanda interna. Los indicadores más recientes confirman el firme pulso del consumo de las familias, que se manifiesta en las elevadas importaciones de bienes y en la expansión de servicios como transportes, turismo interior y telecomunicaciones. Otros indicadores apuntan a una cierta fatiga de una expansión muy fuerte durante muchos años, como es el caso de las ventas de automóviles, o el índice de sentimiento de confianza de los consumidores.

Las bolsas cierran un excelente ejercicio y el dólar escala posiciones gracias a la subida de los tipos de interés.

La *gasolina* que alimenta el gasto de consumo sigue siendo el vigor del mercado de

El consumo privado tira de la demanda gracias a la creación de empleo, la subida salarial, los tipos de interés y la inmigración.

trabajo, unos salarios que crecen más o menos en línea con la inflación, unos tipos de interés todavía bajos y una demografía dinamizada por el *boom* de la inmigración. Como muestra del vigor de la economía española, cabe destacar que la tasa de paro, uno de los grandes problemas de las décadas recientes, es ahora inferior a la que registran las grandes economías europeas como Alemania o Francia.

Desde la perspectiva de la oferta, las tendencias siguen mostrándose expansivas, con la excepción de la industria. Tanto el índice de producción industrial como el indicador de confianza o la utilización de la capacidad productiva manifiestan las dificultades por las que atraviesa un sector totalmente abierto a la competencia internacional, tanto a la hora de exportar como a la de vender en el interior. La rama de actividad peor parada es el textil y la confección, lo que no sorprende porque 2005 ha sido el año de la definitiva y total apertura a las importaciones chinas. Otra rama muy afectada es la de material electrónico, actividad objeto de importantes deslocalizaciones recientemente. Por fin, la producción de automóviles también atraviesa momentos delicados, debido al bajón de la demanda de exportación en los segmentos en los que está especializada la industria española.

La industria se lleva la peor parte de la globalización, mientras que el turismo se beneficia de la misma y la construcción cumple nueve años de expansión.

En cambio, la construcción apenas muestra señales de fatiga después de un largo ciclo expansivo que ya va por su noveno ejercicio. 2005 tampoco ha sido el año del enfriamiento de la vivienda, más bien al contrario: van a batirse récords, tanto en número de viviendas iniciadas como terminadas o en construcción. Sin embargo, el perfil de crecimiento de algunos indicadores parece sugerir que se entrará en una etapa de mayor moderación dentro de unos meses. Otra área de la economía española que no ha cumplido los pronósticos pesimistas ha sido el turismo exterior. España ha recibido más turistas que nunca, en buena medida debido a la expansión del fenómeno de las líneas aéreas de bajo coste. En contrapartida, el gasto medio por turista ha disminuido, debido al distinto patrón de comportamiento del turista que elige esta opción.

Con relación a los desequilibrios más importantes, cabe señalar la desigual trayectoria del índice de precios de consumo. Por una parte, ha reducido su tasa de crecimiento interanual del 3,7% de septiembre al 3,4% de noviembre, gracias a la moderación de los precios de los carburantes. Pero, por otra parte, asistimos a una paulatina subida de la inflación subyacente y no se logra recortar el diferencial con la media de la eurozona, de manera que el problema sigue ahí.

La inversión extranjera directa en empresas o en inmuebles se retira poco a poco.

En cuanto al déficit exterior, el deterioro de los últimos meses se ha atenuado, pero las cifras siguen apuntando a máximos históricos en el déficit de la cuenta corriente. Como en el caso de EEUU, el capital (el ahorro) exterior cubre el desfase de las compras de bienes y servicios y las transferencias con el exterior, pero en nuestro caso destaca la caída de la inversión extranjera directa tanto en empresas como en lo que se refiere a inmuebles. Una pérdida de atractivo que constituye un motivo de reflexión para una economía que de todas formas todavía disfruta de la inercia expansiva de los últimos años.

CRONOLOGÍA

2005

febrero	**2**	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia hasta el 2,5%.
	25	El gobierno aprueba el **Plan de Dinamización de la Economía**, un amplio programa de reformas económicas destinadas a aumentar la productividad y el empleo (BOE 14-3-05).
marzo	**4**	El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (10.940,55) con un alza del 1,5% en relación con el final del año 2004.
	22	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia hasta el 2,75%.
	23	Los jefes de Estado y de gobierno de los países miembros de la Unión Europea aprueban la reforma del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**, introduciendo más flexibilidad.
abril	**20**	El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** marca un mínimo anual (10.012,36) con un descenso del 7,1% respecto al final de 2004.
mayo	**2**	La **libra chipriota**, el **lat letón** y la **lira maltesa** se incorporan al Mecanismo de Tipos de Cambio.
	3	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3%.
junio	**30**	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,25%.
agosto	**9**	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,5%.
septiembre	**1**	El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 67,48 dólares por barril.
	17	Elevación de los **impuestos especiales** que gravan el alcohol y el tabaco para la financiación de la sanidad (BOE 17-9-05).
	20	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,75%.
octubre	**4**	El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (10.919,2) con una ganancia acumulada del 20,2%.
	13	El Gobierno aprueba el **Programa Nacional de Reformas de España**.
noviembre	**1**	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia hasta el 4%.
	28	La **corona eslovaca** se incorpora al Mecanismo de Tipos de Cambio.
diciembre	**1**	El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 2,25%.
	13	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,25%.
	17	El Consejo Europeo acuerda el **marco presupuestario 2007-2013**.
	18	La cumbre de Hong Kong de la **Organización Mundial de Comercio** pacta suprimir en 2013 todas las ayudas a las exportaciones agrícolas de los países desarrollados.

AGENDA

Enero

- **10** Índice de producción industrial (noviembre).
- **12** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- **13** Índice de precios de consumo (diciembre).
- **19** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (diciembre).
- **25** Índice de precios industriales (diciembre).
- **27** Encuesta de población activa (cuarto trimestre). PIB de Estados Unidos (cuarto trimestre).
- **28** Indicador adelantado del IPCA (enero).
- **31** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

Febrero

- **2** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Indicador adelantado del IPCA (enero).
- **3** Índice de producción industrial (diciembre).
- **14** Avance de la contabilidad nacional trimestral (cuarto trimestre).
- **16** Índice de precios de consumo (enero).
- **22** Contabilidad nacional trimestral (cuarto trimestre).
- **27** Índice de precios industriales (enero).
- **28** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (enero). Indicador adelantado del IPCA (febrero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Previsiones OCDE: no tan fuerte como parece

La OCDE eleva su previsión de crecimiento para 2006.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) ha elevado ligeramente sus previsiones de crecimiento para el conjunto de sus miembros. Para 2006 la cifra ha pasado del 2,8%, al 2,9%, y para 2007 se prevé un mantenimiento de la actividad de 2006. Estados Unidos seguirá liderando la expansión económica global. Durante 2005 sus avances en productividad, el mercado inmobiliario y los estímulos monetarios y fiscales han apoyado la actividad económica, y se prevé que gran parte de estos factores continúe en 2006, lo que hace que la expectativa de crecimiento se eleve del 3,3% hasta el 3,5%.

El mayor riesgo son los grandes déficit y superávit por cuenta corriente.

Por su parte, la zona del euro abandona definitivamente el anémico comienzo de 2005 y encara una recuperación que, aunque moderada, cada vez parece más asentada de cara a 2006, cuando se espera que el crecimiento llegue al 2,1%. Por países, se espera que España crezca un 3,2%, mientras que Francia y Alemania recuperarán ligeramente el pulso con avances del 2% aproximadamente, lo mismo que Japón. En esta segunda mitad de 2005 la recuperación nipona, basada en la demanda interna y los buenos resultados empresariales, ha perdido fuerza frente al vigor de principios de año. Sin embargo, se ha asentado y extendido a todos los sectores, como ponen de manifiesto los datos de producción industrial, sector que iba inicialmente rezagado.

Es significativa la estabilidad de precios frente a las tensiones del petróleo.

Un hecho significativo que apoya la continuidad del crecimiento global es el limitado impacto del tensionamiento de los mercados energéticos sobre los índices de inflación. Las previsiones para el próximo año apuntan a un retroceso de la tasa de inflación. Así, en Estados Unidos se espera pasar del 3,4% de 2005 a un 2,8% en 2006, y en la zona del euro del 2,2% al 2,1%. Para Japón las perspectivas son algo diferentes ya que se espera que a lo largo de 2006 se abandone el largo periodo de deflación. La recuperación será empero moderada, y se debe tener en cuenta que para aumentar el crecimiento potencial en el presente contexto de envejecimiento demográfico, queda pendiente un camino de reformas, de las cuales la privatización del sistema postal es un primer paso.

A pesar de tanta bonanza, este escenario idílico de crecimiento sostenido sin inflación es menos estable de lo que parece. Algunos países ricos presentan unos niveles de ahorro excesivamente bajos pero que se compensan por el exceso de ahorro de las economías emergentes. Esto genera grandes déficit por cuenta corriente que en 2006 se prevé alcancen el 6,7% del producto interior bruto (PIB) en Estados Unidos, el 2,0% de la zona del euro y el 8,9% del de España. Alemania y Japón son en este sentido excepciones con superávit esperados del 5,2% y 4,7% respectivamente. La OCDE advierte de que estos desequilibrios por cuenta corriente podrían desencadenar una huída desordenada de los activos denominados en dólares que provocaría deflación fuera de Estados Unidos y afectaría negativamente al crecimiento, con subidas de tipos y bajadas en el precio de los activos, incluyendo la vivienda. Los desequilibrios fiscales son también importantes riesgos para 2006. El estímulo del ahorro en Estados Unidos y poder gestionar una población envejecida en Japón serán arduas tareas en los tiempos venideros.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA OCDE (1)

	2003	2004	2005	2006	2007
PIB (2)					
Estados Unidos	2,7	4,2	3,6	3,5	3,3
Japón	1,4	2,7	2,4	2,0	2,0
Alemania	–0,2	1,1	1,1	1,8	1,7
Francia	0,9	2,1	1,6	2,1	2,2
Italia	0,4	1,0	0,2	1,1	1,5
Reino Unido	2,5	3,2	1,7	2,4	2,7
España	3,0	3,1	3,4	3,2	3,3
Zona del euro	**0,8**	**1,8**	**1,4**	**2,1**	**2,2**
OCDE	**2,0**	**3,3**	**2,7**	**2,9**	**2,9**
Inflación (3)					
Estados Unidos	2,3	2,7	3,4	2,8	2,5
Japón	–0,3	0,0	–0,4	0,1	0,8
Alemania	1,0	1,8	2,0	1,7	1,3
Francia	2,2	2,3	1,9	1,7	1,1
Italia	2,8	2,3	2,1	2,7	2,2
Reino Unido	1,4	1,3	2,1	2,1	1,6
España	3,1	3,1	3,4	3,0	2,8
Zona del euro	**2,1**	**2,1**	**2,2**	**2,1**	**1,6**
OCDE	**2,0**	**2,0**	**2,1**	**1,9**	**1,9**
Paro (4)					
Estados Unidos	6,0	5,5	5,1	4,8	4,7
Japón	5,3	4,7	4,4	3,9	3,5
Alemania	8,7	9,2	9,3	9,1	8,7
Francia	9,7	10,0	10,0	9,6	9,0
Italia	8,8	8,1	7,7	7,5	7,4
Reino Unido	5,0	4,7	4,8	5,1	5,6
España	11,0	10,5	9,1	8,7	8,7
Zona del euro	**8,9**	**8,9**	**8,7**	**8,4**	**8,1**
OCDE	**6,9**	**6,7**	**6,5**	**6,3**	**6,0**
Balanza por cuenta corriente (5)					
Estados Unidos	–4,7	–5,7	–6,5	–6,7	–7,0
Japón	3,2	3,7	3,4	3,9	4,7
Alemania	2,2	3,8	4,1	4,6	5,2
Francia	0,4	–0,4	–1,6	–1,4	–1,1
Italia	–1,3	–0,9	–1,5	–1,9	–2,3
Reino Unido	–1,5	–2,0	–1,8	–2,3	–2,7
España	–3,6	–5,3	–7,7	–8,9	–9,8
Zona del euro	**0,3**	**0,5**	**–0,2**	**–0,2**	**–0,1**
OCDE	**–1,1**	**–1,3**	**–1,8**	**–2,0**	**–2,0**
Comercio mundial (6)	**5,1**	**10,3**	**7,3**	**9,1**	**9,2**

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 11 de noviembre de 2005 (1 dólar = 118,0 yenes = 0,850 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 22 de noviembre de 2005.
(2) Tasas porcentuales de variación en términos reales.
(3) Tasas porcentuales de variación del deflactor del PIB.
(4) En porcentaje sobre población activa.
(5) En porcentaje del PIB.
(6) Media aritmética de las tasas porcentuales de crecimiento anual de las importaciones y exportaciones mundiales en volumen.
FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

PERSPECTIVAS FINANCIERAS DE LA OCDE (1)

	2002	2003	2004	2005	2006
Déficit (–) o superávit (+) público (2)					
Estados Unidos	–3,8	–4,6	–4,3	–4,1	–3,9
Japón	–7,9	–7,7	–6,1	–6,1	–5,3
Alemania	–3,6	–3,8	–3,6	–3,5	–3,2
Francia	–3,3	–4,1	–3,7	–3,0	–3,0
Italia	–2,7	–3,0	–3,1	–4,4	–5,0
Reino Unido	–1,8	–3,4	–3,4	–2,9	–3,0
España	–0,1	0,4	–0,3	0,5	0,6
Zona del euro	**–2,5**	**–2,8**	**–2,7**	**–2,8**	**–2,7**
OCDE	**–3,2**	**–3,7**	**–3,3**	**–3,2**	**–3,0**
Tipos de interés a corto plazo (3)					
Estados Unidos	1,8	1,2	1,6	3,4	4,7
Japón	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Reino Unido	4,0	3,7	4,6	4,8	4,8
Zona del euro	**3,3**	**2,3**	**2,1**	**1,8**	**1,9**
Tipos de interés a largo plazo (4)					
Estados Unidos	4,6	4,0	4,3	4,5	5,3
Japón	1,3	1,0	1,5	1,4	1,8
Alemania	4,8	4,1	4,0	3,4	3,5
Francia	4,9	4,1	4,1	3,5	3,6
Italia	5,0	4,3	4,3	3,6	3,7
Reino Unido	4,9	4,5	4,9	4,6	4,8
España	5,0	4,1	4,1	3,5	3,6
Zona del euro	**4,9**	**4,1**	**4,1**	**3,5**	**3,6**

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 5 de noviembre de 2004 (1 dólar = 105,7 yenes = 0,780 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 20 de mayo de 2005.
(2) En porcentaje del PIB.
(3) Tipos de interés a 3 meses en los mercados monetarios nacionales.
(4) Tipos de la deuda pública de las emisiones más representativas de cada país.
FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Estados Unidos: madera, más madera

Estados Unidos crece sin inflación, pero continúa aumentando su déficit comercial.

La locomotora americana tira. El petróleo nos puso los pelos de punta y los pisos están caros, pero al final siempre queda más de lo mismo: un crecimiento cada vez más asentado, y pese a todo, con precios moderados. La mayor sombra la constituye un déficit comercial, que sigue batiendo récords. La cuerda se tensa así cada vez más en un proceso cuyo límite exacto es incierto.

El consumo y la vivienda son los pilares del crecimiento.

En su tercera estimación, el Bureau of Economic Analysis revisó al alza el crecimiento del PIB (producto interior bruto) hasta el 4,1% intertrimestral anualizado, por encima del ya robusto 3,8% previamente anunciado. La revisión se fundamenta, como ya viene siendo una constante, en la demanda interna. Dentro del consumo, los bienes no duraderos mantuvieron el tono. En estos últimos meses la fuerza de la alimentación viene compensando con ventaja la reducción del consumo de gasolina. La formación de capital fijo también siguió fortaleciéndose, con un sector de la vivienda que, tras la revisión, incrementó en un 50% su contribución al crecimiento, rompiendo su suave ralentización. Frente al vigor de la demanda interna, el sector exterior volvió a decepcionar, indicando que lo deseado va por delante de lo producido. Con esta ter-

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	2,7	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6	3,6	–	...
Ventas al por menor	4,3	7,3	6,4	8,4	7,3	8,4	8,4	6,0	6,3
Confianza del consumidor (*)	79,8	96,1	100,4	96,1	104,2	102,3	98,9	85,2	98,9
Producción industrial	0,6	4,1	4,6	4,3	4,0	3,1	2,6	2,3	2,8
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	53,3	60,5	60,1	57,5	55,6	52,8	56,5	59,1	58,1
Venta de viviendas unifamiliares	11,7	10,0	–0,4	10,8	5,1	6,9	11,1	9,0	...
Tasa de paro (**)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	5,0	5,0
Precios de consumo	2,3	2,7	2,7	3,4	3,0	2,9	3,8	4,3	3,5
Balanza comercial (***)	–495	–618	–573	–618	–652	–673	–699	–712	...

NOTAS: (*) Valor.
(**) Porcentaje sobre población activa.
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

cera estimación del PIB, la ya reducida contribución positiva al crecimiento cambió de signo y pasó a ser un drenaje, dejando los buenos datos del segundo trimestre como una excepción. La causa del empeoramiento estuvo centrada en el aumento de las importaciones, en consistencia con la fuerza del consumo. En este sentido, es de esperar que la aún pendiente reposición de los niveles de existencias siga tensionado las importaciones al alza.

Por el lado de la demanda, las ventas al por menor de noviembre conservaron el vigor de los últimos meses. Los componentes no volátiles, sin automóviles ni gasolina, avanzaron al 7,5% interanual, crecimiento robusto que además se inscribe en una tendencia de ligera aceleración. A consecuencia de los precios energéticos, el consumo de combustible ha pasado a tener una gran volatilidad y desvirtúa el dato agregado, al igual que lo venían haciendo las ventas de vehículos a motor. En noviembre, el drástico deterioro de las primeras no fue compensado por la recuperación de las segundas. Menaje del hogar y ventas en grandes almacenes continuaron su robusta marcha y la alimentación continuó afianzando su repunte, compensando la relativa pérdida de fuerza del vestido. Apoyando esta fuerte demanda, la confianza del consumidor despierta de sus miedos huracanados y de la resaca de las desgracias de General Motors, aunque con un mes de retraso en comparación con otros indicadores. Así, después del repunte de noviembre, los niveles de confianza del pasado verano están ya cercanos.

Por el lado de la oferta, la producción industrial tuvo un mejor comportamiento que en meses recientes, con tasas de crecimiento cercanas al 3% interanual. A pesar de esta tímida reactivación, el sector dista mucho de ser un pilar de la presente expansión, con un ritmo de avance que es la mitad del registrado en anteriores recuperaciones. Por su parte, el optimismo empresarial se mantiene, con un predominio de quienes ven el futuro inmediato con optimismo. El muy ligero retroceso de noviembre del índice de actividad manufacturera del Institute for Supply Management hay que verlo como un mantenimiento en niveles elevados de confianza más que como el inicio de una tendencia bajista.

Las ventas minoristas evolucionan al alza y el consumidor recupera la confianza.

ESTADOS UNIDOS: LOS CONSUMIDORES SIGUEN GASTANDO

Ventas minoristas sin automóviles ni gasolina, variación interanual

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

La vivienda sigue tirando con fuerza.

La vivienda sigue tirando con fuerza. Las estadísticas de precios y ventas de octubre siguieron siendo robustas, y las viviendas iniciadas, que en los meses de verano traían tímidos aires de ralentización, reputaron en noviembre con un crecimiento del 17,5% respecto al mismo periodo del año anterior. Si el precio de la vivienda nueva se ralentiza, el precio de la vivienda usada se acelera llegando a tasas superiores al 16%, siendo la venta de vivienda usada cinco veces mayor que la de vivienda nueva. El aterrizaje suave que algunos veían a principios de otoño se ha transformado así en repun-

ESTADOS UNIDOS: PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Variación interanual de la producción industrial

FUENTES: Reserva Federal y elaboración propia.

te. En este sentido, las tareas de reconstrucción por los efectos de los huracanes pueden haber introducido distorsiones al alza, pero la fuerza de fondo del sector parece bien asentada por el momento, lo cual sigue dando soporte a la actividad económica en general.

El empleo confirmó su fuerza con la creación de 215.000 nuevos puestos en noviembre. Reforzando esta impresión de bonanza, tras la segunda revisión, en el accidentado mes de septiembre, la pérdida de 35.000 puestos se transformó en ganancia de 17.000. Consistente con este panorama alcista, la tasa de paro permaneció en noviembre anclada en el 5,0%. Después de retrocesos anteriores, el poder adquisitivo de los salarios también se recupera, avanzando en noviembre un 1,0%; ganancia que, a la vista de los datos de productividad, debe entenderse más como soporte al nivel de actividad que como señal inflacionista. La productividad del trabajo fue revisada al alza del 4,1% al 4,7% interanual, lo que supone un descenso del 1,0% de los costes laborales unitarios. Así, el mercado de trabajo, gracias a las mejoras tecnológicas y los efectos de la globalización, continúa sin mostrar tendencias inflacionistas a pesar de su vigorosa marcha.

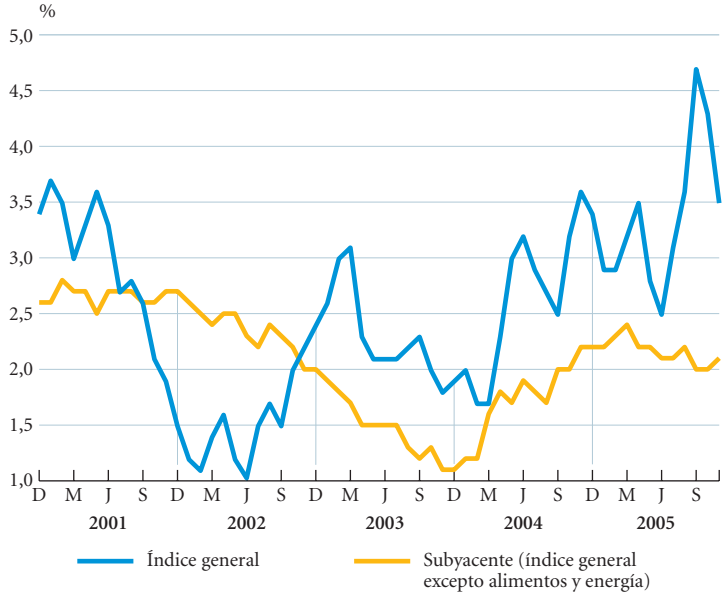
El empleo crece y los salarios se recuperan gracias a las ganancias de productividad.

La inflación de octubre bajó del 4,3% al 3,5% interanual. Un retroceso, a causa de la relajación de los precios energéticos, que mejora lo esperado. El componente subyacente, que excluye energía y alimentación y es más fiel exponente de la tendencia general, quedó prácticamente invariado en el 2,1%. Los precios de producción, que excluyen márgenes minoristas, siguieron una evolución pareja desacelerándose del 6,9% al 4,5% en sólo dos meses, con un componente subyacente que avanzó un mero 1,7%. Viendo el camino de ida y vuelta de los precios a causa de los vaivenes del petróleo, es destacable la poca oscilación que han mostrado los componentes no energéticos, denotando la solidez en los fundamentos de la presente recuperación.

La inflación vuelve con rapidez a tasas más moderadas.

ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN SE MODERA CON RAPIDEZ

Variación interanual del índice de precios de consumo



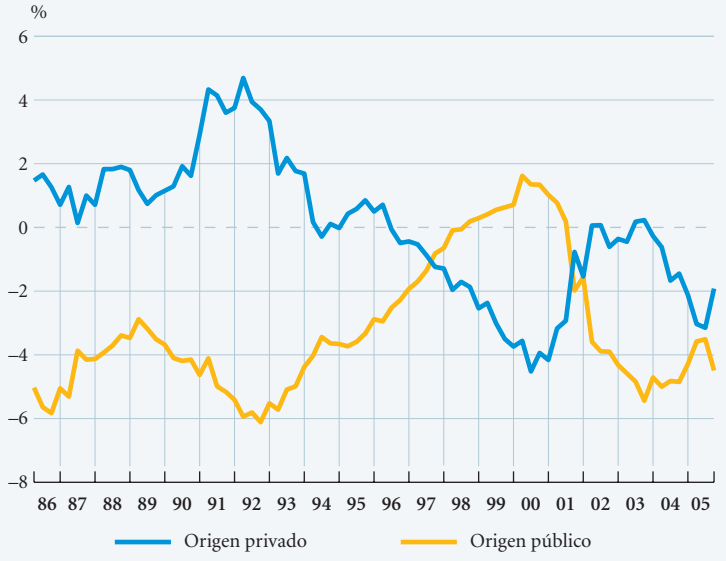
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

Un tema generacional, vacas gordas y vacas flacas

El faraón tuvo un sueño y preguntó a José, y el hábil muchacho respondió que en los siete años de vacas gordas debería ahorrar y proveer para los años de vacas flacas. Con un crecimiento robusto sin inflación, Estados Unidos está ciertamente en años de vacas gordas, pero no se siguen los consejos de José, ya que ni hogares ni gobierno ahorran para lo que pueda venir. Fruto de ello es el creciente déficit exterior, su mayor desequilibrio, y también su mayor riesgo. Durante los años de Reagan, el déficit público era la causa del déficit exterior; con Clinton, la responsabilidad pasó al sector privado. Hoy, con gastos de guerra y apoyos a la actividad, el déficit público vuelve a convertirse en causante del desequilibrio exterior, mientras que las familias continúan con su desahorro.

EL SECTOR PÚBLICO ES EL PRINCIPAL CAUSANTE DEL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE

Déficit con relación al PIB por sectores institucionales



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

Las perspectivas a corto plazo son de mejora, tanto en ingresos como en gastos. En el tercer trimestre de 2005, el déficit corriente total de las administraciones públicas, sin incluir gastos y transferencias netas de capital, se situó en el 4,5% del PIB. De este déficit, la parte más activa es la correspondiente al gobierno federal, que en 2004 fue de 412.000 millones de dólares y representó el 3,5% del PIB. La CBO (Oficina Presupuestaria del Congreso) prevé para 2005 un déficit federal de 331.000 millones de dólares, sensiblemente menor del esperado a principios de año, 390.000 millones, y lejos del valor de 2004. Para 2006 la CBO espera un déficit federal de 314.000 millones, el 2,4% del PIB. Más y mejor, esta mejora se inscribe en proceso de reducción del déficit del que se espera que lo lleve hasta el 0,4% del PIB en 2015. Las cosas parecen enderezarse, pero la economía es la ciencia lúgubre por algo: siempre hay algún punto negativo.

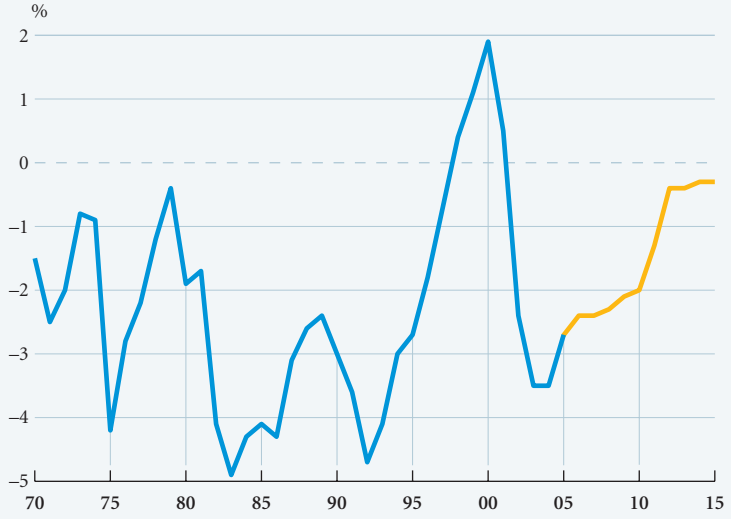
La mejora es por mayores ingresos y menores gastos, pero el problema es que lo bueno es temporal y lo malo creciente y permanente. La recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas aumenta al 15% interanual, bien por encima del PIB nominal porque, con el crecimiento, las rentas tienden a evolucionar hacia

tramos con mayor tasa de gravamen, y superan los mínimos exentos de tributación. A este hecho se une el final de exenciones fiscales temporales que la actual administración puso en marcha en 2001, algo que ya no se repetirá. En los impuestos sobre beneficios empresariales, el aumento sobrepasa el 30% interanual, muy por encima del aumento de los mismos beneficios empresariales. Las posibles explicaciones de esta discrepancia apuntan a que esta fuente de ingresos se desacelerará drásticamente en el futuro. Si los beneficios se han subestimado momentáneamente en las cuentas nacionales, éstos están hoy en un máximo insostenible; si la causa son cambios legislativos, o cambios de prácticas contables, la conclusión es la misma ya que estas mejoras tampoco pueden darse continuamente. El ritmo de aumento de esta recaudación también debe disminuir.

Por el lado del gasto, podemos distinguir entre gastos discrecionales, que varían muy sensiblemente con las decisiones de la administración, y gastos obligatorios, menos volátiles. Durante los últimos años ha habido un fuerte aumento de los gastos discrecionales, motivado por la guerra de Irak y por unas necesidades de defensa nacional cuyo epílogo ha sido paliar los efectos del huracán *Katrina*. Se alcanzó un máximo a mediados de 2003, justo al final de la campaña de invasión de Irak, pero después han venido desacelerándose, provocando la mejora presupuestaria actual. Hasta aquí las vacas gordas.

NOS LAS PROMETEMOS MUY FELICES

Déficit federal con relación al PIB (*)



NOTA: (*) A partir de 2005 previsiones CBO.
FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office y elaboración propia.

Cuando miramos los gastos obligatorios aparecen las vacas flacas. A partir de 1946, primer año de paz tras la II Guerra Mundial, en Estados Unidos hubo un fuerte incremento de nacimientos, dando lugar a una oleada demográfica numerosa que ha venido a ser llamada la generación del *baby boom*. En los sesenta fueron a Vietnam, el Ford Mustang fue diseñado para sus años mozos, soñaron con Luther King y aplaudieron a Elvis y a Bob Dylan. De hippies pasaron a yuppies y compraron casas y acciones, y ahora se retiran. En 2008 los primeros *babyboomers* tendrán 62 años, edad mínima para acogerse a los beneficios del retiro estatal. En 30 años, los mayores de 65 años se habrán doblado, y se pasará de 3,25 a 2 personas trabajando por cada jubilado. Así, los gastos de la seguridad social, que ahora crecen al 5,5% interanual, se irán acelerando.

Pero la cosa no acaba aquí. La Seguridad Social es sólo uno de los tres capítulos principales del gasto público. También está la sanidad con los programas Medicare y Medicaid, y aquí, el aumento esperado del gasto aún es mayor. Cualquier enfermedad degenerativa a los ochenta es más cara de tratar que un cáncer de pulmón a los sesenta. Además, los avances de la medicina van a tener un efecto neto de encarecimiento de los tratamientos. Como consecuencia, el gasto en sanidad va a crecer muy por encima del PIB nominal.

La situación no es desesperada. Existe una cura que todo lo puede, que es el crecimiento y la productividad. La productividad podría hacer posible que hasta con dos trabajadores por persona retirada cuadrasen las cuentas. Lo preocupante es que en estos momentos, con la economía lanzada y con un déficit público moderándose, éste aún contribuye a más de la mitad del desequilibrio por cuenta corriente. La encrucijada a la que se enfrenta Estados Unidos es que cualquier cambio drástico en los gastos públicos o en las pautas de ahorro de los hogares puede tener efectos importantes sobre el crecimiento. Si en los días de vino y rosas estamos en déficit, ¿qué pasará cuando cambie el panorama? La CBO prevé una mejora en los próximos años, pero lo que no convence de esta previsión es que requiere que los años de vacas gordas sean bastantes más de siete.

El creciente déficit exterior sigue tensando la cuerda.

El déficit comercial volvió a decepcionar con nuevos máximos, rozando en noviembre los 69.000 millones de dólares según los datos de la balanza de pagos. La cifra es un 19,4% superior a la registrada en julio, cuando el déficit se redujo por última vez respecto al mes anterior, y es que en los últimos tres meses éste sobrepasa ya el 6% del PIB. La leve mejoría del segundo trimestre queda pues como un fenómeno aislado, motivado por el ciclo de existencias y por rigideces momentáneas en las importaciones provenientes de Asia. Con los presentes niveles de consumo e inversión, con unas exportaciones que no acaban de despegar, y con el superávit de ahorro que tienen sus principales socios comerciales, es difícil precisar donde está el límite de esta cuerda que mes a mes va tensionándose cada vez más.

Japón se recupera, pero con parsimonia

Japón revisa su crecimiento a la baja.

La expansión japonesa sigue adelante, aunque con un mayor optimismo en productores que en consumidores. Las dudas sobre su intensidad y la cuestión de la deflación son distintas caras de un mismo enigma que por ahora permanece sin resolver.

En su primera revisión, el Ministerio de Comunicaciones revisó a la baja el crecimiento del tercer trimestre del PIB, pasando de un crecimiento del 1,7% intertrimestral anualizando al 1,0%. En contraste, los datos de la primera mitad de año fueron revisados al alza, lo que reduce la anterior tendencia alcista. El grueso de la revisión fue motivado por la disminución de los niveles de existencias, lo que quita cierto hierro a la noticia, aunque no por ello elimina las dudas sobre la fortaleza de la actual recuperación. Los principales motores de ésta, el consumo privado y la inversión, permanecieron, con pocos cambios, ligeramente revisados al alza, en especial la inversión. El sector exterior también mejoró y, gracias a unas menores importaciones, dejó de sustraer crecimiento. Las principales dudas sobre el crecimiento están en los datos nominales. Con un deflactor que incrementó su tendencia bajista hasta disminuir un 1,4% interanual, el PIB en términos corrientes presentó una disminución del 0,7% respecto al anterior trimestre en tasa interanual, cuando pre-

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004			2005				
			II	III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	1,8	2,3	2,6	2,3	0,6	1,1	2,7	2,8	–	...
Ventas al por menor	–1,7	–0,9	–1,7	–0,5	–0,4	1,1	3,2	0,8	–0,4	...
Producción industrial	3,3	5,3	7,8	6,6	1,6	2,7	0,3	0,2	3,0	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	–1,8	20,5	22,0	26,0	22,0	14,0	18,0	19,0	–	21,0
Viviendas iniciadas	0,6	2,6	–3,5	9,4	–0,1	1,5	2,1	5,0	8,9	...
Tasa de paro (**)	5,2	4,7	4,6	4,8	4,6	4,6	4,3	4,3	4,5	...
Precios de consumo	–0,3	0,0	–0,3	–0,1	0,5	–0,2	–0,1	–0,3	–0,7	...
Balanza comercial (***)	12,0	13,7	13,7	14,1	13,7	13,3	12,2	10,9	10,7	...

NOTAS: (*) Valor.
(**) Porcentaje sobre población activa.
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Billones de yenes.
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

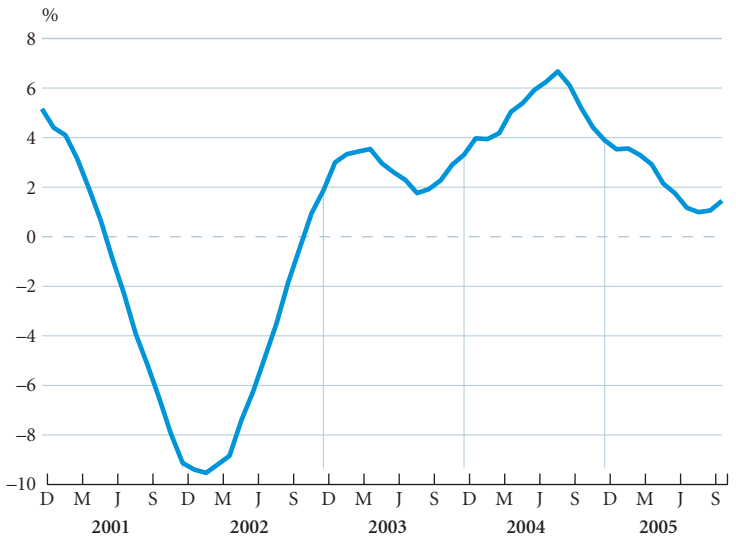
viamente se había anunciado un aumento del 0,7%.

En la línea del mes anterior, los últimos indicadores de demanda siguieron dando señales de debilidad. Las ventas minoristas retrocedieron en octubre un 0,4% interanual, hecho que no se daba desde finales de 2004. Pese a ello, la tendencia de fondo alcista aún no está rota. Las ventas de automóviles siguieron esta misma evolución de flaqueza, con un retroceso por quinto mes consecutivo que en noviembre se intensificó hasta el 9,7% interanual.

Las ventas minoristas y las de automóviles disminuyen...

JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SE ESTABILIZA

Variación interanual de la producción industrial (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.
FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficina Nacional de Estadística y elaboración propia.

...mientras que la producción industrial frena su ralentización y los empresarios ven las cosas un poco mejor.

Los indicadores de oferta, también en línea con meses anteriores, dieron señales más positivas que los de demanda. La producción industrial de octubre fue revisada al alza hasta el 3,0% interanual, un buen registro que no se daba desde febrero y que estabiliza la desaceleración de los últimos meses. Los pedidos de maquinaria de octubre perdieron la fuerza del mes anterior, pero su componente doméstico continuó dando unas mesuradas señales positivas. En un contexto menos bueno, las quiebras empresariales de octubre y noviembre repuntaron ligeramente hasta niveles de inicios de 2004. Marcando un poco el tono moderado de la presente recuperación, el índice Tankan de grandes empresas manufactureras del cuarto trimestre pasó del 19 al 21, un incremento bastante menor de lo esperado, pero que vuelve a situar el optimismo empresarial entre los mejores niveles desde inicios de los noventa, aunque lejos aún de las cifras que presentaba antes de que Japón entrase en su década perdida.

La deflación continúa.

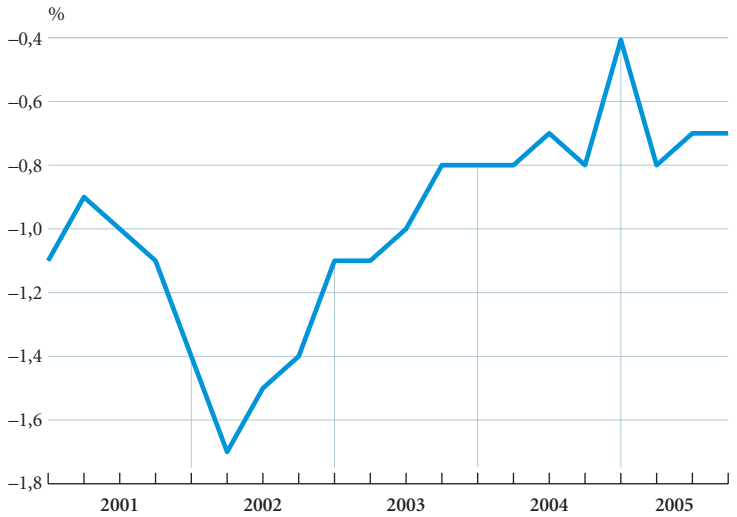
El mercado de la vivienda siguió en noviembre su lenta pero paulatina recuperación. Las ventas en Tokio perdieron de forma lógica la intensidad de meses anteriores, pero la evolución general de precios y ventas continúa con su tendencia alcista.

En el frente de la inflación, los precios de octubre retrocedieron un 0,7% interanual y los de Tokio de noviembre bajaron un 0,9%. En un tono más positivo, los precios sin los volátiles alimentos frescos repitieron los valores del mismo periodo del año pasado, aunque en ello fueron ayudados por el repunte de los precios energéticos. Con estas cifras, y sin olvidar los también negativos deflactores del PIB, es poco probable que Japón abandone la deflación de forma consistente al final de 2005, como ha afirmado el banco central, o incluso a inicios de 2006. En un tono continuista con los últimos meses, la tasa de desempleo de septiembre aumentó hasta el 4,5% de la población activa, se perdieron empleos en construcción y se ganaron en servicios.

El superávit comercial japonés siguió menguando en noviembre, a causa de las

JAPÓN: LOS PRECIOS SE RESISTEN A NO BAJAR

Variación interanual del deflactor del consumo del PIB



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficina Nacional de Estadística y elaboración propia.

crecientes importaciones. En un contexto positivo, las exportaciones se recuperaron.

China sigue creciendo, pero sin tensiones inflacionistas

China sigue impertérrita su portentosa marcha, con fuertes crecimientos y poca inflación. Las estadísticas serán revisadas, y en principio los cambios deben ser al alza, con una mejor contabilización de los servicios. Sorprende esta convivencia de un fuerte ritmo de actividad con unos precios extremadamente moderados, que sólo se entiende por la mayor fuerza de la inversión en relación al consumo. Sorprende aún más la estabilidad del crecimiento, que durante estos últimos trimestres apenas muestra variaciones en su ritmo de avance.

La economía china creció un 9,4% el tercer trimestre de 2005. Por sectores, la industria volvió a ser el principal actor, con un incremento del 11,1% interanual, seguida de los servicios, que avanzaron el 8,1%, y la agricultura, que creció el 5,0%. Inversión y exportaciones siguen siendo la base del crecimiento, muy por encima del consumo privado.

Desde el punto de vista de la oferta, en este tercer trimestre, el sector industrial siguió protagonizando el mayor crecimiento, mientras que los servicios aumentaron ligeramente su tasa de avance. Es probable que tras la próxima revisión estadística, que incluye una mejor estimación de los servicios, el peso de la industria baje su participación en el total de la economía.

China avanza a pasos agigantados sin inflación y con una estabilidad asombrosa.

En el lado de demanda se encuentran los pocos indicadores que dan alguna señal de ralentización. Así, las ventas minoristas de noviembre aumentaron un 12,4% interanual, tasa que si bien es cierto que continúa siendo alta, es empero la segunda menor de los últimos tres años. La causa de esta relativa desaceleración se encuentra en el ámbito rural, mientras que en las ciudades asistimos más bien a una intensificación del crecimiento. Esta divergencia es significativa en un país donde uno de sus principales problemas es la brecha de renta que se ha abierto entre campo y ciudad.

Los productores, en especial industriales, mandan sobre los consumidores.

En la oferta, la producción industrial de noviembre avanzó un 16,6% interanual. La industria pesada siguió ganando terreno y las empresas estatales renovaron sus retrocesos bajando su participación en el valor añadido total desde el 41,4% de hace un año al 37,7%. Esto supone cierta reducción de riesgos, al ser los conglomerados estatales y sus deudas uno de los mayores problemas de la economía china. Por productos, la producción de ve-

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

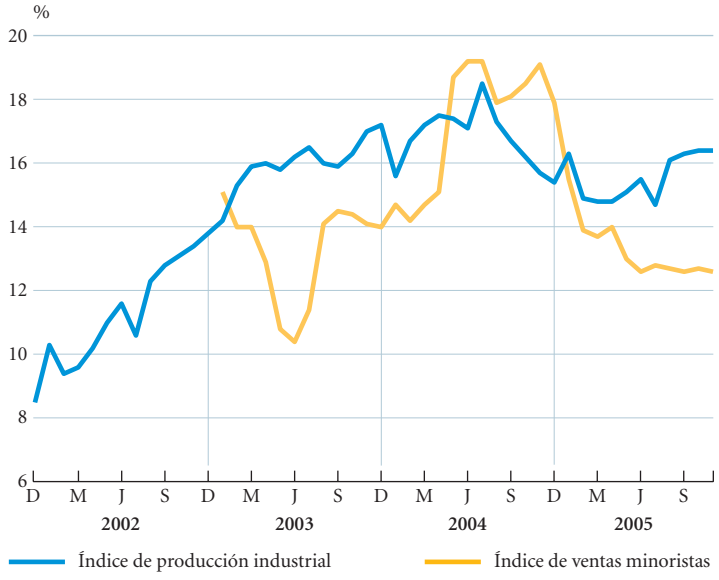
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004			2005				
			II	III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	9,4	9,5	9,6	9,1	9,5	9,4	9,5	9,4	–	...
Producción industrial	16,7	16,3	17,6	15,8	15,0	14,5	16,5	16,2	16,1	16,6
Producción eléctrica	14,2	15,0	16,5	12,9	14,6	14,7	13,7	13,6	9,0	9,9
Precios de consumo	1,2	3,9	4,4	5,3	3,2	2,8	1,7	1,3	1,2	1,3
Balanza comercial (*)	25,5	32,1	13,6	20,4	32,1	57,2	79,4	96,7	101,6	102,1

NOTA: (*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.
FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas de China, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

EN CHINA MANDAN PRODUCTORES SOBRE CONSUMIDORES

Variación interanual (*)



NOTA: (*) Series de ciclo-tendencia.
FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas de China y elaboración propia.

El superávit se modera, a excepción de la balanza bilateral con Estados Unidos.

hículos a motor, incluyendo motocicletas, parece casi estancada, mientras que la de ordenadores avanza a toda máquina, con un robusto crecimiento del 80,2% interanual en los doce meses hasta noviembre. También la producción de energía avanza con fuerza. El mismo periodo del año anterior, la producción de energía eléctrica sigue su marcha ascedente.

Los precios, a pesar del alto nivel de actividad, siguen en unas cifras asombrosamente contenidas, con un índice general de precios al consumo que en noviembre avanzó un mero 1,3% interanual. Dejando aparte el dato absoluto, los precios de las zonas rurales subieron más que los de las zonas urbanas, a pesar del menor consumo minorista de las primeras. Un hecho explicable por la reconocida existencia de ciertos cuellos de botella fuera de las ciudades.

En el sector exterior, las exportaciones siguieron creciendo con fuerza, aumentando un 29,9% interanual en los doce meses hasta noviembre, lo que sin embargo supone un ligera desaceleración. Las importaciones también continuaron ralentizándose y en el mismo periodo aumentaron un 17,7%. Fruto de estas desaceleraciones, el superávit comercial en los doce meses hasta noviembre alcanzó los 102.134 millones de dólares, un nuevo récord, pero que ya no crece de forma explosiva. Siempre con la precaución de su alta volatilidad, el registro de noviembre fue menor que el de octubre. Se mantuvieron los déficit comerciales con Corea y Japón, pero se pasó a tener superávit con Alemania. Caso especial es el superávit con Estados Unidos, que supera los 110.000 millones de dólares situándose por encima del superávit total. Puede decirse así que China es un importador neto a nivel mundial si exceptuamos su balanza bilateral con Estados Unidos.

Por productos no hubo grandes cambios respecto a meses anteriores, con las exportaciones de manufacturas de los doce meses hasta octubre creciendo un 33,0%

y las importaciones de materias primas del mismo periodo creciendo un 32,1%.

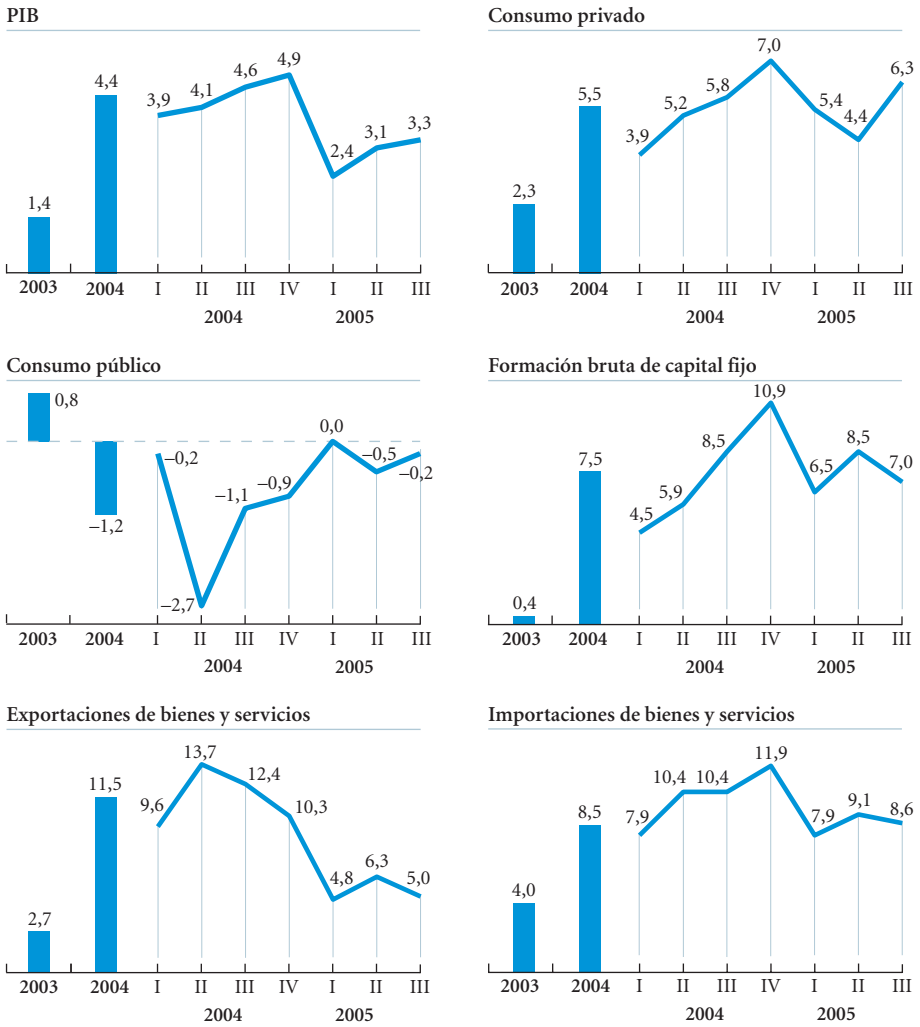
México mantiene su expansión

La economía mexicana creció un 3,3% interanual en el tercer trimestre de 2005. Se mantiene así la expansión azteca por tercer año consecutivo. Una expansión apoyada en la demanda interna, en especial por una notable recuperación del consumo privado. La inversión mantiene el tono, pero la de origen público aún crece por encima de la privada. El sector exterior sigue sustrayendo fuerza al crecimiento dibujando un perfil macroeconómico más parecido al de Estados Unidos que al de otras economías latinoamericanas, que en la actualidad presentan superávit comerciales. Por sectores, los servicios bancarios y financieros y el transporte siguieron siendo puntos fuertes, a los que se añadió el fuerte repunte del sector alimenticio. Por contra, la construcción perdió gran parte del ímpetu de los últimos meses.

México crece sin inflación.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

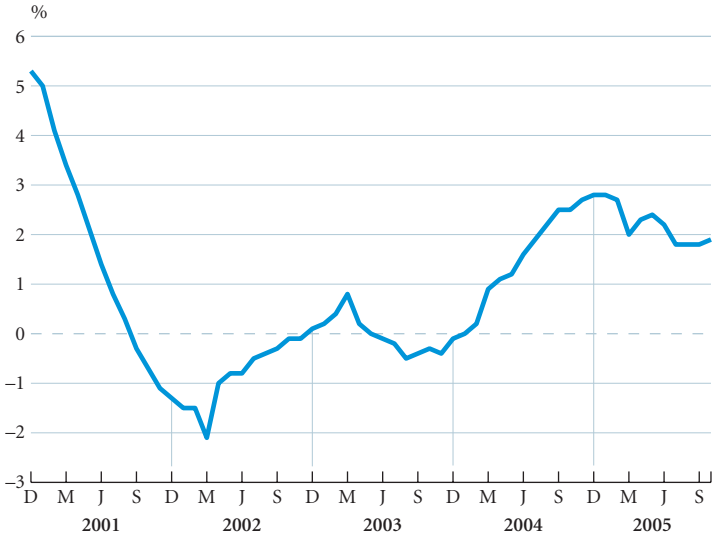
Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL MEXICANA NO EXHIBE MUCHA FUERZA

Variación interanual de la producción industrial (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.
FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

Las *maquiladoras* se desaceleran.

En el lado de la demanda, las ventas minoristas de octubre mantuvieron el tono con un 3,8% interanual, algo por debajo de los fuertes registros de agosto y septiembre. En el lado de la oferta, la producción industrial de octubre avanzó un 2,6% interanual, con un perfil otra vez similar al caso americano y japonés: recuperación, pero a tasas más moderadas que en anteriores expansiones. La construcción apuntó cierta mejora, pero decepcionaron las *maquiladoras*, que avanzaron un 3,3%, una significativa ralentización que puede ser consecuencia de los efectos que la mano de obra barata china, vía exportaciones sustitutivas, tiene en países de bajos costes como México.

El paro baja, pero los costes unitarios suben.

La tasa de paro general de septiembre se redujo hasta el 3,7% de la población activa, fruto del tirón de la demanda. En el mismo periodo, la productividad manufacturera frenó su caída, pero aún sigue languideciendo. En este sentido, los cos-

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004			2005				
			II	III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	1,4	4,4	4,1	4,6	4,9	2,4	3,1	3,3	–	...
Producción industrial	–0,2	3,8	3,7	4,8	3,6	–0,2	2,8	0,7	2,6	...
Tasa de paro general (*)	3,2	3,7	3,6	4,0	3,5	3,9	4,0	3,8	...	...
Precios de consumo	4,5	4,7	4,3	4,8	5,3	4,4	4,5	4,0	3,1	2,9
Balanza comercial (**)	–5,8	–8,8	–5,6	–6,2	–8,8	–10,2	–9,7	–9,4	–9,5	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.
FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

tes laborales unitarios, que aumentaron cerca del 10%, siguen constituyendo un problema que afecta seriamente a la competitividad mexicana.

Siguiendo un camino conocido, los precios al consumo intensificaron su tendencia moderadora, aumentando en noviembre un mero 2,9% respecto al mismo periodo del año anterior. El componente sin alimentos ni energía del mismo mes siguió apuntando a la baja con una tasa del 3,1%.

El sector exterior mexicano es la parte más negativa de una economía que, por otro lado, crece sin presentar tensiones inflacionistas. El déficit comercial de los doce meses hasta octubre de 2005 se mantuvo cercano a los 9.500 millones de dólares. Sin contar las exportaciones de petróleo, el déficit rozó los 40.000 millones de dólares. Una evolución a la baja de los precios del petróleo podría añadir presión a un sector exterior que no está en sus mejores momentos.

Precio del petróleo: tras el repunte, nueva tregua

Tras dos meses de relativa contención de las cotizaciones del oro negro (entre finales de septiembre y finales de noviembre el precio del barril de calidad Brent cayó un 13%, situándose en los 54 dólares por barril), en diciembre se ha asistido a un nuevo episodio alcista. Durante las dos primeras semanas de dicho mes los precios volvieron a acercarse al nivel de los 60 dólares por barril, aunque a finales de diciembre deshicieron posiciones hasta los 56 dólares por barril.

La dependencia de las exportaciones de petróleo es ahora un riesgo para la economía mexicana.

Dicho movimiento se debió principalmente a una primera quincena de diciembre muy fría en Estados Unidos y Europa que afectó al nivel de existencias de crudo y productos refinados. También contribuyó a este episodio tensionador el anuncio de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) del pasado 12 de diciembre de mantener su cuota oficial de producción invariada en 28 millones de barriles diarios. Esta evolución de

Tirón alcista del petróleo en la primera quincena de diciembre debido al rigor climático en el hemisferio occidental y a la decisión de la OPEP de no ampliar su cuota oficial de producción.

EL PRECIO DEL PETRÓLEO SE ALEJA DE SUS MÁXIMOS HISTÓRICOS

Cotización del barril de petróleo Brent a un mes en medias semanales

FUENTE: Thomson Financial Datastream.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2003	2004	2004	2005					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Índice «The Economist» en dólares (*)									
General	**11,7**	**17,4**	**1,5**	**–2,3**	**–1,8**	**6,2**	**11,1**	**10,9**	**13,9**
Alimentarias	9,1	11,2	–7,3	–8,5	–7,7	3,2	9,7	6,7	6,0
Industriales	15,9	26,1	13,8	5,9	6,3	10,0	12,7	15,6	22,8
Agrícolas no alimentarias	*21,8*	*9,2*	*–11,2*	*–10,7*	*–8,6*	*0,8*	*10,5*	*9,2*	*13,1*
Metales	*11,8*	*38,2*	*31,5*	*16,1*	*15,5*	*15,0*	*13,8*	*18,7*	*27,2*
Índice «The Economist» en euros (*)	**–6,7**	**6,7**	**–6,5**	**–6,4**	**–6,0**	**6,6**	**15,4**	**21,6**	**28,2**
Petróleo (**)									
Dólares/barril	28,4	38,0	44,7	47,8	53,1	62,0	59,3	56,4	57,3
Tasa de variación	13,1	34,4	53,8	52,7	50,9	52,5	20,6	26,0	42,7
Oro									
Dólares/onza	364,0	409,6	434,0	427,3	427,8	439,6	470,0	476,9	508,8
Tasa de variación	17,3	12,7	10,6	4,6	8,6	9,4	11,7	8,5	15,2

NOTAS: (*) Tasa de variación interanual.
(**) Calidad Brent; precios a un mes.
FUENTES: «The Economist», Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

corto plazo no tiene que hacer olvidar que las tendencias de fondo del mercado siguen tendentes a generar precios altos del petróleo. Aunque el tramo final de 2005 ha sido relativamente tranquilo, la Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza sus perspectivas de demanda para 2006.

De las restantes materias primas sigue sorprendiendo el aumento de los metales, entre los cuales destaca la subida del cobre.

Por lo que se refiere a las restantes materias primas, se ha asistido a una nueva aceleración de las cotizaciones (en diciembre el índice «The Economist» en dólares creció un 14% interanual, tres puntos más que en noviembre). Especialmente preocupante es la tendencia que registran las materias primas industriales, con los metales a la cabeza. Así, mientras el grupo general de materias primas industriales avanzaba un 23% en el último año, las materias primas metálicas se acercaban al 30%. Aunque importantes metales como el platino y el aluminio están en ritmos de crecimiento apreciables, el caso del cobre, con un aumento interanual del 45% en diciembre, reviste especial intensidad. El oro, por su parte, superó en el promedio de diciembre la cotización psicológica de los 500 dólares por onza (aumento interanual del 15%).

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: la expansión sigue su curso

La recuperación de la zona del euro marcha bien. Conocido el detalle de la evolución por componentes del crecimiento del tercer trimestre, se constata que la aceleración del producto interior bruto (PIB), del 1,2% interanual del segundo trimestre al 1,6% del tercero, se ha debido fundamentalmente a la buena evolución de la inversión y del sector exterior. Concretamente, la formación bruta de capital fijo pasó de crecer un 1,9% interanual en el segundo trimestre al 3,2%, mientras que los restantes componentes de la demanda interna o bien se aceleraban a un ritmo sensiblemente mejor (caso del consumo público) o bien directamente se estacaban, como ha sucedido con el consumo privado.

Por su parte, el sector exterior, que llevaba cuatro trimestres restando impulso a la economía, pasó a contribuir positivamente en dicho tercer trimestre en una décima porcentual a la variación del PIB. Tras este comportamiento se encuentra la notable recuperación de las exportaciones (crecimiento interanual del 5,2%, a comparar con el 2,9% anterior), que ha superado a la más moderada aceleración de las importaciones (avance del 5,3% interanual, partiendo del 4,5% del segundo trimestre).

La zona del euro crece un 1,6% en el tercer trimestre gracias a la recuperación de la inversión y al tirón de las exportaciones; falta que el consumo empiece a levantar cabeza...

Ahora la atención se centra en dos incógnitas. Primero, tras el tirón del tercer trimestre, los indicadores referidos al cuarto trimestre que reflejan de forma más global el pulso económico han sorprendido con una cierta ralentización. Así, el sentimiento económico retrocedió en noviembre hasta el nivel de los 99,9 puntos, frente a los 100,2 de octubre. La evolución de la producción industrial (creció un 0,1% interanual en octubre, 1,1 puntos porcentuales menos que en septiembre) también

...algo necesario para que la eurozona consolide una reactivación que con los datos en la mano todavía no se materializa.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

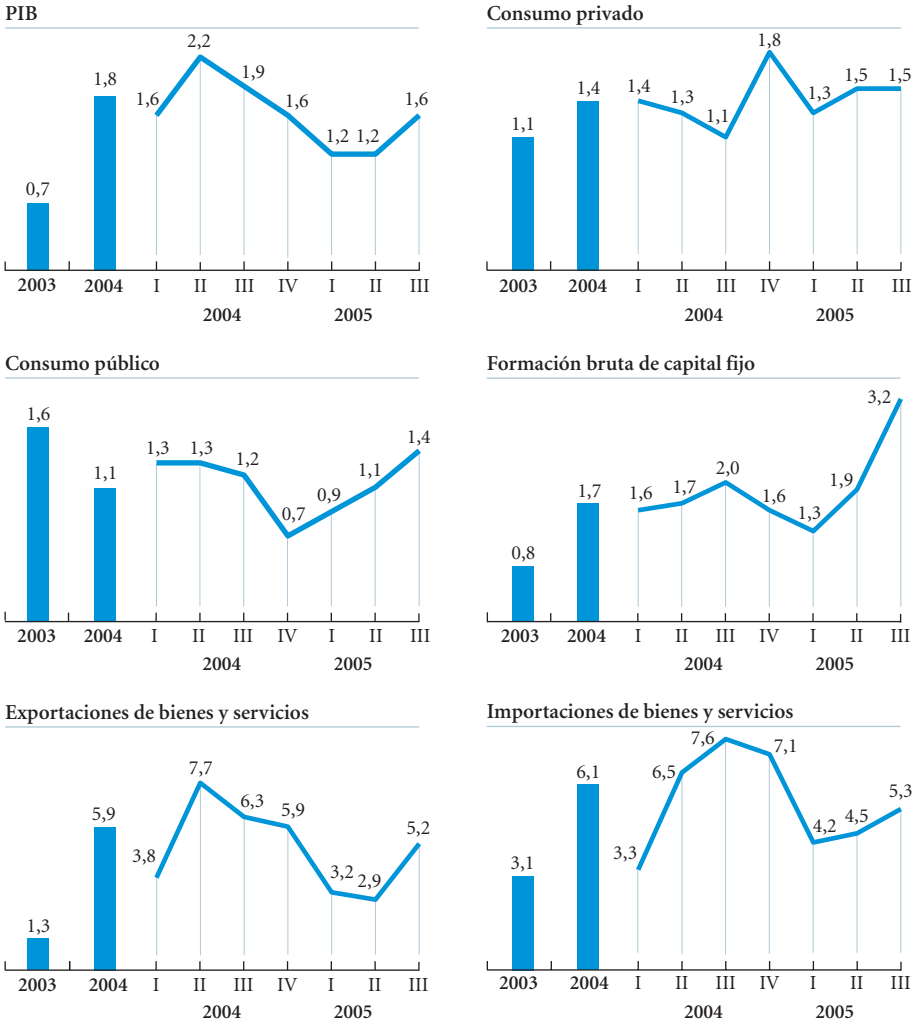
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004	2005				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,7	1,8	1,6	1,2	1,2	1,6	–	...
Ventas al por menor	0,4	0,8	1,0	1,2	0,7	0,8	0,4	...
Confianza del consumidor (*)	–18	–14	–13	–13	–14	–15	–13	–13
Producción industrial	0,3	2,0	1,1	0,6	0,6	1,4	0,1	...
Sentimiento económico (*)	93,5	99,5	100,5	98,7	96,1	97,8	100,2	99,9
Tasa de paro (**)	8,7	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3	...
Precios de consumo	2,1	2,1	2,3	2,0	2,0	2,3	2,5	2,3
Balanza comercial (***)	80,3	80,5	73,2	64,7	50,6	39,8	33,0	...

NOTAS: (*) Valor.
(**) Porcentaje sobre población activa.
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.
FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Los precios enfilan una tendencia bajista en noviembre, desacelerándose hasta el 2,3%, mientras que el mercado de trabajo parece entrar en una fase menos deprimida.

parece confirmarlo. Nuestra opinión es que se trata de una corrección puntual que no modifica el escenario de recuperación que manejamos.

El segundo interrogante, de más calado, sigue siendo si el consumo privado cambiará su tónica de debilidad por un ritmo de crecimiento más acelerado. Los indicadores disponibles no permiten alejar las dudas existentes. La evolución más favorable la registra la confianza del consumidor, que se situó en los meses de octubre-noviembre en los 13 puntos negativos, mejorando los 15 puntos negativos del tercer trimestre. En cambio, las ventas de automóviles, un indicador importante de la salud presente del consumo, rompieron con una senda de cuatro meses consecutivos de crecimiento para retroceder un 0,2% interanual en noviembre.

Los restantes indicadores conocidos últimamente apuntan a una línea moderadamente positiva. La recuperación se va a beneficiar de la contención de la inflación. Así, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado se desaceleró en no-

viembre hasta el 2,3% interanual (2,5% interanual en octubre) gracias al menor tensionamiento del componente energético. Mejor aún es la evolución de los precios descontada la energía, que se mantiene en un moderado 1,5% interanual en octubre y noviembre. Incluso el renqueante mercado de trabajo parece haber dejado de deteriorarse. En octubre, la tasa de paro se situó en el 8,3% de la población activa, sin empeorar respecto a septiembre y medio punto menor que la registrada un año antes.

Alemania: buen cuarto trimestre

La economía alemana está cerrando el año 2005 en su mejor momento en muchos años. A pesar de que la perenne debilidad del consumo –en octubre las ventas al por menor cayeron un 1,1% interanual, sin reflejar la mejora de la confianza del consumidor de octubre y noviembre–, la inversión y la exportación, los dos pulmones germanos, funcionan a buen ritmo. Así, cabe destacar el crecimiento de la producción industrial de bienes de equipo, que registró un aumento interanual del 4,6%, ocho décimas porcentuales por encima del buen dato del tercer trimestre, y la ampliación del superávit comercial hasta octubre.

Todavía más acusada es la inflexión cíclica cuando se otea desde la perspectiva de la oferta. La producción industrial creció en octubre al 4,0% interanual, su mejor ritmo desde septiembre de 2004. Los indicadores de actividad empresarial IFO y ZEW repuntaron fuertemente en diciembre, dando carpetazo a la aparente frenada de mediados del cuarto trimestre. Los pedidos industriales se sitúan en niveles cerca de un 10% más altos a los de octubre de 2004. En definitiva, el pulso empresarial es bueno y sus perspectivas inmediatas tienden a mejorar aún más.

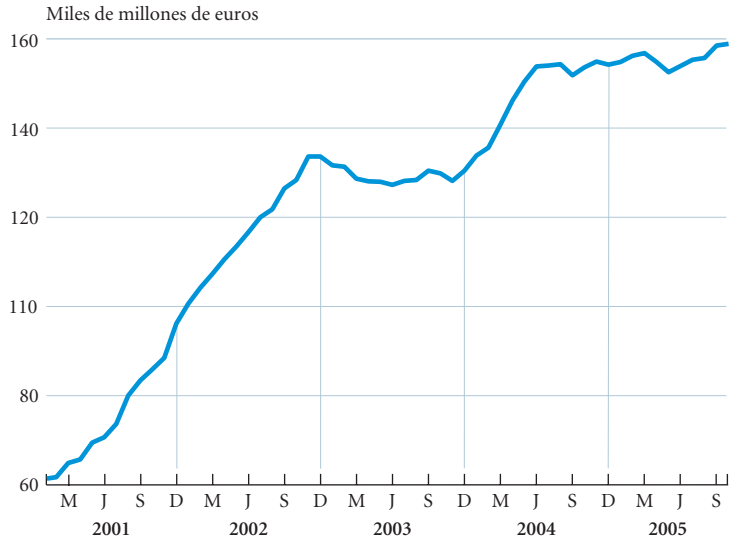
Por su parte, la evolución de los precios se mantiene en línea con lo apuntado en los últimos meses. Los precios de producción se han disparado al 5,0% interanual hasta noviembre como resultado de la aporta-

Alemania concluye 2005 en su mejor estado de forma en años, aunque el lastre de la apatía del consumo no se aligera, lo que sigue confiriendo protagonismo a la recuperación de la inversión y de las exportaciones.

El pulso empresarial continúa siendo muy positivo, con la actividad industrial en ascenso y con perspectivas de superar en los próximos meses las cotas actuales.

EL SECTOR EXTERIOR GERMANO, MOTOR DE LA RECUPERACIÓN

Superávit comercial, saldo acumulado de 12 meses



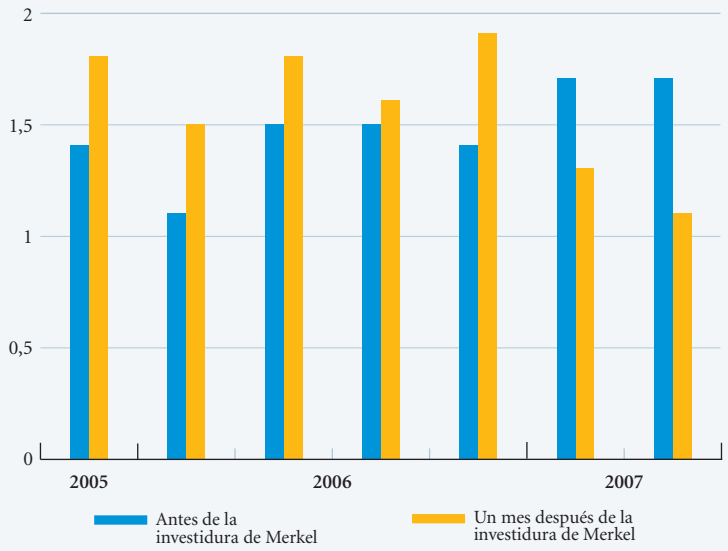
FUENTES: Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

¿Será 2006 el año de Alemania?

El repunte del crecimiento del PIB alemán en el tercer trimestre de 2005, superior a lo anticipado, junto con el cierre de la negociación para formar la «Gran Coalición» entre democristianos y socialdemócratas, han dado pie a una cierta euforia sobre las perspectivas de la primera economía europea para 2006. Con apenas unos días de diferencia, tres de los grandes *think tanks* alemanes –los institutos IFO, ZEW y RWI– revisaban al alza sus previsiones de crecimiento para 2006 de niveles del orden del 1,2% a valores entre el 1,5% y el 1,7%; una sensible corrección de una previsión que se había publicado a finales de octubre, menos de dos meses atrás. Los analistas privados no han dudado en replicar este movimiento. Una semana antes de la investidura de Angela Merkel, el 14 de noviembre, se esperaba un crecimiento del 1,2% para 2006. Un mes después, se preveía un 1,5%, un movimiento alcista de inusual intensidad en tan corto periodo de tiempo.

EL CAMBIO POLÍTICO EN ALEMANIA ALTERA LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO

Previsiones del crecimiento del producto interior bruto en términos reales (*)



NOTA: (*) Previsiones del Consensus Forecast de noviembre de 2005 y diciembre de 2005.
FUENTE: Consensus Forecast.

¿Qué ha cambiado en ese mes? Aunque es cierto que los indicadores conocidos han sido globalmente positivos, la novedad principal es que se ha definido el programa del gobierno Merkel. Bajo un título pensado para estar a la altura de la primera «Gran Coalición» en cerca de 40 años, «Unidos por Alemania con valor y humanidad», dicho programa arranca con un mensaje plenamente compartido por los economistas: «Alemania se encuentra ante grandes desafíos: paro, deuda del Estado, cambio demográfico y la presión de la globalización exigen grandes esfuerzos políticos para asegurar a la actual y a las generaciones futuras una vida en bienestar». El gobierno establece, por tanto, claramente el terreno de juego en el que se dirimirá el éxito o fracaso de su política económica: se busca actuar sobre las restricciones de tipo estructural que han estrangulado la economía alemana en los últimos años. Las acciones anunciadas, efectivamente, apuntan maneras de reformas estructurales.

La medida estrella es una reforma fiscal capaz de doblegar al déficit público en 2007 por debajo del límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea. Si, como se estima, el déficit de 2005 acaba rozando el 4% del PIB, se trata nada menos que de conseguir incrementar los ingresos fiscales y/o disminuir los gastos en un montante equivalente al 1% del PIB. Para ello se aumentará el tipo del IVA en tres puntos en 2007, del 16% al 19%, y se incrementará en un 3% la fiscalidad que grava las rentas más elevadas de las personas físicas.

Dado que el aumento de la imposición indirecta aportará unos 20.000 millones de euros, un tercio de los cuáles se destinará a reducir el coste del seguro por desempleo, quedando sólo dos tercios para sanear las finanzas públicas, el ejecutivo contempla redondear los ingresos con el recurso de las privatizaciones. Concretamente, se maneja la cifra de 54.000 millones hasta 2009. Esta vía no ha sido del agrado del Bundesbank, cuyo presidente Axel Weber manifestó su preferencia por utilizar el control del gasto frente al énfasis privatizador.

Las restantes políticas anunciadas son menos ambiciosas. El gobierno se ha comprometido a un programa de inversión pública de 35.000 millones de euros en los cuatros próximos años. Se amplía el periodo de prueba de los nuevos contratados hasta los 24 meses, frente a los nueve meses actuales. Se reduce moderadamente el seguro de empleo (aunque las prestaciones de los parados de los *länder* del Este se mejoran). Finalmente, se aumentará la edad de jubilación a partir de 2012 a fin de alcanzar los 67 años en 2037.

Cuando se trata de explorar las consecuencias de este conjunto de medidas sobre la incipiente recuperación con la que el gobierno de Merkel se ha encontrado, se plantea como principal interrogante sus efectos sobre la demanda interna, toda vez que el sector exterior del primer país exportador mundial seguirá, previsiblemente, capitalizando un entorno internacional favorable en términos generales.

Hasta la fecha, la recuperación se ha basado en un canal de transmisión clásico: cuando el crecimiento de la demanda externa alcanza un ritmo suficiente, las empresas alemanas vuelven a invertir. Nada en la actuación gubernamental apunta a cambios relevantes en este frente. Según la mayoría de analistas, tanto la inversión en bienes de equipo como las exportaciones se acelerarán respecto a los satisfactorios niveles alcanzados en 2005.

En cambio, mucha más incertidumbre rodea la evolución del consumo privado. En la mayoría de escenarios que manejan los analistas, el impacto esperado es que el consumidor adelante a 2006 parte de sus decisiones de gasto a fin de anticiparse al incremento del IVA. De esta manera, a lo largo de 2006 el ritmo de crecimiento del consumo se aceleraría levemente. Con todo, dado que se espera una escasa mejoría en los fundamentos del consumo, el dinamismo alcanzado sería limitado. En resumen, 2006 nos ofrecerá, previsiblemente, una Alemania en mejor forma, creciendo por encima del 1,5% gracias al binomio exportación-inversión. No obstante, ¡qué lejos sigue quedando esta economía de su histórico papel de locomotora europea!

ción alcista de la energía. No obstante, el escaso dinamismo de la demanda interna ha actuado como freno a la plena traslación de estas tensiones a los precios de consumo, que repetían en noviembre el 2,3% interanual.

Finalmente, cabe destacar que la tasa de paro sigue sin alejarse de los niveles relativamente elevados de los últimos meses. En noviembre, la tasa de paro se situó en el 11,5% de la población, una cifra que aunque representa una reducción de una décima porcentual respecto a octubre es

La inflación se mantiene contenida, aunque las presiones que acumulan los precios de producción son una amenaza latente.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004	2005				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	–0,2	1,1	0,5	0,6	0,7	1,4	–	...
Ventas al por menor	–0,5	1,1	1,4	0,6	2,1	0,1	–1,1	...
Producción industrial	0,1	2,4	1,4	1,9	1,9	2,9	4,0	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	91,7	95,7	95,0	95,2	93,3	95,3	98,8	97,8
Tasa de paro (**)	10,5	10,5	10,8	11,7	11,7	11,6	11,6	11,5
Precios de consumo	1,0	1,7	2,0	1,7	1,7	2,1	2,3	2,3
Balanza comercial (***)	130	149	155	157	154,4	157,2	159,6	...

NOTAS: (*) Valor.
(**) Porcentaje sobre población activa.
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

En Francia, la positiva sorpresa del crecimiento del tercer trimestre no despeja la impresión de que la economía necesita unos cimientos más sólidos para beneficiarse de una reactivación fuerte.

La principal preocupación estriba en una evolución del consumo poco satisfactoria, aunque la baja inflación puede representar un apoyo al gasto de los hogares.

siete décimas peor que la que se registraba un año antes.

Francia: mejoría sin bases sólidas

La economía francesa superó las previsiones al crecer un 1,8% interanual en el tercer trimestre, siete décimas más que en el segundo trimestre. Y todo apunta a que la recuperación está encarrilada. No obstante, las bases del crecimiento galo no acaban de ser suficientemente sólidas.

A pesar del repunte coyuntural del consumo interno de noviembre (aumento del 3,2% interanual), la principal rémora es que el consumidor no acaba de despejar sus dudas. En los dos meses de octubre y noviembre su confianza se ha reducido en tres puntos, en gran medida por la degradación del componente de situación futura. Una derivada lógica que integra un mercado de trabajo poco favorable (la tasa de paro sigue muy cerca del 10% hasta octubre) y el impacto incierto en las rentas futuras de una moderada rebaja fiscal que no será plenamente apreciable hasta 2007.

En este contexto, no deja de ser positiva la evolución de la inflación, que evita una laminación excesiva de las rentas reales.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004	2005				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,9	2,1	2,0	1,8	1,1	1,8	–	...
Consumo interno	1,9	3,3	4,0	3,2	1,2	4,4	2,0	3,2
Producción industrial	–0,4	1,8	1,5	0,7	–0,5	0,3	–1,4	...
Tasa de paro (*)	9,8	10,0	10,0	10,1	10,2	9,9	9,7	...
Precios de consumo	2,1	2,1	2,1	1,6	1,6	1,9	1,8	1,6
Balanza comercial (**)	0,2	–0,1	–0,5	–1,0	–1,5	–1,8	–1,9	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

En noviembre, el IPC se situó en el 1,6% interanual, una caída de dos décimas porcentuales respecto a octubre. La falta de tensionamiento inflacionista se registra especialmente cuando se descuentan los elementos más volátiles del índice, incluyendo la expansiva energía. La tasa resultante se ha mantenido alrededor del 1% interanual entre septiembre y noviembre.

Las dudas sobre la solidez del repunte económico galo se extienden a la evolución de los diferentes sectores. La producción industrial, tras dos meses de tibia recuperación, ha vuelto a la zona de los descensos interanuales (caída del 1,4% en octubre). Los servicios han perdido parte de su impulso, según se desprende del retroceso de la confianza del sector terciario en noviembre. Y tampoco acaba de despejarse la incógnita sobre el pulso real de la construcción, sector en que coexisten señales de repunte contemporáneo y de estancamiento en el futuro.

Italia: crecimiento mínimo

Italia creció un modesto 0,1% interanual en el tercer trimestre (0,2% interanual en el trimestre precedente). Se trata de un avance mínimo del PIB que pone de relieve las dificultades que afronta la economía italiana para recuperar el dinamismo. De entrada, la demanda interna sigue sin exhibir una clara reactivación. Aunque el consumo privado ha empezado a levantar cabeza (aumento del 1,4% interanual, frente al 1,0% anterior), el estancamiento del consumo público y la insuficiente recuperación de la inversión (creció un 0,2% interanual) restringen la recuperación.

Adicionalmente, la otrora vigorosa exportación italiana se muestra incapaz de aprovechar un entorno internacional positivo. En el tercer trimestre las exportaciones cayeron un 1,1% interanual, lo que combinado con un aumento de las importaciones del 2,6% provocó que la demanda externa drenase nada menos que un 1,1% a la variación del PIB. Excesivo lastre para una economía en mala forma.

Los escasos indicadores del cuarto trimestre no apuntan a mejoría significativa alguna. La confianza del consumidor, a pesar de un leve repunte en noviembre, sigue en una zona muy baja. La producción industrial, claramente orientada a la exportación, sufre de la debilidad de la demanda externa y se hunde con una caída del 1,6% interanual en octubre.

Y las perspectivas no son mejores: el indicador compuesto de indicadores adelan-

Ninguno de los grandes sectores de la economía francesa exhibe un momento de forma fuera de dudas.

La economía italiana crece un 0,1% en el tercer trimestre, consecuencia de la debilidad del pulso de la actividad y de la falta de rendimiento exportador...

...que está afectando de forma muy negativa a la industria, la cual sigue sin levantar cabeza en el cuarto trimestre.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004	2005				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,4	1,0	0,8	–0,3	0,2	0,1	–	...
Ventas al por menor	2,0	–0,4	–1,1	0,1	–1,2	0,3	...	...
Producción industrial	–0,5	–0,6	–2,0	–2,6	–1,2	–0,2	–1,6	...
Tasa de paro (*)	8,4	8,0	7,9	7,8	7,7	7,7	–	...
Precios de consumo	2,7	2,2	2,0	1,9	1,8	2,0	2,2	2,2
Balanza comercial (**)	4,1	2,0	–0,8	–1,9	–5,1	–7,0	–8,6	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

El gobierno británico revisa a la baja sus previsiones de crecimiento para 2006 y 2007, ratificando la incertidumbre que los indicadores ya habían anunciado para el futuro inmediato de la economía de Reino Unido...

...que sigue acusando el peor momento del consumo en años y que apenas recibe el alivio de un relativo relanzamiento de la exportación.

Los precios que no acaban de dar tregua y un paro que aún siendo bajo asciende paulatinamente.

tados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos cayó un 0,7% interanual en octubre, agravando el descenso interanual de septiembre. Todo ello deja como única noticia positiva la ausencia de aceleración en los precios de consumo, que se mantuvieron en los meses de octubre y noviembre en el 2,2% interanual.

Reino Unido: deterioro de perspectivas

Gordon Brown, ministro de Economía británico y futuro *premier*, oficializó el pasado 5 de diciembre lo que los datos habían señalado meses atrás: la economía británica ha dejado atrás los momentos más dinámicos del ciclo y se adentra en una zona de incertidumbre. Con ocasión de la presentación del proyecto de presupuestos para 2006 ante la Cámara de los Comunes, Brown anunció que el crecimiento previsto para el presente año será del 1,75%, frente al 3,25% oficialmente anunciado anteriormente, y del 2,25% en 2006, medio punto por debajo de las previsiones gubernamentales anteriores. Cabe señalar que, a pesar de la rebaja en ambos casos, las previsiones del consenso de los analistas, incluyendo las nuestras, son inferiores a las oficiales.

Es el reflejo de una economía en la cual el consumo, antaño motor de la demanda interna, apenas avanza en la recta final de 2005, mientras la inversión, de lejos el principal aporte al crecimiento por parte de la demanda interna, empieza a mostrar signos de agotamiento. Así, la producción industrial de bienes de equipo ha pasado en sólo tres meses de incrementarse un 3,1% interanual en agosto al crecimiento nulo de octubre. En esta tesitura, la mejoría de las exportaciones, que ha permitido que el desequilibrio comercial se haya reducido levemente hasta octubre, ha sido recibida como agua de mayo.

No obstante, más atención se ha prestado a los malos indicadores de oferta, con una producción industrial que no crece en términos interanuales desde diciembre de 2004 y con el sector inmobiliario inmerso en una fase de atonía que ha provocado que el precio de la vivienda creciese en noviembre a su ritmo más bajo desde 1996.

Para completar el repaso al escenario económico británico se tiene que recordar que la inflación, sin estar en niveles alarmantes, aún crece un 2,3% interanual en noviembre y que la tasa de paro se ha ido alejando progresivamente de los mínimos históricos para acercar al 3% de la población activa (2,9% interanual en noviembre).

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004	2005				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	2,5	3,2	2,7	2,0	1,6	1,7	–	...
Ventas al por menor	3,0	6,2	4,7	2,8	1,3	0,9	1,6	2,2
Producción industrial	–0,5	0,8	0,1	–1,1	–1,6	–1,2	–1,7	...
Tasa de paro (*)	3,0	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9
Precios de consumo	2,8	2,2	2,3	2,2	2,2	2,4	2,4	2,3
Balanza comercial (**)	–46,8	–55,5	–59,8	–61,6	–62,5	–63,0	–62,6	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de libras esterlinas.
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

El BCE sube los tipos

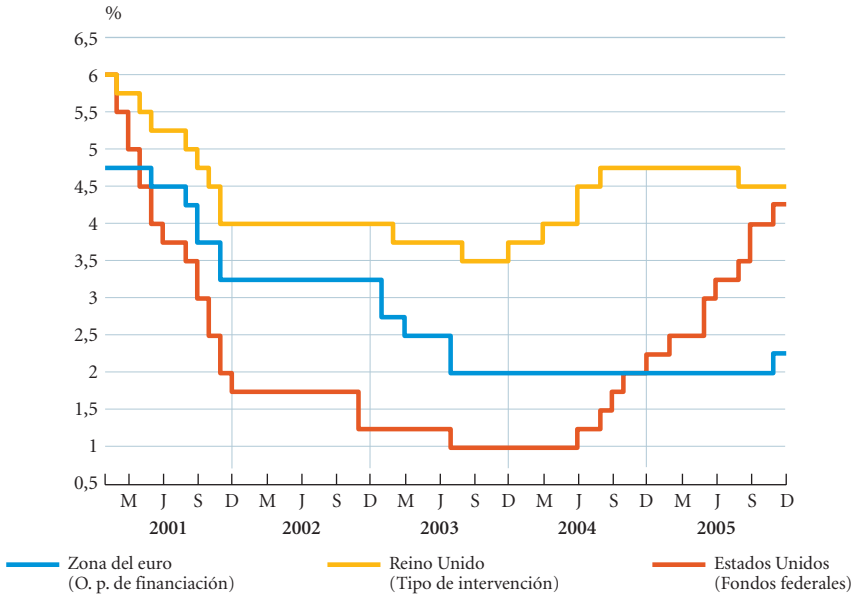
En diciembre se han producido numerosos movimientos en los tipos de interés oficiales de los países desarrollados, y todos al alza. El más significativo ha sido el efectuado por el Banco Central Europeo, que, tal como se esperaba, elevó sus tipos de interés de referencia por primera vez en cinco años al principio de diciembre. También la Reserva Federal continuó subiendo su tipo de interés oficial a mediados de diciembre, aunque apuntó a un próximo fin del ciclo alcista. Sólo Japón no ha movido ficha por el momento, manteniendo sus tipos de interés interbancarios cerca del 0%, pero probablemente esto cambiará en 2006. Los bancos centrales han reaccionado a un cambio de escenario en los últimos años que ha puesto en primer plano a los riesgos inflacionistas, derivados del relanzamiento de la economía global y del encarecimiento de las materias primas.

El día 1 de diciembre el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió aumentar sus tipos de interés directores en 25 puntos básicos. De este modo, el tipo de interés de referencia pasó al 2,25% desde el 2% en que se mantenía desde junio de 2003, nivel mínimo histórico. El BCE hizo gala de su independencia con esta medida, pues hasta el último momento se vio presionado fuertemente para que mantuviese o bajase su tipo de

El Banco Central Europeo eleva el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 2,25% después de dos años y medio de mantenerlo en el 2%...

EL BANCO CENTRAL EUROPEO Y LA RESERVA FEDERAL ELEVAN TIPOS EN DICIEMBRE

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

interés por parte de muchos gobernantes de la eurozona e incluso de organizaciones internacionales.

...alza a la que seguirán probablemente otras en 2006.

El BCE justificó esta medida para que se mantuviesen contenidas las expectativas de inflación a medio y largo plazo. El presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, aclaró en la rueda de prensa posterior al Consejo del día 1 de diciembre que no había ningún plan de nuevas alzas de los tipos de interés al estilo de la Reserva Federal, pero que el BCE se mantendría vigilante. No obstante, en la semana siguiente dirigentes del Consejo como Mersch y del Comité Ejecutivo como Bini Smaghi dieron mensajes de tono alcista, sugiriendo que el BCE podría volver a subir sus tipos de interés en cualquier momento, si las circunstancias lo requerían. Asimismo, se remarcó que la liquidez seguía siendo muy amplia en el área del euro. De hecho, los préstamos al sector privado crecieron el 8,8% en los doce últimos meses hasta octubre, mostrando una tendencia creciente.

La Reserva Federal sugiere que el fin de su ciclo alcista está próximo.

El BCE publicó las nuevas proyecciones de crecimiento e inflación que vienen apareciendo con carácter trimestral. Así, para 2006 estimó un aumento del producto interior bruto de la eurozona en un rango del 1,4%-2,4%, con un leve incremento respecto a las anteriores, situando las nuevas para 2007 en la misma banda. En cuanto a la inflación, las proyecciones para 2006 se colocaron en el 1,6%-2,6% y para 2007 en el 1,4%-2,6%, con el punto central en el 2%, el objetivo límite de inflación. No obstante, el BCE subrayó los riesgos inflacionistas. En este marco, el euríbor a doce meses, que se había situado en el 2,68% en promedio mensual en noviembre anticipando la subida del BCE, se situaba en torno al 2,8% en la cuarta semana de diciembre. De esta forma, el mercado descontaba nuevas alzas del tipo de interés de referencia del BCE hasta por lo menos el 2,75% en 2006, lo que parece razonable.

Otros bancos centrales suben sus tipos de interés oficiales en diciembre.

En Estados Unidos, la Reserva Federal aumentó su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos por decimotercera vez consecutiva hasta el 4,25%, tal como estaba previsto. La novedad la constituyó la redacción del comunicado de prensa que suele acompañar a las decisiones de política monetaria. En esta ocasión desapareció la mención a que la relajación monetaria podía ser eliminada a un ritmo moderado. Esto fue interpretado como un anuncio de que el ciclo alcista de tipos de interés se acerca a su final. No obstante, la nota añadía que probablemente todavía sería necesaria alguna vuelta de tuerca restrictiva en función de los nuevos datos económicos.

De esta forma, los operadores esperan que la Fed eleve de nuevo el tipo de interés de referencia al principio de febrero, la última reunión de la era Greenspan, y probablemente también en la siguiente de marzo, pues Ben Bernanke, el nuevo presidente de la Fed, querrá acreditar su reputación antiinflacionista. De este modo, el techo se situaría en el 4,75%, como preveíamos desde hace meses.

Por otro lado, como se mencionaba más arriba otros bancos centrales retocaron sus tipos de interés al alza en diciembre. El día 1 el Banco de Dinamarca subió en 25 puntos básicos sus tipos de interés rectores, de manera que la tasa de descuento se situó en el 2,25% y el tipo de los préstamos a 14 días en el 2,40%. El día 6 el Banco de Canadá también elevó sus tipos de interés oficiales en un cuarto de punto, situando el tipo diario en el 3,25%. El día 8 el Banco de Nueva Zelanda incrementó su tipo oficial también en 25 puntos básicos hasta el 7,25%, el más elevado de los países desarrollados actualmente, y el mismo día Corea del Sur aumentó su tipo de referencia hasta el 3,75%. Finalmente, el día 15 el Banco de Suiza subió su banda objetivo en un cuarto de punto hasta el 0,50%-1,50%.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2004									
Noviembre	2,05	2,17	2,33	1,92	2,31	0,09	4,75	4,88	0,75
Diciembre	2,07	2,17	2,30	2,25	2,50	0,09	4,75	4,87	0,75
2005									
Enero	2,06	2,15	2,31	2,25	2,66	0,10	4,75	4,87	0,74
Febrero	2,06	2,14	2,31	2,50	2,82	0,10	4,75	4,89	0,75
Marzo	2,05	2,14	2,34	2,59	3,03	0,09	4,75	4,99	0,75
Abril	2,05	2,14	2,27	2,75	3,15	0,08	4,75	4,94	0,76
Mayo	2,05	2,13	2,19	2,99	3,27	0,08	4,75	4,89	0,76
Junio	2,05	2,11	2,10	3,01	3,43	0,08	4,75	4,84	0,75
Julio	2,05	2,12	2,17	3,25	3,61	0,09	4,75	4,66	0,75
Agosto	2,05	2,13	2,22	3,43	3,80	0,09	4,53	4,59	0,76
Septiembre	2,06	2,14	2,22	3,60	3,91	0,09	4,50	4,60	0,76
Octubre	2,06	2,20	2,41	3,75	4,17	0,09	4,50	4,59	0,81
Noviembre (*)	2,06	2,36	2,68	4,00	4,35	0,09	4,50	4,62	0,95
Diciembre (1)	2,30	2,50	2,84	4,25	4,52	0,09	4,50	4,64	1,01

NOTAS: (*) Cifras provisionales.
(1) Día 26.
(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 6-3-03 (2,50%), 5-6-03 (2,00%), 1-12-05 (2,25%).
(3) Últimas fechas de variación: 2-2-05 (2,50%), 22-3-05 (2,75%), 3-5-05 (3,00%), 30-6-05 (3,25%), 9-8-05 (3,50%), 20-9-05 (3,75%), 1-11-05 (4,00%), 13-12-05 (4,25%).
(4) Últimas fechas de variación: 10-7-03 (3,50%), 6-11-03 (3,75%), 5-2-04 (4,00%), 6-5-04 (4,25%), 10-6-04 (4,50%), 5-8-04 (4,75%), 4-8-05 (4,50%).
(5) Tipo de interés interbancario de oferta.
FUENTES: Banco Central Europeo, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

El euro se recupera con el inicio del giro alcista del Banco Central Europeo

En el periodo enero-noviembre de 2005 el dólar se apreció el 4,2% frente a una amplia cesta de divisas apoyado por un diferencial de tipos de interés a su favor. De este modo, pudo sobreponerse a las presiones bajistas derivadas de un creciente déficit exterior. En las primeras semanas de diciembre, no obstante, al aparecer cercano el final del ciclo alcista de tipos de interés y al publicarse un déficit comercial récord a mediados del mes, tomó una senda descendente. Este movimiento podría trasladarse a 2006.

El euro cayó el 6,9% en los primeros once meses de 2005 respecto a las monedas de sus principales socios comerciales, afectado por el moderado crecimiento económico del área del mismo y porque el tipo de interés del Eurosistema se hallaba en niveles mínimos históricos. Sin embargo, después del comienzo del giro restrictivo de política monetaria al inicio de diciembre recobró un cierto vigor. Así, contra el billete verde volvió a recuperar la cotización de 1,20 dólares a mediados del mes.

Apreciación del dólar en 2005 apoyado por un diferencial de tipos de interés a su favor.

Por otra parte, la corona eslovaca se incorporó al Mecanismo de Tipos de Cambio II hacia finales de noviembre de 2005. De esta forma, se une a la corona danesa,

Incorporación de la corona eslovaca al MTC II.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Noviembre 2005

	Última sesión del mes		Datos mensuales				*Tipo de cambio 26-12-05*
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)	Tipo de cambio medio	% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2004	Anual	
Frente al dólar de EEUU							
Yen japonés	119,8	2,8	118,5	3,1	14,2	13,2	*116,4*
Libra esterlina (1)	1,729	–2,2	1,735	–1,7	–10,1	–6,8	*1,733*
Franco suizo	1,315	1,9	1,310	1,8	14,4	12,0	*1,314*
Dólar canadiense	1,167	–1,3	1,181	0,3	–3,0	–1,2	*1,167*
Peso mexicano	10,58	–2,0	10,67	–1,5	–4,7	–6,2	*10,68*
Índice efectivo nominal (4)	*112,4*	*0,3*	*112,7*	*0,8*	*3,4*	*2,3*	*111,7*
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,177	–2,1	1,179	–1,9	–12,1	–9,3	*1,186*
Yen japonés	140,8	0,8	139,6	1,1	0,3	2,6	*138,3*
Franco suizo	1,549	0,2	1,545	–0,3	0,6	1,5	*1,557*
Libra esterlina	0,682	0,8	0,679	–0,3	–2,3	–2,8	*0,683*
Corona sueca	9,527	–0,1	9,561	1,5	6,5	6,3	*9,460*
Corona danesa (3)	7,454	–0,1	7,460	0,0	0,3	0,4	*7,459*
Zloty polaco	3,909	–1,8	3,970	1,2	–4,0	–6,7	*3,842*
Corona checa	28,93	–2,2	29,27	–1,4	–4,5	–6,5	*28,93*
Forint húngaro	252,7	0,9	251,0	–0,3	2,1	2,3	*251,5*
Índice efectivo nominal (5)	*100,7*	*–0,8*	*100,7*	*–0,7*	*–6,0*	*–4,7*	*100,7*

NOTAS: (1) Unidades por libra esterlina.
(2) Los porcentajes de variación se refieren a las cotizaciones tal como aparecen en el cuadro.
(3) La corona danesa tiene una paridad central frente al euro de 7,46038 con una banda de fluctuación del ±2,25%.
(4) Índice efectivo nominal amplio del dólar de la Reserva Federal de Estados Unidos. Calculado como media ponderada del valor del dólar contra las 26 monedas de los países con mayor volumen de comercio con Estados Unidos. Base: 1-1997 = 100.
(5) Índice de tipo de cambio efectivo nominal del euro del Banco Central Europeo. Calculado como media ponderada del valor bilateral del euro contra las monedas de los 23 principales socios comerciales de la zona del euro. Base: I-1999 = 100.
FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

El yen marca el mínimo desde principios de 1986 en términos reales frente a un amplio conjunto de divisas.

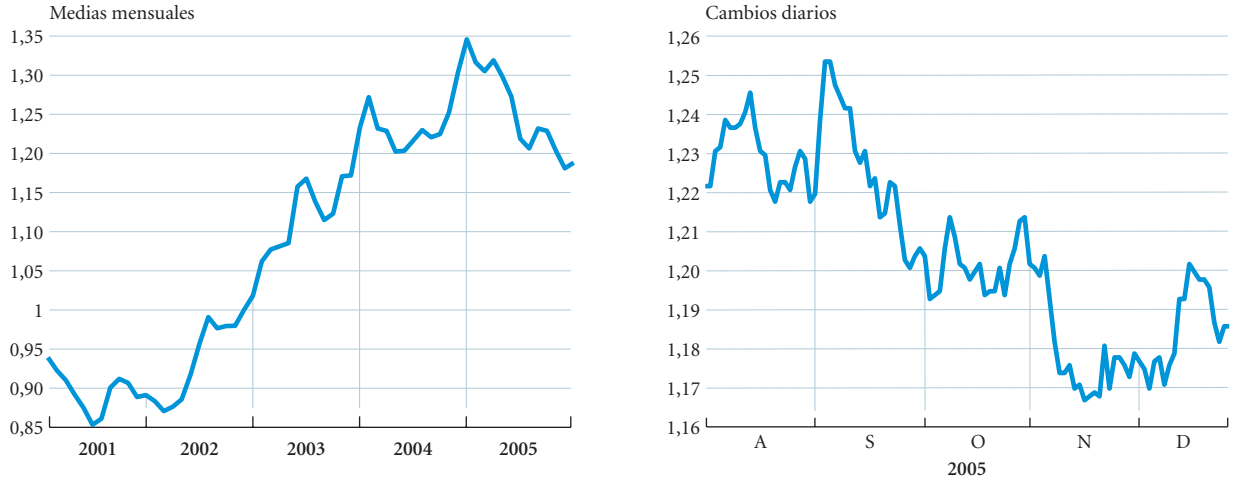
que se mueve en una banda de ±2,25% frente a su paridad central respecto al euro, y a la corona estona, la libra chipriota, el lat letón, el litas lituano, la lira maltesa y el tolar esloveno, que al igual que la moneda eslovaca oscilan en un rango del ±15%.

La libra esterlina presentaba una apreciación acumulada del 1,4% al final de noviembre en relación con un grupo extenso de monedas, habiendo perdido fortaleza una vez que el Banco de Inglaterra recortó su tipo de interés oficial en agosto hasta el 4,50%. En las primeras semanas de diciembre la divisa británica tendió a subir frente al dólar, mientras que se mantenía respecto al euro.

El yen se ha situado en los niveles mínimos desde principios de 1986 en términos reales efectivos, es decir, teniendo en cuenta los diferenciales de inflación. La debilidad de la divisa nipona es atribuible a los tipos de interés mínimos absolutos vigentes en el País del Sol Naciente, cercanos al 0% a corto plazo. En relación con el dólar el yen registró la cotización mínima de los últimos 32 meses en la segunda semana de diciembre y respecto al euro un mínimo histórico en la tercera semana del mes. No obstante, posteriormente re-

EL EURO REBOTA FRENTE AL DÓLAR

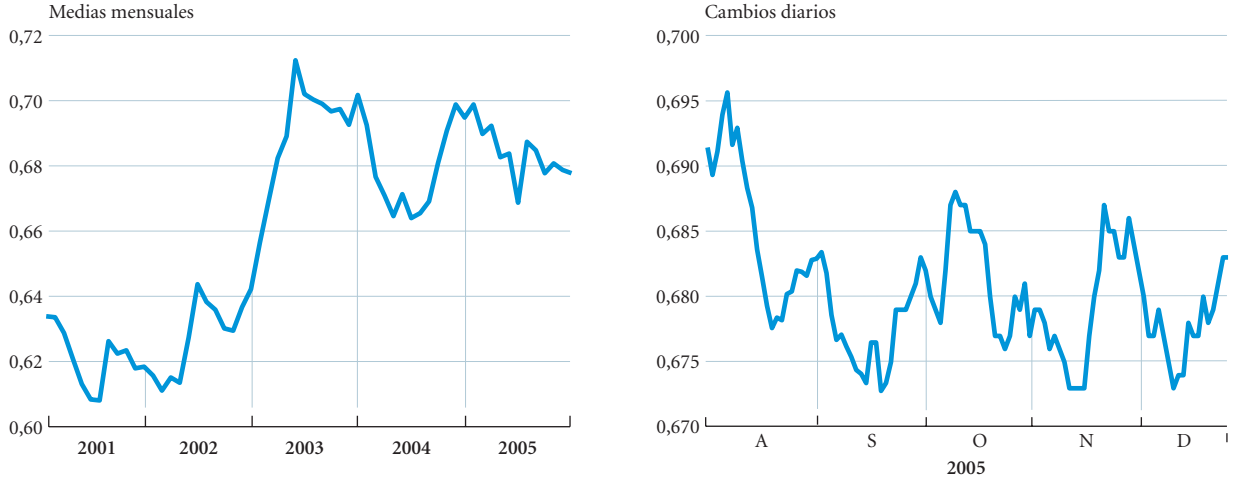
Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 26 de diciembre.
FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

ESTABILIDAD DE LA LIBRA ESTERLINA CONTRA EL EURO

Libras esterlinas por euro



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 26 de diciembre.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

montó posiciones beneficiándose del retroceso del dólar.

Leve baja de los tipos de interés a largo plazo

El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años ha experimentado ligeras fluctuaciones en las últimas semanas con la aparición de distintos indicadores macroeconómicos y la variación de las expectativas de los tipos de interés de la Reserva Federal. Así, se ha producido una estabilización de las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo al intuirse bastante próximo el final de la escalada del tipo oficial de la

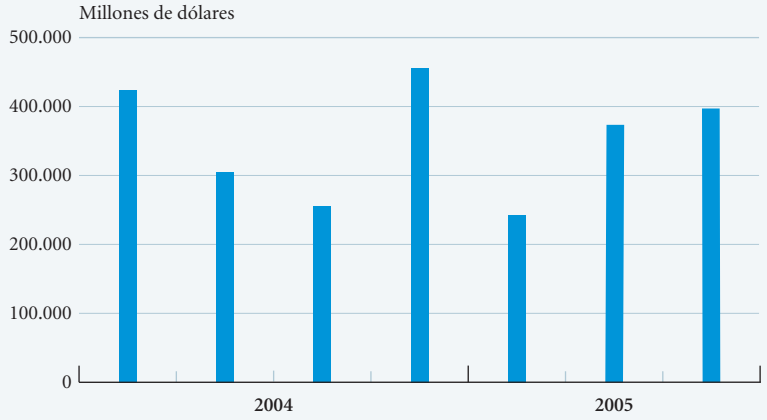
EEUU, o el insaciable apetito por el ahorro internacional

La expansión de la economía mundial en 2006 se seguirá basando en dos grandes motores: la economía de Estados Unidos y la de Asia, encabezada por China. Y, al igual que ha sucedido en los últimos años, con un patrón de crecimiento muy distinto. En Estados Unidos el fuerte gasto de consumo genera un creciente déficit exterior que se convierte en una poderosa fuente de demanda mundial. Por el contrario, las economías asiáticas fundamentan su crecimiento en la exportación, de manera que sus balanzas de pagos corrientes son fuertemente excedentarias. Este desequilibrio comercial tiene como contrapartida unos intensos flujos financieros. El déficit de ahorro de Estados Unidos se cubre con unas enormes entradas de capitales que provienen en gran medida precisamente de las mencionadas economías asiáticas. Desde hace tiempo, organismos internacionales, analistas y entidades privadas se preguntan hasta qué punto es sostenible este modelo de crecimiento y qué pasaría si el flujo de ahorro sufriera una alteración importante. ¿Qué dicen los datos?

La balanza de pagos de Estados Unidos correspondiente al tercer trimestre de 2005 muestra que, en dicho periodo, las entradas netas de capitales en Estados Unidos ascendieron a 396.919 millones de dólares, con un 56% de aumento en relación con los mismos meses de 2004 y con un incremento del 6% respecto al trimestre anterior. Este volumen de fondos superó ampliamente el déficit por cuenta corriente del mismo periodo, cifrado en 195.821 millones de dólares. De este modo, después del fuerte descenso de los flujos entrantes en el primer trimestre parece que se ha producido una recuperación. No hay problema, de momento. Pero es necesario un análisis más detallado de los componentes de los movimientos de capitales para tener una idea más clara de la situación, ya que, por ejemplo, el capital a corto plazo suele ser más volátil.

RECUPERACIÓN DE LAS ENTRADAS DE CAPITALES EN ESTADOS UNIDOS EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES

Compras netas de activos en Estados Unidos por parte de no residentes



FUENTE: Bureau of Economic Analysis.

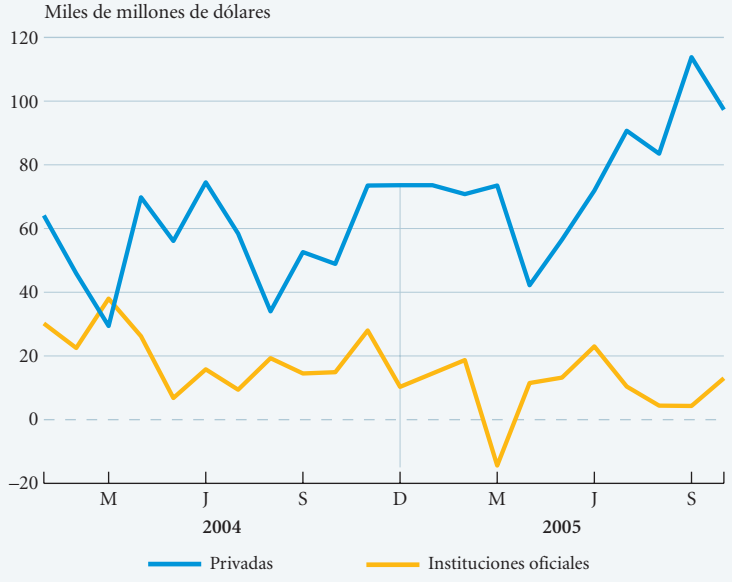
Los datos muestran que la financiación a largo plazo sigue fluyendo hacia la economía norteamericana. Es cierto que las compras de activos americanos por parte de bancos centrales extranjeros en enero-septiembre se han reducido a la mitad en relación con los mismos meses de 2004. Así, en el tercer trimestre totalizaron 38.394 millones de dólares, frente a 75.792 millones en el mismo periodo del año precedente. Es remarcable que las com-

pras netas de deuda del Tesoro por parte de los bancos centrales extranjeros sólo ascendieron a 9.651 millones de dólares en el tercer trimestre de 2005 frente a 55.357 millones en el mismo periodo de 2004. Sin embargo, la tendencia a la disminución de las compras de bonos del Tesoro por parte de los bancos centrales sólo ha remitido ligeramente en los últimos meses, a juzgar por los datos de la Reserva Federal, que alcanzan hasta mediados de diciembre. Esto ha sido compensado parcialmente con el aumento, en 2005, de las compras oficiales de bonos de agencias garantizados por el gobierno de Estados Unidos.

Al mismo tiempo, las entradas de capitales en Estados Unidos procedentes del sector privado siguen boyantes. La inversión directa, que persigue el control de las sociedades objeto de inversión, creció el 17% en los primeros nueve meses de 2005 en relación con el mismo periodo del año anterior, superando en el tercer trimestre el bache experimentado en el segundo. Mayor importancia cuantitativa supusieron las compras netas de deuda del Tesoro, que ascendieron el 39%, y de otros valores, que subieron el 68%. De hecho, en octubre, de acuerdo con datos más recientes del Tesoro de los Estados Unidos, las compras de activos financieros norteamericanos a largo plazo por parte del sector privado extranjero casi duplicaron las correspondientes al mismo mes de 2004.

LAS COMPRAS DE ACTIVOS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES DISMINUYEN EN 2005

Inversión neta en cartera del exterior en EEUU por naturaleza del comprador



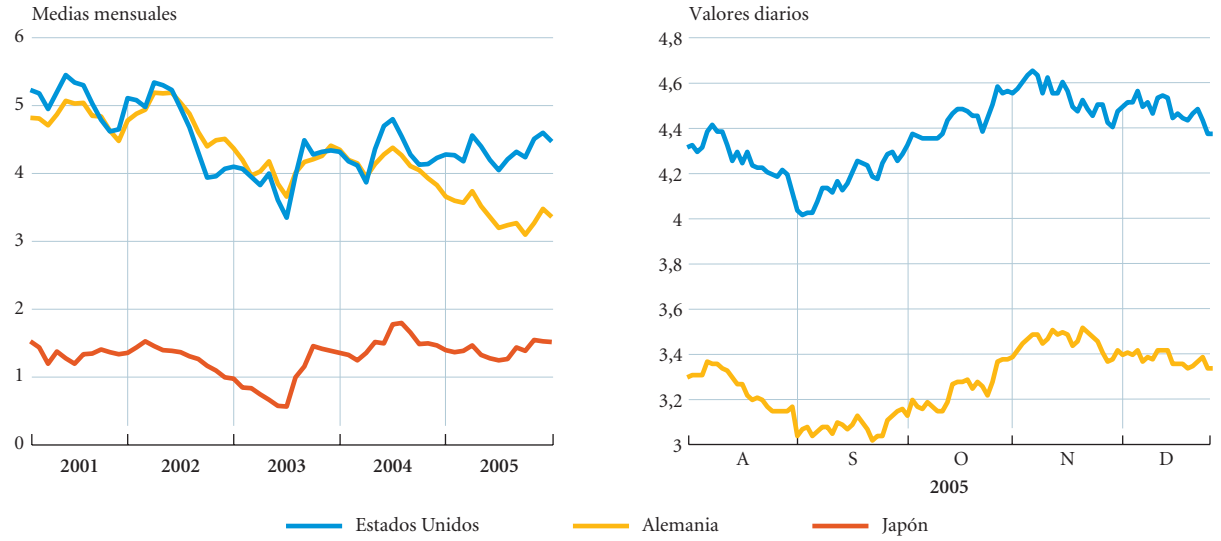
FUENTE: Department of the Treasury.

Otro aspecto a seguir en 2006 será el papel que puedan jugar los petrodólares. Se trata de las inversiones exteriores de los países exportadores de petróleo, que en los últimos años han aumentado extraordinariamente sus ingresos con el espectacular encarecimiento del oro negro. De acuerdo con datos del Banco de Pagos Internacionales, que llegan hasta la mitad de 2005, el ciclo alcista del precio del crudo actual se diferencia del de finales de los setenta en que hay más diversificación por instrumentos y países de las inversiones exteriores de los países exportadores de petróleo. Así, los depósitos, con ser importantes, han disminuido su peso relativo. De esta forma, las inversiones regionales han cobrado importancia, y bolsas de la zona de Oriente Medio están experimentando un auténtico boom. Rusia, por otro lado, manifiesta su inclinación por el euro.

De este modo, para 2006 se plantean algunos interrogantes. En primer lugar, se prevé que los países exportadores de petróleo ganen peso en las inversiones financieras mundiales por los elevados precios del crudo y no está claro que apuesten por el dólar. Con todo, el diferencial de tipos de interés de Estados Unidos, un factor importante para los movimientos de capitales, prevemos que se mantendrá sensiblemente a favor del dólar con relación al euro y al yen. Por tanto, los activos financieros norteamericanos seguirán gozando probablemente del favor de los inversores, aunque posiblemente en menor medida por la perspectiva de un estrechamiento del diferencial de tipos de interés y por el efecto que en 2005 han tenido las repatriaciones de beneficios debido a las disposiciones de la legislación norteamericana. En cualquier caso, a medio plazo se impone un ajuste para corregir el exceso de gasto de la economía de Estados Unidos, que implica un mayor ahorro por parte de las familias norteamericanas y del sector público, y una significativa depreciación del billete verde, especialmente contra las principales divisas asiáticas.

EL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO ENTRE EL DÓLAR Y EL EURO SE REDUCE EN DICIEMBRE

Rentabilidad de los bonos públicos a 10 años, en porcentaje anual



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 26 de diciembre.
FUENTES: Banco de España y Thomson Financial Datastream.

Prosigue el aplanamiento de la curva de tipos de interés en Estados Unidos.

Fed. De esta manera, en la cuarta semana de diciembre el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años se situaba en torno al 4,4%, ligeramente por debajo del nivel de junio de 2004, cuando empezó la restricción monetaria.

En 2006 los tipos de interés a largo plazo probablemente subirán moderadamente. Por otro lado, se constata el progresivo aplanamiento de la curva de tipos de interés norteamericanos, que se sitúa cerca de la inversión (cuando los tipos de interés a corto plazo superan a los de largo plazo).

La rentabilidad de los bonos del Estado alemanes a 10 años ha descendido ligeramente en las primeras semanas de diciembre. No obstante, el diferencial a largo plazo entre el dólar y el euro ha vuelto a estrecharse. A medio plazo debería pro-

ducirse una mayor aproximación entre los rendimientos de los bonos estadounidenses y europeos al reducirse la brecha entre las tasas de crecimiento económico.

La mayoría de las bolsas presentan grandes plusvalías cerca del final del año

Próximo el cierre del ejercicio la mayoría de las bolsas ostentan brillantes ganancias, mayores de lo previsto al principio del año en muchos casos. Este buen comportamiento se ha sustentado sobre todo en unos resultados empresariales buenos, con un crecimiento mayor de lo esperado. Las empresas han podido hacer frente al encarecimiento del petróleo y otras materias primas gracias a la moderación de los costes salariales y al aumento de la productividad. Otro factor importante que ha contribuido favorablemente al impulso de las cotizaciones ha sido la gran liquidez existente a causa de las políticas monetarias relajadas prevalecientes. Esto también ha favorecido el dinamismo de las adquisiciones de sociedades, con el consiguiente impacto positivo en los mercados de valores. Así, numerosos índices han alcanzado en 2005 máximos históricos o de los últimos años.

En cuanto a las perspectivas bursátiles para 2006, aunque el panorama empresarial sigue siendo positivo, no cabe esperar las extraordinarias alzas de los índices de 2005 puesto que probablemente el aumento de los beneficios se desacelerará, dado que los precios energéticos seguirán en niveles altos. Además, progresivamente se drenará la gran liquidez existente y se elevarán en cierta medida los tipos de interés. Con todo, 2006 puede ser el cuarto año consecutivo de aumentos bursátiles.

El crecimiento de los beneficios por encima de lo esperado y una gran liquidez impulsan a las bolsas en 2005.

El panorama bursátil para 2006 no se presenta tan positivo.

En Estados Unidos, cerca del fin del ejercicio los principales índices mostraban modestos avances sobre diciembre de 2004. Factores diferenciales frente al resto de las bolsas han sido la sobrevaloración relativa que presentaban al principio de 2005 y los sucesivos aumentos de los tipos de interés de la Reserva Federal a lo largo del año. Por sectores, los resultados han sido dispares. Las mayores ganancias corresponden al sector energético, favorecido por los altos precios del crudo. En el lado contrario, las compañías de telecomunicaciones y de consumo cíclico registraban las mayores pérdidas.

El índice DJ Eurostoxx 50, que incluye a las mayores empresas de la zona del euro, en la cuarta semana de diciembre lograba situarse en la cota máxima desde mayo

Brillantes ganancias de las bolsas europeas en 2005.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Deuda pública a 10 años, media del periodo, en porcentaje anual

	2003	2004	2005					
			I	II	III	Octubre	Noviembre	26 diciembre
Estados Unidos	4,04	4,31	4,34	4,21	4,25	4,50	4,59	4,38
Japón	0,99	1,50	1,41	1,28	1,36	1,54	1,52	1,52
Alemania	4,10	4,07	3,63	3,35	3,19	3,26	3,47	3,34
Francia	4,13	4,10	3,64	3,38	3,23	3,29	3,49	3,36
Italia	4,24	4,24	3,75	3,53	3,40	3,45	3,66	3,55
España	4,12	4,10	3,63	3,36	3,18	3,27	3,48	3,32
Reino Unido	4,53	4,93	4,72	4,50	4,32	4,40	4,36	4,18
Suiza	2,47	2,57	2,15	2,04	1,90	1,93	2,18	1,99

FUENTES: Banco de España, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

de 2002. Así, el índice DJ Eurostoxx 50 mostraba un aumento sobre diciembre superior al 20%. Las primeras posiciones de la clasificación por ganancias en 2005 estaban ocupadas por las bolsas alemana, holandesa y francesa entre los principales mercados.

El IBEX 35 marca una subida anual superior al 15%.

La bolsa española acusó en diciembre la negativa valoración por el mercado de la compra de la empresa O2 por parte de Telefónica y la incertidumbre creada en Bolivia tras la victoria presidencial de Evo Morales. Sin embargo, gracias a una espectacular expansión de los beneficios empresariales lograba una revalorización acumulada del 18% en la cuarta semana de diciembre.

Espectacular recuperación de la bolsa japonesa, que vuelve a los niveles de octubre del año 2000.

Fuera de la eurozona, el índice Financial Times 100 de la Bolsa de Londres registró la cota máxima desde agosto de 2001 en la cuarta semana de diciembre. El índice SMI de la bolsa suiza en la segunda semana de diciembre marcó el nivel máximo desde mayo de 2001, encabezando las alzas entre las principales bolsas del Viejo Continente, con un incremento con relación a diciembre superior al 31%. Por otra parte, la bolsa revelación del año 2005 entre las más importantes ha sido la japonesa, alentada por los mínimos tipos de interés y la recuperación económica, con la contribución de un yen débil. De esta forma, el índice Nikkei 225 de la bolsa nipona anotaba en diciembre el máximo desde noviembre de 2000, con una subida respecto al final de 2004 del 40%.

Por lo referente a los mercados emergentes, algunos, como México, Brasil, Argentina, Corea del Sur e India anotaron má-

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

30-11-2005

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	*Cotización a 26-12-05*	
					% variación acumulada	*% variación sobre la misma fecha de 2002*
Nueva York						
Dow Jones	*10.805,9*	*3,5*	*0,2*	*3,6*	*0,9*	*29,1*
Standard & Poor's	*1.249,5*	*3,5*	*3,1*	*6,4*	*4,7*	*42,6*
Nasdaq	*2.232,8*	*5,3*	*2,6*	*6,5*	*3,4*	*64,4*
Tokio	14.872,2	9,3	29,4	36,5	40,2	*85,1*
Londres	5.423,2	2,0	12,6	15,3	16,2	*41,9*
Zona del euro	3.447,1	3,8	16,8	19,8	22,0	*46,6*
Francfort	*5.193,4*	*5,4*	*22,0*	*25,9*	*27,3*	*80,6*
París	*4.567,4*	*3,0*	*19,5*	*21,7*	*24,5*	*54,4*
Amsterdam	*418,8*	*6,2*	*20,3*	*24,2*	*26,2*	*34,2*
Milán	*25.909,0*	*3,4*	*10,1*	*15,8*	*14,1*	*51,2*
Madrid	*10.557,8*	*0,6*	*16,3*	*21,5*	*18,1*	*71,9*
Zurich	7.407,5	5,3	30,1	36,1	31,7	*58,5*
Hong Kong	14.937,1	3,8	5,0	6,2	6,7	*58,8*
Buenos Aires	1.554,7	–3,4	13,0	28,2	12,8	*198,8*
São Paulo	31.916,0	5,7	21,8	27,0	27,1	*194,2*

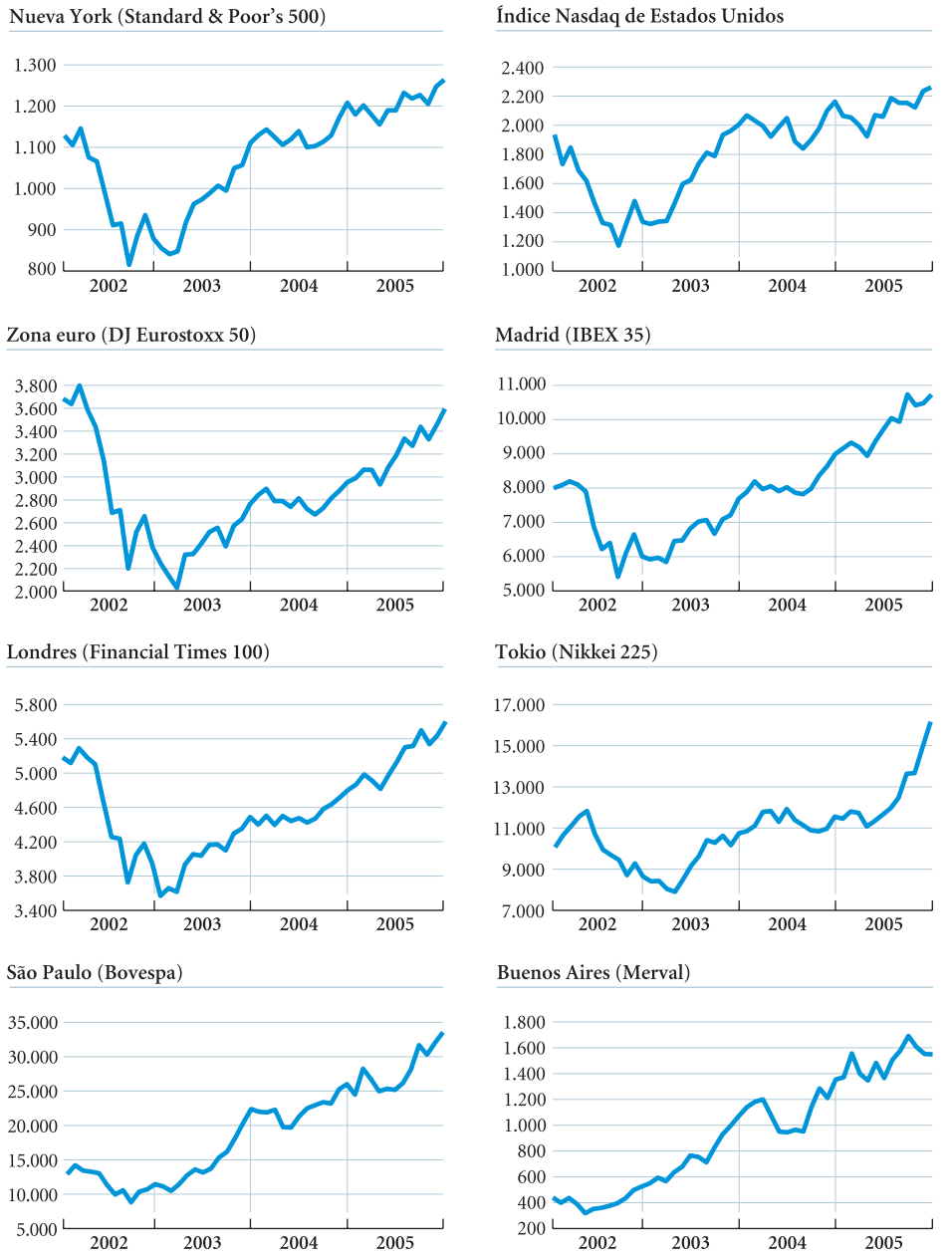
NOTA: (*) Nueva York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq Composite; Tokio: Nikkei 225; Zona del euro: DJ Eurostoxx 50; Londres: Financial Times 100; Francfort: DAX; París: CAC 40; Amsterdam: AEX; Milán: MIBTEL; Madrid: IBEX 35 de las bolsas españolas; Zurich: Swiss Market Index; Hong Kong: Hang Seng; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.
FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

ximos históricos en los últimos meses de 2005 reflejando el buen clima económico y los flujos de inversiones internacionales hacia estos países en busca de oportunidades de inversión. Así, numerosas bolsas de los mercados emergentes lograron importantes alzas en 2005, en algunos casos espectaculares.

Numerosos mercados emergentes registran máximos históricos.

BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes



NOTA: Diciembre 2005, día 26.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

El consumo privado y la construcción continúan apareciendo como los auténticos puntales del crecimiento en la recta final de 2005.

Se mantiene el dinamismo económico al final de 2005

En el tramo final de 2005, la economía española mantiene un ritmo de actividad muy alto, de acuerdo con la información coyuntural más reciente, aunque muy incompleta todavía. Se observa, en cualquier caso, que el consumo privado y la construcción continúan siendo los auténticos motores del crecimiento, con tendencia a moderarse ligeramente el primero y evidenciando todavía un gran dinamismo la segunda. Extrapolando las tendencias actuales, cabe esperar una suave desaceleración de la demanda nacional y una contribución algo menos negativa del sector exterior, que pueden marcar un ritmo expansivo del producto interior bruto (PIB) igual o ligeramente inferior al del tercer trimestre.

INDICADORES DE OFERTA

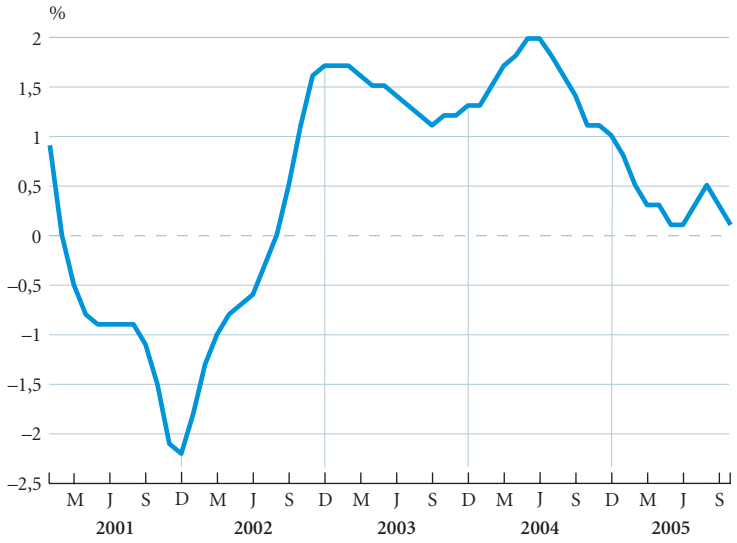
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	5,5	4,0	3,6	3,8	5,3	3,4	2,5	1,1	4,1
Índice de producción industrial (2)	1,4	1,6	2,2	0,4	0,3	0,1	0,6	–0,4	...
Indicador de confianza en la industria (3)	–0,9	–2,5	–2,7	–2,3	–3,3	–7,0	–4,7	–5,0	–5,0
Utilización capacidad productiva (4)	79,1	79,8	80,5	80,5	79,4	79,5	81,1	–	80,7
Importación bienes interm. no energ. (5)	6,2	6,6	6,0	4,7	0,7	3,6	0,6	–0,7	...
Construcción									
Consumo de cemento	4,8	3,8	3,7	3,8	–0,2	11,2	5,9	2,6	1,6
Indicador de confianza en la construcción (3)	10,3	13,6	16,0	24,0	23,7	15,0	22,7	23,0	39,0
Viviendas (visados obra nueva)	21,4	8,0	14,9	0,5	3,7	7,6	2,8	...	...
Licitación oficial	–10,9	17,9	65,5	37,7	5,8	36,6	2,2	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	5,7	5,5	4,4	5,5	4,1	5,4	4,4	3,3	...
Turistas extranjeros	–1,0	1,3	–1,5	8,6	7,4	4,6	7,0	4,6	7,7
Ingresos turismo	4,4	3,8	5,2	8,5	–0,8	–0,3	6,6	...	...
Mercancías ferrocarril (Tm-km)	1,7	–3,5	–8,5	–16,7	–14,3	–4,7	–2,3	27,9	...
Tráfico aéreo pasajeros	7,5	7,9	6,7	8,4	8,4	8,5	10,2	8,2	10,5
Consumo de gasóleo automoción	7,5	7,2	9,0	5,7	2,5	7,5	4,9	...	...

NOTAS: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.
(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.
(3) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.
(4) Encuesta de Coyuntura: porcentaje de utilización inferido de las respuestas.
(5) En volumen.
FUENTES: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

NO SE CONSOLIDA LA ANHELADA RECUPERACIÓN EN LA INDUSTRIA

Variación interanual del índice de producción industrial



NOTA: Serie de ciclo-tendencia corregida de diferencias de calendario.
FUENTES: INE y elaboración propia.

La excepción más acusada corresponde a la industria, que no ha podido consolidar la tímida recuperación iniciada hacia la mitad del ejercicio. El descenso del índice de producción en octubre (en torno al 0,4%) ha supuesto una nueva decepción, enfriando las expectativas de recuperación apuntadas. El hecho es que el indicador de confianza del sector permanece estancado en torno a 5 puntos negativos durante los últimos meses, moviéndose igualmente en un rango muy negativo las opiniones sobre la situación de la cartera de pedidos.

La industria textil y de la confección, cuero y peletería, junto a la de material electrónico (sujetas todas ellas a una fuerte competencia internacional) continúan siendo las ramas productivas más contractivas, con retrocesos acumulados de entre el 10% y el 15% hasta noviembre. De menor entidad, pero altamente significativo es el descenso cercano al 6% de la producción de vehículos a motor durante el periodo considerado. En sentido contrario, la industria editorial y la producción de productos metálicos figuran entre las escasas ramas productivas que han tenido una evolución positiva.

La atonía del sector industrial contrasta con el fuerte dinamismo de la construcción, que sigue en alza. Sin embargo, el perfil de crecimiento de algunos indicadores parece sugerir que se entrará en una etapa de mayor moderación dentro de unos meses. La desaceleración del crecimiento del consumo de cemento, el menor aumento del número de viviendas proyectadas y la moderación del incremento de la licitación oficial van en esta dirección, con independencia de los altos niveles de partida actuales.

Entre los sectores productivos, los servicios son los que más tiran de la actividad, destacando las tendencias fuertemente expansivas de las tecnologías de la información y la comunicación, el comercio y los servicios a empresas. También el tono del turismo ha mejorado considerablemente en la segunda mitad del año. Tras el balance altamente satisfactorio de la temporada estival (el total de visitantes y

La industria no consigue recuperar un mayor dinamismo, con algunos sectores, como el textil, la electrónica y la industria automovilística, en franco declive.

La construcción sigue en auge, pero la evolución de algunos indicadores anticipan un comportamiento más moderado en el futuro.

SE MODERA EL RITMO EXPANSIVO DEL CONSUMO DE CEMENTO

Variación interanual del consumo de cemento

NOTA: Serie de ciclo-tendencia.
FUENTES: Oficemen, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

los ingresos contabilizados en la balanza de pagos crecieron en torno a un 7% interanual durante el tercer trimestre), parece que dicha tónica se mantiene en la recta final del año.

Mejora apreciablemente la coyuntura turística en la segunda mitad de 2005.

De enero a noviembre, visitaron España cerca de 52,4 millones de turistas, batiendo nuevamente un récord histórico absoluto. Cataluña encabeza el ranking nacional, con cerca de 11,8 millones de visitantes (una cuarta parte del turismo receptor español), un 12,7% más que un año antes. La siguen Baleares, Canarias y Andalucía, que anotaron cifras algo inferiores (entre 7,5 y 9,5 millones de turistas), con porcentajes de aumento discretos en las comunidades balear y andaluza (alrededor del 1%) y de descenso en la canaria (1,6%). En estos once meses, el principal mercado emisor continuó siendo el Reino Unido, con cerca de 15 millones de turistas, casi un tercio de los que visitaron nuestro país. A continuación se sitúan Alemania y Francia (con 9,1 y 7,2 millones de personas, respectivamente).

El consumo y la inversión mantienen un pulso muy firme, pero tienden a moderar su ritmo expansivo en determinados segmentos.

Desde la perspectiva de la demanda, se observa que el consumo privado mantiene todavía un pulso muy firme. Algunos indicadores, como las importaciones de bienes, están en clara expansión, igual que los relativos al consumo de ciertos servicios (los transportes, el turismo interior y las telecomunicaciones, entre otros). Otros indicadores, en cambio, muestran una evolución mucho más moderada, como las compras al comercio minorista y, muy en particular, las ventas de automóviles de turismo, que han registrado un significativo retroceso en los últimos meses (6,8% interanual en octubre y noviembre).

Desde otra óptica, algunos indicadores cualitativos pintan un panorama contradictorio. El sentimiento de confianza de los consumidores permanece anclado en un nivel muy negativo en los últimos dos años, sin que guarde ello demasiada relación con el fuerte impulso que ha experimentado el consumo durante dicho periodo. Por contra, la confianza del co-

INDICADORES DE DEMANDA

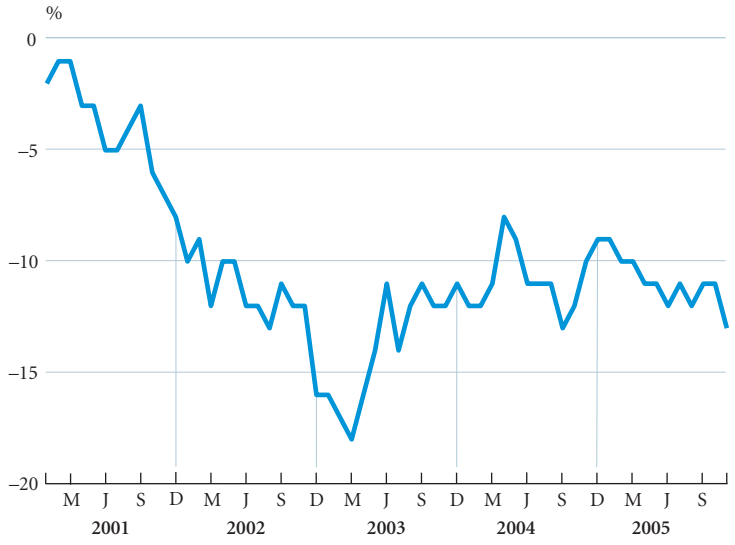
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	0,2	–0,2	0,1	0,1	0,1	1,1	1,5	0,2	...
Importación de bienes de consumo (**)	10,9	13,4	9,7	8,3	6,5	8,4	7,8	6,8	...
Matriculaciones de automóviles	3,8	9,8	5,3	4,7	–0,0	4,9	2,3	–9,6	–4,0
Crédito al consumo de bienes duraderos	1,6	5,5	4,4	9,2	8,8	...	...	–	–
Indicador de confianza de los consumidores (***)	–13,7	–10,8	–11,7	–10,3	–9,7	–11,3	–11,3	–11,0	–13,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	0,6	1,8	4,7	–1,7	–0,8	0,6	–1,5	–2,4	...
Importación de bienes de equipo (**)	14,8	14,9	19,2	29,0	28,6	36,0	13,5	–4,0	...
Matriculación de vehículos industriales	13,5	11,7	9,4	9,4	9,2	17,9	13,9	1,6	10,9
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	8,8	9,8	8,9	9,0	5,7	9,0	4,7	1,4	...
Exportaciones	6,9	5,2	6,7	4,3	–3,1	2,5	1,2	–2,4	...

NOTAS: (*) Filtrado de diferencias del calendario laboral.
(**) En volumen.
(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.
FUENTES: ANFAC, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea y elaboración propia.

EL DECAÍDO ÁNIMO DE LOS CONSUMIDORES NO SE CORRESPONDE CON EL AUGE DEL CONSUMO

Diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas



FUENTE: Comisión Europea.

mercio minorista ha mostrado una mejora más coherente en el transcurso de 2005. Por último, en lo referente a la inversión en bienes de equipo, la mayoría de indicadores registran tasas de crecimiento muy altas, pero con tendencia a desacelerarse.

Perspectivas de la economía española en 2006: horizonte despejado

El balance de la economía española en 2005 es claramente favorable en términos de actividad y empleo, pero los importantes desequilibrios que se han generado al unísono (el exceso de inflación y el creciente déficit exterior, en un primer plano) ensombrecen los resultados obtenidos y abren serios interrogantes sobre la idoneidad del actual patrón de crecimiento. ¿Cabe esperar entonces un repentino traspiés a corto plazo? Rotundamente no, dado que las causas que han impulsado el crecimiento de la economía española en los últimos años (los bajos tipos de interés, el fuerte aumento de la población activa alimentado por la inmigración y el efecto riqueza derivado principalmente de la revalorización de los activos inmobiliarios, entre otros) continuarán actuando a corto plazo. Abundando en ello, las tendencias de los principales indicadores de actividad apuntan a que la bonanza económica se prolongará como mínimo a lo largo de 2006. Este punto de vista es compartido por la mayoría de analistas económicos (tal como se refleja, por ejemplo, en el panel de previsiones de FUNCAS) y asumido por los principales organismos internacionales.

Tanto la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), como la propia Comisión Europea coinciden en prever que el PIB español crecerá un 3,2% en 2006, una décima menos que la previsión del Gobierno español, pero discrepan ligeramente en el crecimiento estimado para 2007. La Comisión Europea prevé que en dicho año el crecimiento se desacelerará dos décimas y en cambio la OCDE estima que retomará otra vez una senda ascendente (una décima más que en 2006) en base al renovado dinamismo de la demanda interna. Por otra parte, la Comisión prevé que se moderará el ritmo de creación de empleo, lo que no impedirá que la tasa de paro se sitúe muy cerca del 8% en 2007. Paradójicamente, la OCDE es más pesimista en esta materia. Según dicho organismo, la tasa de paro tenderá a estabilizarse en torno al 8,7%, considerando que las presiones sobre los salarios reales no se verán compensadas por el avance de la productividad.

La ampliación del agujero exterior es una preocupación compartida por ambos organismos. La OCDE estima que en 2007 el déficit por cuenta corriente rozará el 10% del PIB y la Comisión Europea calcula que sobrepasará el 9%, el peor dato, junto a Portugal y Letonia, en el marco de la Unión Europea ampliada. En materia de precios, existe también una total coincidencia en que, una vez absorbido el impacto del encarecimiento del petróleo, la tasa de inflación tenderá a moderarse gradualmente y caerá por debajo del 3% en 2007. Esta reducción es a todas luces insuficiente, ya que continúa invariable la diferencia existente con la media europea (por encima de un punto porcentual), que socava la competitividad de las exportaciones españolas.

Todo parece indicar pues que, a pesar de las reservas expresadas, 2006 será un año relativamente plácido. A corto plazo, los principales riesgos proceden del exterior. Si la recuperación de la economía europea no llega a cuajar, las exportaciones españolas no se recuperarán con la intensidad prevista, repercutiendo este hecho negativamente sobre la expansión económica y el ya de por sí abultado déficit exterior. En el plano interior, el fuerte endeudamiento de las familias (que se aproxima en estos momentos el 70% del PIB, el doble de hace ocho años) y la sobrevaloración del precio de la vivienda (del 24% al 31% en 2004 según el Banco de España) penden como una espada de Damocles sobre la economía española, aunque nada hace suponer que en el futuro inmediato la cuerda vaya a romperse. Tampoco parece probable que el incremento de los tipos de interés del eurosistema pueda perturbar el equilibrio actual, teniendo en cuenta la pauta de moderación adoptada por el Banco Central Europeo.

En definitiva, las perspectivas de la economía española continúan siendo muy favorables a corto plazo, pero el panorama se presenta más complicado para un periodo más largo, cuando los factores que han impulsado

CUADRO MACROECONÓMICO

Porcentaje de variación interanual, salvo indicación en contra

	2004	2005 (estimación de "la Caixa")	Previsiones					
			Ministerio de Economía y Hacienda	Comisión Europea		FUNCAS (consenso del panel de previsiones)	"la Caixa"	
			2006	2006	2007	2006	2006	2007
PIB por componentes								
Gasto en consumo nacional privado	4,4	4,4	3,6	3,9	3,3	3,9	3,7	3,2
Gasto en consumo nacional de las AA PP	6,0	4,7	4,6	5,3	5,3	4,7	4,4	4,3
Formación bruta de capital fijo	4,9	7,3	5,1	5,3	4,5	6,0	6,3	5,9
Bienes de equipo y otros	*4,0*	*8,5*	*7,0*	...	...	*7,2*	*6,6*	*4,6*
Construcción	*5,5*	*6,3*	*3,8*	...	...	*5,1*	*5,8*	*4,5*
Demanda nacional (*)	4,7	5,2	4,2	4,7	4,2	4,5	4,6	4,1
Exportación de bienes y servicios	3,3	0,5	3,2	1,7	2,0	2,7	2,8	4,0
Importación de bienes y servicios	9,3	7,6	6,2	6,4	5,6	6,9	7,3	6,5
Producto interior bruto	3,1	3,4	3,3	3,2	3,0	3,2	3,2	3,0
Mercado de trabajo								
Empleo (empleo equivalente a tiempo completo)	2,6	3,1	2,6	2,4	2,2	2,8	2,9	2,6
Paro (% sobre población activa)	11,0	9,1	9,5	8,5	8,1	8,4	8,4	8,2
Precios y costes								
Índice de precios de consumo	3,0	3,3	...	3,3	2,6	3,1	3,0	2,7
Coste laboral unitario	2,8	2,4	2,3	...	...	...	2,4	2,2
Sector exterior (% sobre PIB)								
Contribución al crecimiento del PIB	–1,6	–1,8	–1,1	–1,1	–1,1	–1,3	–1,4	–1,1
Saldo por cuenta corriente	–5,8	–7,4	...	–8,3	–9,1	–7,7	–7,3	–7,2
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación	–4,8	–6,4	–7,1	–7,3	–8,2	...	–6,4	–6,3
Sector público (% sobre PIB)								
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación	–0,1	0,6	0,2	0,1	–0,4	0,3	0,2	0,0
Deuda pública	46,6	44,3	43,0	41,9	40,7	...	...	...

NOTA: (*) Contribución al crecimiento del PIB.
FUENTES: INE, Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea, Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) y "la Caixa".

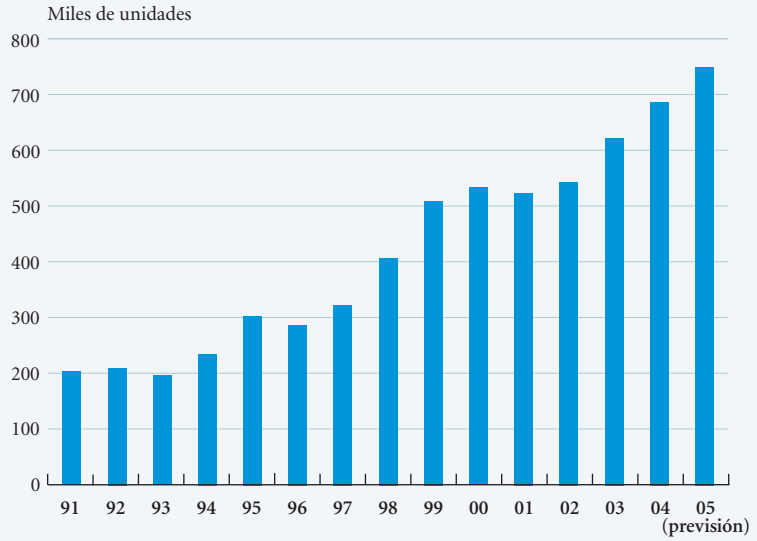
el fuerte crecimiento español de los últimos años vayan perdiendo intensidad. No parece probable, por ejemplo, que el extraordinario auge de la construcción –España se sitúa en estos momentos como el principal productor y consumidor de cemento en la UE– pueda prolongarse mucho más. En 2005, el número de viviendas iniciadas puede sobrepasar las 750.000 (batiendo nuevamente el récord histórico absoluto), tantas como las de Francia, Alemania y el Reino Unido juntas, pero la tendencia alcista de los tipos de interés, las menores entradas de inmigrantes y la caída de la inversión extranjera pueden contribuir a frenar en el futuro la euforia que se ha vivido en los últimos años. La senda más conveniente sería la de un aterrizaje suave o ajuste ordenado para adaptarse a la demanda prevista en los próximos años –que puede cifrarse entre 400.000 y 500.000 viviendas anuales, aten-

diendo a sus determinantes básicas: la evolución de la renta, la pirámide poblacional y la formación de nuevos hogares–. En principio, la moderación de los precios de las viviendas (el precio por m² aumentó un 13,2% en el tercer trimestre de 2005, casi 2,5 puntos porcentuales menos que durante los tres primeros meses del año) parece que va en esta dirección.

La desaceleración del precio de la vivienda contribuirá también en alguna medida a la moderación del consumo privado, teniendo en cuenta la relación existente entre la riqueza inmobiliaria y la propensión al consumo de las familias –el Banco de España estima que una variación del 10% en el precio de la vivienda implica un cambio en el consumo privado en la misma dirección equivalente al 0,8% del PIB–. Cabe esperar, por otra parte, que la evolución de los otros factores determinantes en las decisiones de gasto de las familias (principalmente el tipo de interés real y las rentas salariales) venga también a reforzar dicho efecto. En cualquier caso, el impacto en 2006 será muy limitado, pero puede cobrar intensidad a partir de 2007. Lo ideal sería que a partir de dicho momento la inversión en capital productivo y la exportación tomaran el relevo como motores del crecimiento de la economía. Por consiguiente, todo lo que se haga en apoyo de la internacionalización de la empresa, la mejora de la competitividad y la flexibilidad de la economía puede contribuir a atenuar en el futuro el impacto del agotamiento del ciclo expansivo actual.

CRECE ESPECTACULARMENTE EL TOTAL DE VIVIENDAS INICIADAS EN LOS ÚLTIMOS TRES AÑOS

Número de viviendas iniciadas cada año



FUENTES: INE y elaboración propia.

Mercado de trabajo

Solidez del empleo en los compases finales del año

El mercado de trabajo mantiene el tono robusto que ha venido mostrando a lo largo de 2005. La afiliación a la Seguridad Social continúa con el espectacular ritmo de crecimiento de meses anteriores a causa del empuje que ha provocado el proceso de regularización de extranjeros iniciado en febrero de este año. Descontando las altas que no son creación de empleo, sino afloración del preexistente, el crecimiento de la afiliación quedaría entre el 3,2% y el 3,8%, tasa también muy elevada y que tampoco representa debidamente la evolución del empleo a tiempo completo, que sería algo inferior.

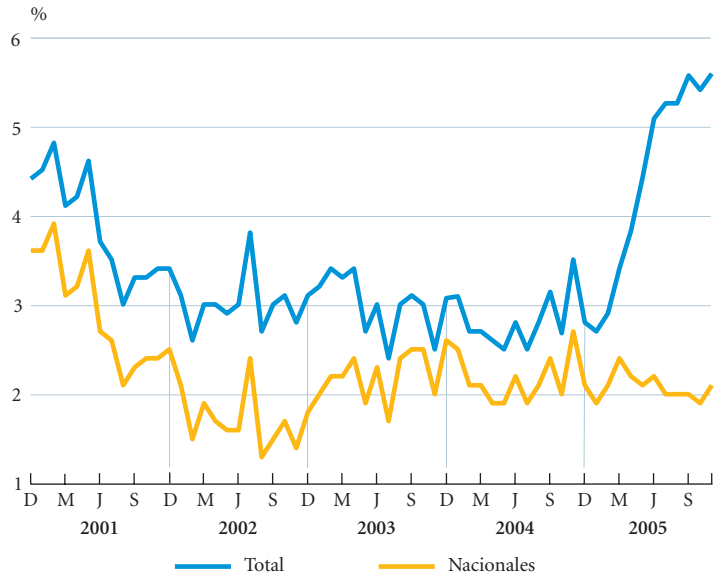
Pese a estas distorsiones, el incremento del empleo presenta, sin embargo, trazas de gran estabilidad, a tenor del ritmo de avance de las altas de trabajadores españoles que conforman el núcleo más estable de la ocupación. En efecto, el crecimiento de los afiliados de este colectivo quedó en el 2,1%, tasa prácticamente idéntica al valor de referencia a lo largo del año.

El empleo mantiene un crecimiento firme, con la construcción como soporte principal.

La positiva tónica del empleo queda corroborada también por los datos de la contabilidad nacional correspondientes al tercer trimestre de 2005. En efecto, el empleo mantuvo su aumento en el 3,2% del trimestre anterior y, por tanto, en cotas de máximos de los últimos años. La

LA REGULARIZACIÓN DE EXTRANJEROS DISTORSIONA LAS CIFRAS DE AFILIACIÓN

Variación interanual del número de afiliados en alta a la Seguridad Social por nacionalidad



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y elaboración propia.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Afiliados a la Seguridad Social									
Asalariados	3,2	2,7	2,6	3,1	2,8	4,2	5,9	6,1	6,3
Industria	*–0,5*	*–0,5*	*–0,6*	*–0,5*	*–0,9*	*–0,7*	*–0,2*	*–0,4*	*–0,4*
Construcción	*4,3*	*5,0*	*4,6*	*6,8*	*5,0*	*7,9*	*10,7*	*11,5*	*11,7*
Servicios	*4,1*	*4,1*	*4,0*	*4,4*	*4,5*	*5,1*	*5,6*	*5,6*	*5,9*
No asalariados	2,3	3,2	3,2	3,2	2,9	2,7	2,5	2,4	2,4
Total	**3,0**	**2,8**	**2,7**	**3,1**	**2,8**	**3,9**	**5,3**	**5,4**	**5,6**
Población ocupada (*)	**4,0**	**3,9**	**3,8**	**4,1**	**5,1**	**5,8**	**5,9**	**–**	**–**
Puestos de trabajo (**)	**2,5**	**2,6**	**2,6**	**2,8**	**3,0**	**3,2**	**3,2**	**–**	**–**
Contratos registrados (***)									
Indefinidos	–1,0	11,8	18,2	4,4	0,6	9,2	10,0	16,0	14,5
Temporales	3,9	11,4	14,7	4,0	–9,8	10,1	9,7	10,8	7,9
Total	**3,4**	**11,5**	**15,0**	**4,0**	**–8,8**	**10,0**	**9,8**	**11,2**	**8,5**

NOTAS: (*) Estimación de la encuesta de población activa.
(**) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.
(***) En el INEM.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Instituto Nacional de Empleo y elaboración propia.

El trabajo a tiempo parcial supone el 23% de los nuevos contratos.

fortaleza del empleo siguió sustentándose en el avance del sector de la construcción y, en menor medida, en la solidez relativa del empleo terciario, en particular, en los servicios no de mercado. La industria siguió con un tono de notable debilidad, aunque lejos ya de la situación de ajuste de 2004.

La misma línea positiva señalan las cifras de contrataciones registradas a través de las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo. En el conjunto de los once primeros meses, los contratos registrados aumentaron un 4,3%, con un tono más dinámico de los indefinidos que de los temporales, pese a ser éstos mayoría. El trabajo a tiempo parcial, por su parte, continuó siendo la fórmula de contratación que gozó de un mayor crecimiento, un 8,1% interanual, y llegó a representar el 23,4% de las colocaciones.

El paro registrado supera los dos millones de personas, pero se mantiene por debajo del año pasado en noviembre.

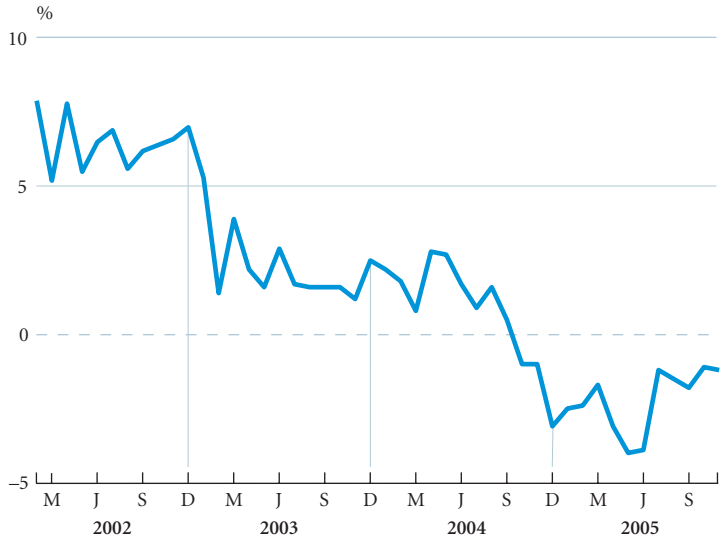
El paro registrado continúa con su leve tendencia al descenso

El buen tono del mercado laboral se aprecia también en las cifras de paro registrado. En noviembre, el número de inscritos en las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo aumentó aunque con menor intensidad a lo habitual en ese mes del año. El desempleo total, 2.095.580 personas, quedó un 1,2% por debajo del mismo mes de 2004.

La variación del paro acumulada hasta noviembre fue todavía positiva, aunque la reducción acumulada quedó claramente por debajo de la registrada en los once primeros meses de 2004. El mayor desempleo en la agricultura y los servicios y también la menor reducción en la industria y la construcción explican la diferencia. Únicamente los demandantes de primer empleo disminuyeron con mayor intensidad.

PARO REGISTRADO: DESCENSO MODESTO PERO ESTABLE

Variación interanual en porcentaje



FUENTES: Servicio Público de Empleo y elaboración propia.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Noviembre 2005

	Parados	Variación sobre diciembre 2004		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	66.737	16.445	32,7	15.004	29,0	3,2
Industria	293.531	–10.051	–3,3	–1.480	–0,5	14,0
Construcción	223.833	–28.866	–11,4	–7.320	–3,2	10,7
Servicios	1.282.800	18.015	1,4	–5.997	–0,5	61,2
Primer empleo	228.679	–12.678	–5,3	–25.717	–10,1	10,9
Por sexos						
Hombres	821.035	–56.985	–6,5	–34.804	–4,1	39,2
Mujeres	1.274.545	39.850	3,2	9.294	0,7	60,8
Por edades						
Menores de 25 años	286.670	17.857	6,6	2.140	0,8	13,7
Resto de edades	1.808.910	–34.992	–1,9	–27.650	–1,5	86,3
TOTAL	**2.095.580**	**–17.135**	**–0,8**	**–25.510**	**–1,2**	**100,0**

FUENTES: INEM y elaboración propia.

La mejora del desempleo se extendió a la mayoría de las comunidades autónomas, en particular a Madrid y el País Vasco, donde el paro era un 7,9% y un 6,7% menor al de noviembre de 2004. Por el contrario, Andalucía, Aragón, Canarias, Comunidad Valenciana y La Rioja presentaron un nivel de desempleo superior al del mismo mes del año precedente.

Los incrementos salariales tienden a contenerse, especialmente en la industria.

Las subidas por convenio se sitúan en el 3%.

Salarios: importante moderación en el tercer trimestre

El incremento medio del coste salarial total por persona y mes según la encuesta trimestral de costes laborales se movió claramente a la baja en el tercer trimestre de 2005, situándose en un 1,9% interanual, un punto y medio por debajo del trimestre anterior. Esta pauta de brusca desaceleración se aprecia también en los costes laborales totales que incluyen, además, las cotizaciones a la Seguridad Social y otras percepciones no salariales, principalmente indemnizaciones o pagos compensatorios.

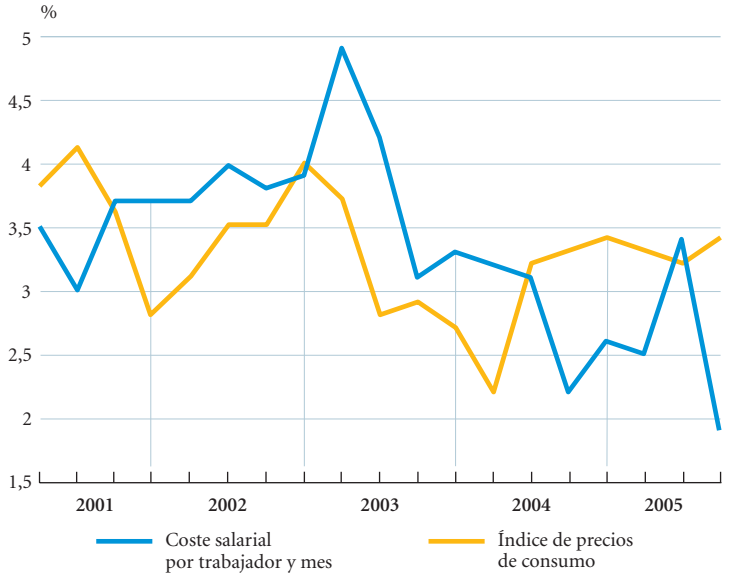
La brusca y hasta cierto punto sorprendente desaceleración de las retribuciones salariales se extendió a los distintos sectores productivos, en particular a la industria, donde el incremento medio quedó en un 1,3%. Al margen de las distorsiones que pueda introducir el avance del trabajo a tiempo parcial, más frecuente en la temporada veraniega, la tendencia de fondo de los costes laborales parece reflejar, por una parte, las restricciones impuestas por la creciente competencia en el mercado industrial y, por otra, la mayor presencia de inmigración en el mercado laboral.

Las cifras de contabilidad nacional correspondientes al tercer trimestre no reflejan, sin embargo, esta intensa desaceleración, sino más bien la continuidad de incrementos moderados e inferiores a la inflación. En efecto, el incremento de la remuneración por asalariado se estabilizó en un 2,6% en el tercer trimestre según esta fuente, tras haberse desacelerado un punto porcentual desde el segundo trimestre de 2004. Esta moderación se ha extendido a los distintos sectores de la economía, en particular a la construcción. Los incrementos menores, sin embargo, se registraron en los servicios de mercado, sector que ha absorbido una parte importante de la ola de inmigración.

La mayor estabilidad salarial que muestra la contabilidad nacional se refleja también

LOS ASALARIADOS PIERDEN PODER ADQUISITIVO

Porcentaje de variación anual



FUENTES: INE y elaboración propia.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2003	2004	2004		2005		
			III	IV	I	II	III
Incremento pactado en convenios	**3,5**	**3,0**	**2,9**	**3,0**	**2,9**	**2,9**	**2,9**
Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (*)	**3,4**	**3,3**	**3,3**	**3,0**	**2,8**	**2,6**	**2,6**
Encuesta trimestral de coste laboral							
Costes salariales							
Total	3,8	2,8	2,2	2,6	2,5	3,4	1,9
Industria	*4,4*	*3,3*	*3,3*	*3,3*	*3,2*	*3,1*	*1,5*
Construcción	*5,0*	*4,2*	*4,6*	*3,1*	*2,4*	*3,3*	*1,3*
Servicios	*3,5*	*2,5*	*1,6*	*2,5*	*2,5*	*3,8*	*2,6*
Ganancia media por hora trabajada	4,3	3,6	2,0	5,7	5,8	1,5	2,8
Otros costes laborales	5,4	3,6	3,4	3,0	4,2	3,5	3,7
Jornada laboral (**)	–0,5	–0,8	0,2	–3,0	–3,1	1,9	–0,9
Jornales agrarios	**2,6**	**2,8**	**2,7**	**2,9**	**3,6**	**3,0**	**2,7**
Coste laboral en la construcción	**5,0**	**4,8**	**3,5**	**3,5**	**1,4**	**1,4**	**1,4**

NOTAS: (*) Contabilidad nacional trimestral; datos brutos corregidos.
(**) Horas efectivas por trabajador y mes.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

en los datos relativos a la negociación colectiva, aunque el incremento medio de las retribuciones pactadas por convenio se situó en una cota algo superior, un 3,0% de media acumulada hasta noviembre, según datos del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, pero también menor a la inflación.

Precios

Los combustibles enfrían el IPC de noviembre

La inflación subyacente consolida su moderado curso alcista...

...pero su subida la compensa el descenso de los productos petrolíferos.

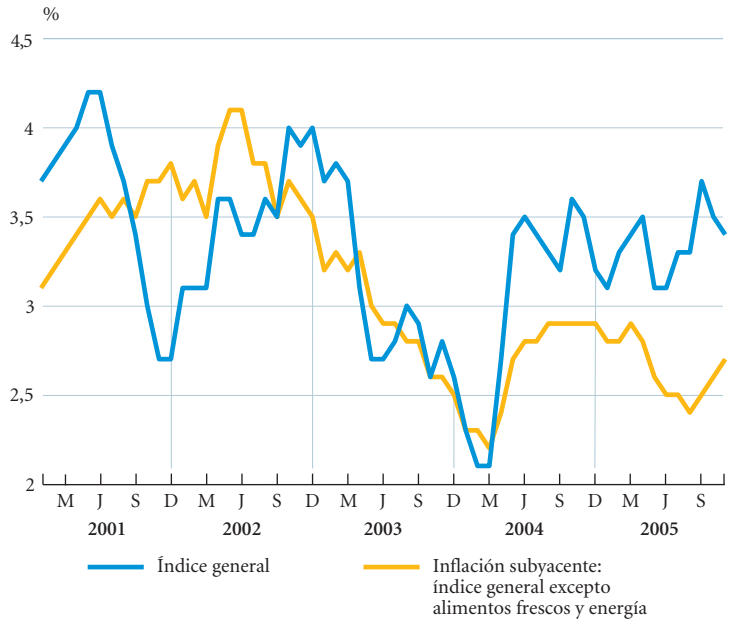
El índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,2% en noviembre, es decir, igual que en el mismo mes de 2004. Pese a ello, y gracias al redondeo, la tasa interanual de inflación cedió una décima de punto y se situó en un 3,4%. La baja del precio de los combustibles, más intensa que en noviembre de 2004, y la estabilidad de los alimentos frescos favorecieron esta situación, compensando la continuidad del alza de la inflación subyacente, ya por tercer mes consecutivo.

La tónica alcista de la inflación subyacente, que subió otra décima de punto hasta situarse en el 2,7%, no fue ajena a las tensiones mostradas por los precios de los bienes industriales no energéticos, imputables en parte a las subidas en los costes de producción. Estas alzas no fueron de mayor intensidad gracias al efecto de compensación ejercido por determinados productos importados a precios decrecientes. De ahí que el crecimiento interanual de este componente, pese a acelerarse suavemente, se mantuviese en cotas muy moderadas, un 1,2% interanual.

En la misma línea se situó la alimentación elaborada, que por segundo mes consecutivo se movió al alza por los repuntes de precio del aceite y de las bebidas alcohólicas. Esta inflexión fue, sin embargo, muy

PRINCIPIO DE CONVERGENCIA ENTRE IPC E INFLACIÓN SUBYACENTE

Variación interanual del IPC general y de la inflación subyacente



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

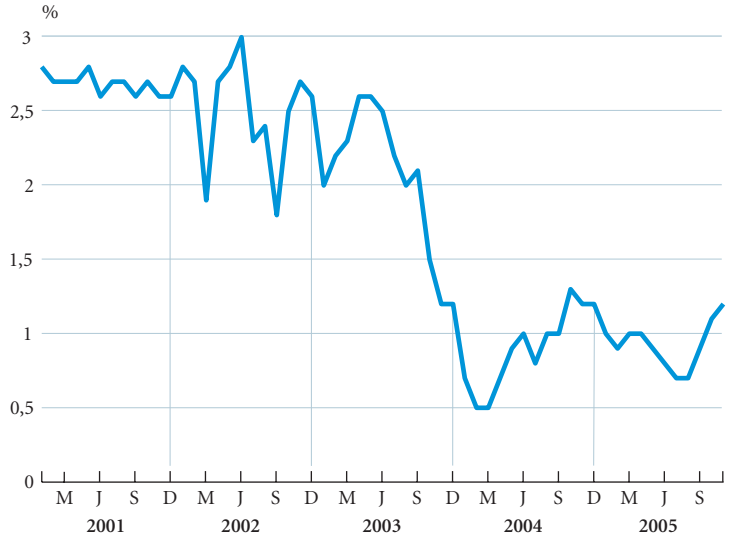
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2004			2005		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2003	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2004	% variación anual
Enero	–0,7	–0,7	2,3	–0,8	–0,8	3,1
Febrero	0,0	–0,7	2,1	0,3	–0,6	3,3
Marzo	0,7	0,0	2,1	0,8	0,2	3,4
Abril	1,4	1,4	2,7	1,4	1,6	3,5
Mayo	0,6	2,0	3,4	0,2	1,8	3,1
Junio	0,2	2,2	3,5	0,2	2,1	3,1
Julio	–0,8	1,4	3,4	–0,6	1,5	3,3
Agosto	0,4	1,8	3,3	0,4	1,9	3,3
Septiembre	0,2	2,0	3,2	0,6	2,5	3,7
Octubre	1,0	3,1	3,6	0,8	3,4	3,5
Noviembre	0,2	3,3	3,5	0,2	3,5	3,4
Diciembre	–0,1	3,2	3,2			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

LA PRESIÓN DE LOS COSTES AFECTA A PRECIOS DE LOS BIENES INDUSTRIALES

Variación interanual del componente de bienes industriales (*)



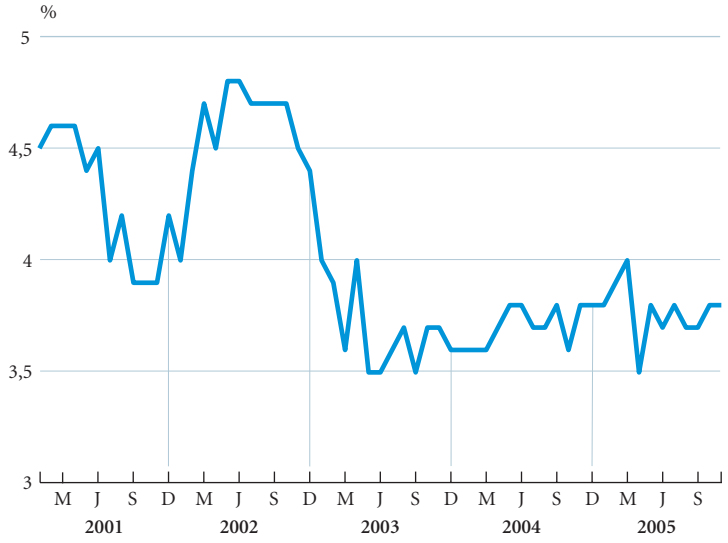
NOTA: (*) Sin productos energéticos.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

moderada, y la tasa interanual, un 3,2%, se mantenía claramente por debajo del nivel de final de 2004.

Totalmente neutrales a efectos del IPC de noviembre se mostraron los precios de los servicios, que mantuvieron su crecimiento en el 3,8% del mes anterior. Esta neutralidad no oculta, sin embargo, lo negativo de su persistente resistencia a la baja. La rigidez de ciertos mercados de determinados servicios públicos, su segmentación y la escasa competencia en otros casos y también la presión de los costes

SIN ATISBOS DE MEJORA EN LA INFLACIÓN DE SERVICIOS

Variación interanual del componente servicios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

salariales en algunos subsectores (sanidad, enseñanza, transportes, servicios personales) serían elementos suficientes como para explicar las dificultades para reconducir el crecimiento de los precios en estas actividades.

Del mismo modo, los alimentos frescos también estabilizaron su tasa de crecimiento en los máximos anuales, el 3,6%, alcanzados el mes anterior. La situación no fue a peor gracias a la caída del precio del pollo que, afectado por los temores generados por el síndrome de la gripe aviar, compensó, entre otras, las subidas de determinados productos cárnicos, principalmente ovino, y de las legumbres y hortalizas frescas. El rebrote de los precios alimentarios puede obedecer, al menos parcialmente, a la repercusión sobre los precios finales del intenso aumento que están experimentando los precios agrarios en el segundo semestre del año y que, probablemente, no cesará hasta principios de 2006.

El IPC queda a expensas del mercado petrolero, pero puede empezar a moderarse a partir de principios del próximo año.

Este panorama algo brumoso se vio repentinamente iluminado por la bajada del precio de los carburantes en noviembre, más intensa que la del mismo mes de 2004. Una cierta inflexión en el precio internacional del crudo y de los combustibles, pese a la depreciación del euro, permitió este ajuste en el precio de los carburantes que a la postre contribuyó decisivamente a la contención del índice general.

A tenor de esta evolución, las perspectivas de inflación quedan marcadas por un alza progresiva, aunque moderada, de la subyacente a remolque de los precios de los bienes industriales, alimentos elaborados y, en menor medida, los servicios, ya creciendo en cotas muy altas. Los alimentos frescos pueden también orientarse al alza por los precios agrarios, y, finalmente, los precios energéticos, en un escenario de estabilidad del coste del crudo en euros, no empezarán a generar efectos beneficiosos sobre el IPC probablemente hasta febrero de 2006, mes a partir del cual la tasa de inflación general puede emprender una senda de moderado descenso.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2004	2005	2004	2005	2004	2005
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	117,9	0,4	0,6	2,8	2,9	3,2	3,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	121,7	–0,0	0,1	5,5	5,0	5,6	5,0
Vestido y calzado	121,6	2,9	2,9	2,8	2,4	2,3	1,6
Vivienda	117,3	0,0	0,2	4,3	6,1	4,3	6,0
Menaje	109,0	0,4	0,4	1,5	1,9	1,6	2,2
Medicina	106,4	0,1	0,0	0,2	0,7	0,2	0,8
Transporte	117,8	–0,6	–1,8	7,4	7,2	7,4	5,8
Comunicaciones	91,6	–0,4	–0,0	–0,6	–1,5	–0,7	–1,6
Ocio y cultura	102,5	–0,8	–0,5	–0,9	–0,7	0,1	0,1
Enseñanza	121,1	0,6	0,3	4,1	4,0	4,1	4,1
Hoteles, cafés y restaurantes	120,5	0,1	–0,0	3,9	3,9	4,1	4,2
Otros	114,8	0,1	0,1	2,8	3,1	2,9	3,2
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	116,3	0,2	0,5	3,9	3,0	4,1	3,2
Alimentos sin elaboración	122,7	0,6	0,6	1,4	3,3	2,3	3,6
Conjunto no alimentario	114,7	0,2	0,0	3,4	3,6	3,5	3,4
Bienes industriales	112,1	0,4	0,0	3,4	3,8	3,3	3,1
Productos energéticos	*120,3*	*–1,2*	*–2,9*	*10,3*	*12,0*	*9,9*	*9,3*
Carburantes y combustibles	*126,4*	*–1,5*	*–3,8*	*13,5*	*15,8*	*13,0*	*12,0*
Bienes industriales sin productos energéticos	*109,5*	*1,0*	*1,1*	*1,3*	*1,3*	*1,2*	*1,2*
Servicios	117,7	–0,0	0,0	3,4	3,5	3,8	3,8
Inflación subyacente (**)	114,4	0,4	0,5	2,8	2,6	2,9	2,7
ÍNDICE GENERAL	**115,6**	**0,3**	**0,2**	**3,3**	**3,5**	**3,5**	**3,4**

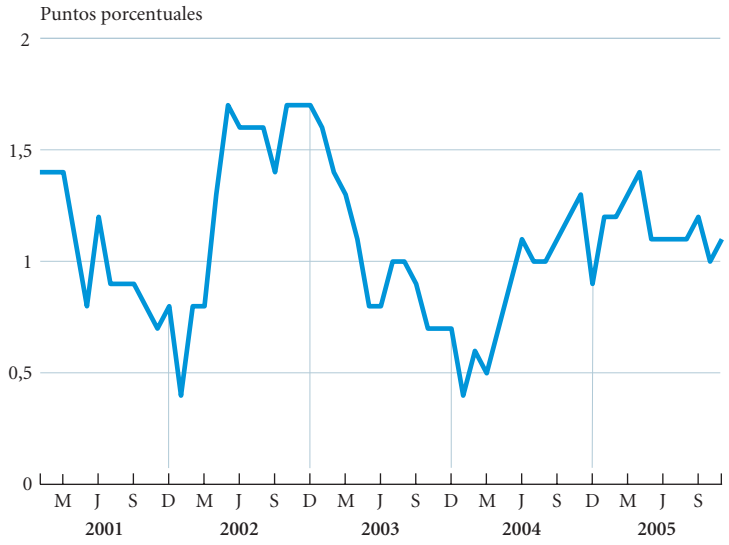
NOTAS: (*) Base 2001 = 100.
(**) Índice general sin energía ni alimentos no elaborados.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La contención de los precios en noviembre fue algo más intensa en la zona del euro que en España, según el índice de precios de consumo armonizado (IPCA) y, por tanto, el diferencial de inflación aumentó ligeramente hasta quedar en 1,1 puntos porcentuales. Los diferenciales más apreciables se registraron en alimentación, hostelería, enseñanza y transporte. En cambio, el aumento de precios fue menor en España en las bebidas alcohólicas y los servicios médicos.

Alimentación, hostelería, enseñanza y transporte son los componentes con mayor diferencial de inflación frente a la zona del euro.

EL DIFERENCIAL CON LA ZONA DEL EURO, POR ENCIMA DE UN PUNTO

Diferencia en la variación interanual del índice de precios de consumo armonizado



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Sector exterior

El déficit corriente prosigue su escalada

El déficit corriente prosiguió con su tendencia a la ampliación en septiembre al crecer los desequilibrios comercial, de transferencias y de rentas en un contexto de mantenimiento del superávit de la balanza de servicios. De este modo, el déficit acumulado en los doce últimos meses alcanzó los 63.494 millones de euros, es decir, un 7,2% del producto interior bruto, dos puntos y medio más que en septiembre de 2004.

El fuerte deterioro del saldo corriente obedece principalmente a la ampliación del déficit comercial pero también al mal comportamiento del resto de rúbricas de la balanza de pagos. El saldo comercial ha aumentado un 35,2% en los nueve primeros meses del año al triplicar el crecimiento de las importaciones al de las exportaciones.

El déficit comercial es el principal responsable del desequilibrio corriente.

El menor superávit por servicios refleja el potencial del consumo de residentes fuera del territorio español en contraste con la menor capacidad de gasto del turista

BALANZA DE PAGOS

Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Septiembre 2004	Septiembre 2005	% variación
Balanza corriente			
Balanza comercial	–48.716	–66.198	35,9
Servicios			
Turismo	*26.511*	*25.523*	*–3,7*
Otros servicios	*–4.602*	*–4.089*	*–11,1*
Total	21.910	21.434	–2,2
Rentas	–12.647	–17.543	38,7
Transferencias	467	–1.187	–
Total	**–38.986**	**–63.494**	**62,9**
Cuenta de capital	**8.721**	**8.161**	**–6,4**
Balanza financiera			
Inversiones directas	–11.886	–25.830	117,3
Inversiones de cartera	53.421	89.484	67,5
Otras inversiones	–14.322	10.178	–
Total	**27.213**	**73.832**	**171,3**
Errores y omisiones	1.347	–2.190	–
Variación de activos del Banco de España	1.705	–16.309	–

NOTA: El saldo resultante de la suma de la balanza corriente, de la cuenta de capital y de la balanza financiera se compensa por la variación de activos del Banco de España más los errores y omisiones.
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El saldo turístico refleja la poca capacidad de gasto del turismo extranjero junto al potencial del consumidor español en el exterior.

extranjero. Los ingresos por turismo aumentaron únicamente un 2,7% nominal, muy por debajo de los precios de los servicios turísticos y de la propia entrada de turistas extranjeros, un 6,3% hasta septiembre. Los pagos, por el contrario, crecieron un 25,9%.

La balanza de transferencias, por su parte, cambió su signo y entró en déficit acumulado por el impacto del saldo de los flujos procedentes de la Unión Europea y de las remesas de emigrantes al exterior. Por último, ya en la balanza de rentas, el aumento del déficit es atribuible al intenso aumento de pagos que compensa totalmente el notable incremento de los ingresos.

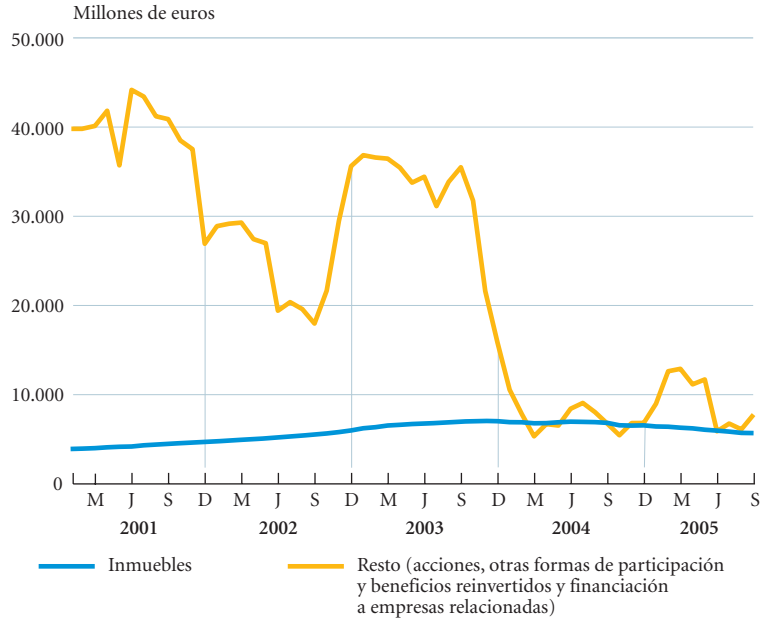
La inversión extranjera directa en España cae un 22% hasta septiembre.

La cuenta de capital, por su parte, presentó en septiembre un superávit mayor al del mismo periodo del año anterior, de modo que el acumulado en los nueve primeros meses quedó por debajo del mismo periodo de 2004. La necesidad de financiación de la economía española, resultante de los saldos de la balanza corriente y de capital, se elevó a 43.085 millones de euros en el periodo enero-septiembre, un 82,1% más que el año anterior.

En el ámbito financiero, la inversión extranjera directa en España mejoró en septiembre de modo notable pero en el conjunto de los nueve primeros meses del año fue todavía sensiblemente inferior a la de 2004, un 22,7%. Este retroceso fue también apreciable en el ámbito inmobiliario, un 16,1%. Únicamente la inversión exterior de cartera progresó con fuerza. La inversión española directa en el exterior también disminuyó pero no en inmuebles ni en cartera.

LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN EMPRESAS SE IGUALA A LA INMOBILIARIA

Saldo acumulado de 12 meses de la inversión extranjera directa en España



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

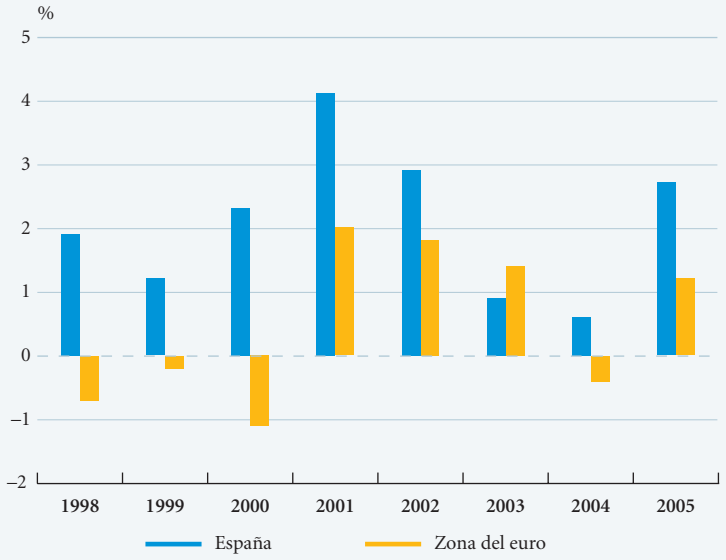
El sector exterior, clave del crecimiento de 2006

El sector exterior de la economía española ha venido drenando crecimiento del producto interior bruto (PIB) de forma sistemática en los últimos años. Parte del empuje de la demanda interna no ha sido posible cubrirlo con la producción interna, desviándose hacia el exterior. En 2005, el sector exterior va a restar cerca de 2 puntos al crecimiento de la economía, muy por encima de años anteriores. Pero para 2006, prevemos una inflexión en esta tendencia negativa, si bien el sector exterior todavía sustraerá aproximadamente 1,5 puntos del PIB.

Esta previsión se basa en una muy leve desaceleración de las importaciones y en una suave recuperación de las exportaciones. En el primer caso, el motivo es una desaceleración de la demanda interna, debido principalmente a la contención del avance del consumo de las familias, a la vez que también la inversión se situará en niveles algo menos dinámicos. Además, aunque la competitividad de los productos importados en el mercado interior puede acentuarse ligeramente (el euro tenderá a apreciarse) no creemos que este efecto compense al anterior. Por el lado de las exportaciones, la recuperación esperada para la zona del euro debería transmitirse a las exportaciones españolas, tanto de bienes como de servicios. También aquí encontramos el factor competitividad, esta vez frente al exterior, como elemento clave. La competitividad va a ser, por tanto, uno de los factores determinantes de la evolución española no sólo en el año 2006, sino en los años futuros.

LOS COSTES LABORALES UNITARIOS CRECEN MÁS EN ESPAÑA

Variación anual de los costes laborales unitarios



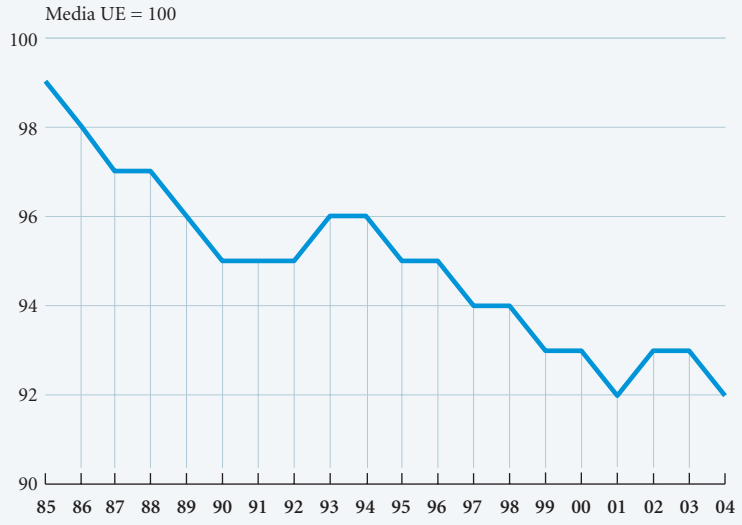
FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

Tradicionalmente, las exportaciones españolas han mejorado más en función de la capacidad de arrastre de nuestras economías clientes que por una cuestión de precio, excepto, claro está, después de los episodios de devaluación. Por ello, una fase de recuperación económica de nuestros principales socios comerciales debería anticipar un futuro optimista desde el punto de vista de las exportaciones, ya sean de bienes o de servicios.

Este diagnóstico, no obstante, resulta cuanto menos controvertido en un contexto de globalización creciente y liberalización progresiva del comercio mundial en el que cualquier economía que disponga de los productos y recursos en cantidad y calidad suficiente puede aprovechar el tono algo más boyante de la economía europea. Por ello, hoy en día la cuota de mercado de las exportaciones españolas en el comercio mundial depende de su competitividad en precio, diferenciación y calidad, competitividad que debe manifestarse en una escena donde no cuentan sólo los rivales tradicionales sino también las potentes economías emergentes. En segundo término, el futuro de la exportación está cada día más vinculado a las estrategias de localización y producción de las compañías globales, que a su vez quedan condicionadas por los factores de atractivo que nuestra economía pueda tener frente a nuestros competidores.

LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN ESPAÑA VA EN SENTIDO OPUESTO A LA EUROPEA

Productividad aparente del trabajo en España



FUENTE: Banco de España.

Pero no puede ocultarse el riesgo de que esta vez la economía española no sea capaz de aprovechar la mejora de la economía mundial y europea con la misma intensidad que en fases alcistas de ciclos anteriores. Por una parte, los indicadores siguen apuntando a retrocesos en competitividad. Por otra parte, la economía española pierde atractivo como sede de empresas exportadoras y son cada día más frecuentes tanto los procesos de deslocalización en beneficio de otras zonas geográficas del planeta como de ajuste de la producción en empresas de clara vocación exterior.

Por todo ello, la reconducción del saldo exterior no será tarea fácil. No basta con incidir sobre una demanda recalentada sino que también deben recomponerse las condiciones de competitividad de la economía española. El reto es complejo pero pasa por la mejora de la productividad, hoy por hoy, asignatura pendiente de una economía como la española que crea mucho empleo pero con poco valor añadido.

Sector público

Los ingresos públicos siguen aumentando con fuerza

Los ingresos no financieros del Estado cayeron notablemente en noviembre, lo que no impidió que la recaudación acumulada en los once primeros meses, 119.770 millones de euros, se mantuviera claramente por encima de la del mismo periodo de 2004. Esta cifra no incluye los 41.361 millones correspondientes a los tramos de la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de la mayor parte de impuestos indirectos cedidos a las comunidades autónomas y corporaciones locales, por lo que resulta poco significativa como indicador de la capacidad de ingreso de las administraciones por la vía de impuestos generales. Incluyendo estos ingresos cedidos, la recaudación ascendió a 161.131 millones de euros, lo que supone un aumento de un 12,5% respecto al año precedente.

Sigue el buen tono de los ingresos públicos...

El aumento más intenso, un 20,7%, correspondió a la imposición directa, que además continuó siendo la principal fuente de financiación gracias a la buena marcha de la recaudación por el impuesto sobre la renta de sociedades y por renta de personas físicas (IRPF). Sensiblemente menor fue el incremento de los ingresos por impuestos indirectos, un 7,4%, que se vieron afectados por el descenso de la recaudación por impuesto sobre el valor añadido (IVA) sobre operaciones de importación. En cambio, los recursos por operaciones interiores crecieron un 28,6%. Entre los

...gracias al incremento de la recaudación por impuestos directos e IVA.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Noviembre 2005

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	**6.127**	**–21,3**	**119.770**	**13,0**
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	4.763	12,1	51.488	16,3
Impuesto de sociedades	–149	–	28.808	23,4
IVA	2.437	–10,5	48.002	11,3
Impuestos especiales	1.340	–8,8	16.572	3,4
Resto	1.798	–20,2	16.261	–1,3
Total	**10.189**	**–7,0**	**161.131**	**12,5**
Pagos no financieros	**9.140**	**19,1**	**108.561**	**5,6**
Saldo de caja	**–3.013**	**–**	**11.209**	**247,8**
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación (**)	***–5.144***	***–14,8***	***14.871***	***738,3***

NOTAS: (*) Están incluidos los tramos cedidos a las comunidades autónomas de acuerdo con el sistema de financiación vigente a partir de 2002.
(**) En términos de contabilidad nacional.
FUENTES: Ministerio de Hacienda y elaboración propia.

El superávit de caja queda anulado por el aumento neto de activos financieros.

impuestos especiales, el impuesto sobre el tabaco se vio favorecido por el aumento de tipos. La recaudación por el de hidrocarburos, en cambio, creció únicamente un 0,9% afectada por la mayor propensión al consumo de gasóleo, carburante que soporta un menor tipo impositivo. Los recursos procedentes del tráfico exterior también aumentaron con fuerza por el auge importador y, lógicamente, por el efecto del alza del precio del petróleo.

Los pagos no financieros del Estado aumentaron un 5,6% ascendiendo a 108.561 millones de euros. Esta cifra no incluye la contrapartida de los ingresos correspondientes a los tramos de los impuestos cedidos a las comunidades autónomas. El mayor aumento del gasto se constató en las operaciones de capital, pues el gasto corriente creció únicamente un 4,2% favorecido por el descenso de las compras de bienes y servicios.

El saldo de caja del Estado hasta noviembre, es decir, la diferencia entre sus ingresos y pagos no financieros, fue positivo por importe de 11.209 millones de euros, y muy superior al del mismo periodo del año anterior. Este saldo fue insuficiente para cubrir el intenso aumento neto de los activos financieros, por lo que se generó una necesidad de financiación por 575 millones de euros, muy inferior a la del mismo periodo del año anterior. En términos de contabilidad nacional el saldo presupuestario resultó, en cambio, positivo y muy superior al del mismo periodo de 2004, alcanzando un importe de 14.871 millones de euros.

Ahorro y financiación

Sostenido avance de la financiación al sector privado

Los tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios se mantuvieron prácticamente estabilizados en bajos niveles en octubre, con una muy ligera tendencia ascendente. La excepción fueron los créditos al consumo y otros fines no hipotecarios, cuyo tipo de interés descendió levemente en tres puntos básicos hasta el 6,29%, en un entorno de fuerte competencia. De esta manera, se colocó 5 puntos básicos por debajo de un año antes. El promedio de los tipos de interés de las familias permaneció en el 4,14%, 20 puntos básicos menos que doce meses antes. La media de los tipos de interés a las sociedades se incrementó livianamente en 2 puntos básicos hasta el 3,43%, inferior en 10 puntos básicos al mismo mes de 2004.

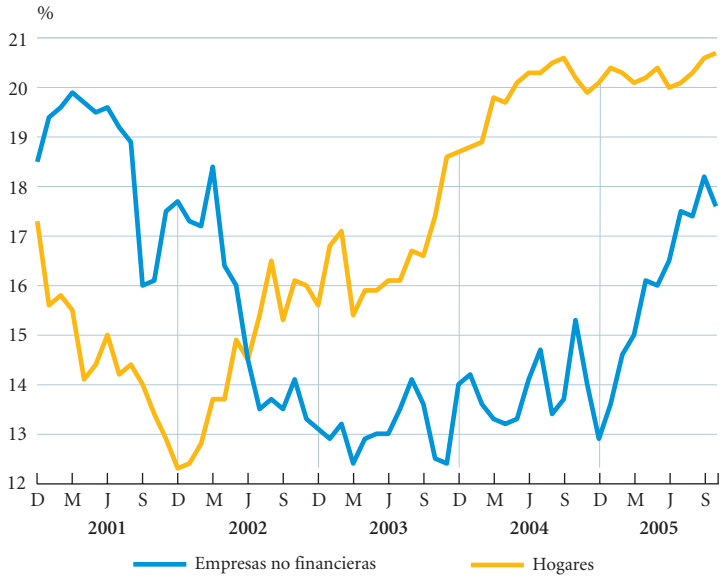
Por otra parte, en noviembre el tipo de interés de los préstamos hipotecarios a más de tres años para adquisición de vivienda libre del conjunto de entidades de crédito subió en 4 centésimas hasta el 3,26%. No obstante, se colocaba 12 puntos básicos por debajo de un año antes. Cabe señalar que este tipo de interés es inferior a la inflación actual, lo que señala su nivel anómalamente bajo. De hecho, es probable que se eleve moderadamente en los próximos meses una vez iniciado el giro alcista del Banco Central Europeo.

En noviembre, el tipo de interés de los préstamos hipotecarios para la compra de vivienda sube ligeramente, pero todavía se sitúa por debajo de la inflación.

En este marco de bajos tipos de interés y de un buen clima económico, en octubre

LA FINANCIACIÓN A LAS FAMILIAS CRECE AL RITMO MÁS ALTO DE LOS ÚLTIMOS SEIS AÑOS Y MEDIO

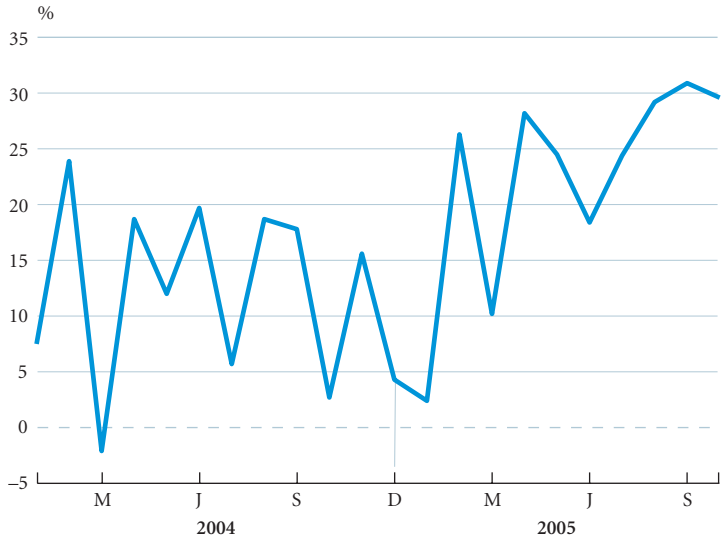
Variación interanual de la financiación total por sectores institucionales



FUENTE: Banco de España.

ELEVADO AUMENTO DEL CRÉDITO AL CONSUMO

Variación interanual de las nuevas operaciones de crédito al consumo a hogares



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La financiación al sector privado crece más del doble que en el conjunto de la eurozona.

la financiación al sector privado aumentó a un ritmo anual del 19,0%, prácticamente al mismo nivel que en el mes anterior, y más del doble que en el conjunto del área del euro. La financiación a las empresas, incluyendo el crédito bancario, tanto del interior como del exterior, y las emisiones de renta fija, pero no de acciones, creció el 17,6% en relación con el mismo mes del año anterior. Esta tasa es inferior en 6 décimas a la registrada en septiembre, pero supone un fuerte ritmo de crecimiento.

Las cuentas a la vista y de ahorro aumentan el 12% en los últimos doce meses...

Los recursos financieros destinados a las familias se expandieron el 20,7% en los últimos doce meses hasta octubre, la cota más elevada desde abril de 1999. La mayor parte de la financiación canalizada a los hogares continuó estando constituida por las hipotecas, que siguen subiendo a un alto ritmo. El importe de las nuevas operaciones de préstamos hipotecarios para la vivienda en octubre se incrementó el 30% por encima del mismo mes de 2004. El crédito al consumo (para adquirir coches, motos, electrodomésticos, muebles, viajes, etc.) también creció notablemente. Así, el montante de las nuevas operaciones de crédito al consumo a las familias en octubre registró una tasa de variación interanual del 29%. En cuanto al resto de finalidades, la cifra de las nuevas operaciones concedidas en el mismo mes aumentó el 13% en relación con octubre del año precedente.

Elevado crecimiento de los depósitos bancarios

Los depósitos totales de las empresas y familias residentes ascendieron a un fuerte ritmo en octubre con relación al mismo mes de 2004, muy superior al de la zona del euro. Las cuentas a plazo a más de dos años, que gozan de una bonificación fiscal de los intereses del 40%, experimentaron una gran subida. Por otra parte, las cuentas a la vista y de ahorro aumentaron el 11,9% en los últimos doce meses.

Por lo referente a los tipos de interés bancarios de pasivo, en octubre se mantuvieron en niveles muy reducidos. El tipo de interés de las empresas bajó un punto básico hasta el 1,20%, 8 puntos básicos por de-

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Octubre 2005

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (**)	374.789	29.715	8,6	39.858	11,9	44,1
A plazo hasta 2 años (*)	183.602	23.135	14,4	26.980	17,2	21,6
A plazo a más de 2 años (*)	210.021	82.553	64,8	97.259	86,3	24,7
Cesiones temporales	66.918	–13.731	–17,0	–8.458	–11,2	7,9
Total (*)	**835.329**	**121.671**	**17,0**	**155.638**	**22,9**	**98,2**
Depósitos en monedas no euro	**15.448**	**9.601**	**164,2**	**10.067**	**187,1**	**1,8**
TOTAL (*)	**850.777**	**131.272**	**18,2**	**165.704**	**24,2**	**100,0**

NOTAS: (*) A partir de junio de 2005 a consecuencia de la entrada en vigor de la nueva normativa contable derivada de la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad se producen incrementos en los depósitos a plazo como contrapartida del reingreso en el activo de fondos de titulización que se habían sacado fuera del balance, lo que dificulta su comparabilidad.
(**) Incluye los depósitos con preaviso, según definición del BCE.
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

bajo de doce meses antes. El tipo de interés de los hogares se incrementó en una centésima hasta el 1,14%, pero 2 puntos básicos menos que en el mismo mes de 2004.

El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se elevó en 2.955 millones de euros en noviembre hasta totalizar 244.259 millones, de acuerdo con datos de Inverco, la asociación de gestoras. De este modo, subió el 12,4% en los últimos doce meses. En noviembre se contabilizaron unas suscripciones netas de participaciones de fondos de inversión de 1.247 millones de euros. Los fondos de renta variable, tanto nacionales como extranjeros, anotaron unas suscripciones netas de 1.496 millones de euros, de los cuales los fondos globales suponían 766 millones. En cambio, los fondos de renta fija a largo plazo registraron unas desinversiones netas de 665 millones de euros. De esta manera, en los últimos meses las preferencias de los inversores viraron hacia la renta variable, ya que en el conjunto de los últimos once meses los fondos de esta categoría recibieron 5.562 millones de euros netos.

El número total de partícipes de los fondos de inversión mobiliaria se elevó hasta 8.507.747, 109.971 más que en octubre. De esta forma, el número de partícipes aumentó el 6,1% en relación con el mismo mes de 2004. En este periodo, el mayor aumento de partícipes fue experimentado por los garantizados de renta fija, con una variación del 13,5%, seguida por la renta fija a corto plazo con un incremento anual del 11,5%.

...así como el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria.

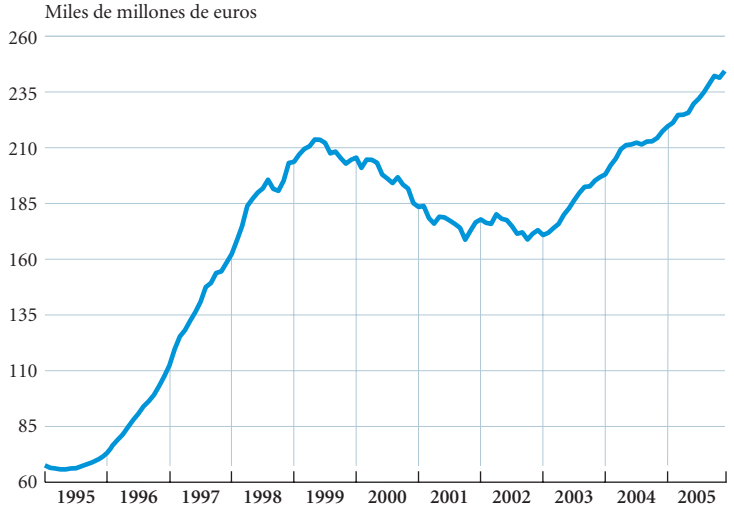
El rendimiento medio anual ponderado de los fondos de inversión resultó del 4,7%. Todas las modalidades de fondos lograron rentabilidades anuales positivas, pero con una gran dispersión. Así, la renta variable de los mercados emergentes anotó unas plusvalías del 53,7%, mientras que los fondos de dinero rindieron el 1,2%.

El rendimiento medio anual de los fondos de inversión mobiliaria se mantiene en el 4,7%.

En cuanto a las sociedades de inversión mobiliaria, que suelen ser vehículo de las mayores fortunas, su patrimonio alcanzó los 26.930 millones de euros al final de julio. En esta fecha su número de accionistas era de 395.412. Por otro lado, el volumen de activos de los fondos de inversión inmobiliaria ascendía al final de noviembre de 2005 a 6.354 millones de euros, con una subida del 45,1%. El número de partícipes de estos fondos ascendió a 134.256, con un aumento del 26,4% en lo que va de año. La rentabilidad me-

NUEVO MÁXIMO HISTÓRICO DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.

dia ponderada de esta clase de fondos fue del 5,4% en el último año. El rendimiento medio anual ponderado en los últimos tres y cinco años fue del 6,5% y del 7,1%, respectivamente.

Las primas de seguros registran un aumento anual del 9% en el periodo enero-septiembre.

En otro ámbito, las primas del sector de seguros superaron los 36.000 millones de euros en los nueve primeros meses del ejercicio 2005, según una información de la asociación ICEA de investigación de los seguros. Así, anotaron un aumento anual del 8,6%. Por ramos, el de vida registró un alza del 11,1% y los de no vida del 7,0%. Dentro de este campo, los mayores incrementos fueron logrados por los multirriesgos, con el 10,7%, y los de salud, con un aumento del 9,6%. En cambio, el subsector del automóvil, sometido a una fortísima competencia, sólo registró un incremento del 3,8%. Por otro lado, el ahorro gestionado en el ramo de vida, materializado a través de sus provisiones técnicas, se situó en 122.208 millones de euros, con un ascenso del 7,5% en relación con septiembre de 2004.

PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:
www.estudios.lacaixa.es
Correo electrónico:
publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL
Informe sobre la situación económica

■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT
Versión inglesa del Informe Mensual

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2005
Estadísticas municipales, provinciales y autonómicas

■ COLECCIÓN ESTUDIOS ECONÓMICOS

1. **Estudio de la OCDE sobre el empleo** (Agotado)
2. **La defensa de la competencia en España y en Europa** (Agotado)
3. **Ética y progreso económico** (Agotado) James M. Buchanan
4. **La reforma del sistema público de pensiones en España** (Agotado) José A. Herce y Víctor Pérez-Díaz Versión inglesa: **Reform of the public pension system in Spain**
5. **Población y actividad en España: evolución y perspectivas** (Agotado) A. Blanes, F. Gil y J. Pérez
6. **El sector bancario europeo: panorama y tendencias** (Agotado) Josep M. Liso (director), Teresa Balaguer y Montserrat Soler
7. **El desafío de la moneda única europea** (Agotado) Joan Elias (2ª edición)
8. **El futuro de las pensiones en España: hacia un sistema mixto** (Agotado) José A. Herce, Simón Sosvilla, Sonsoles Castillo y Rosa Duce
9. **España y el euro: riesgos y oportunidades** (Agotado) Joaquim Muns (director), Susan M. Collins, Manuel Conthe, Juergen B. Donges, José Luis Feito, José Luis Oller-Ariño y Alfredo Pastor Versión inglesa: **Spain and the euro: risks and opportunities** (Agotado)
10. **La opinión pública ante el sistema de pensiones** (Agotado) Víctor Pérez-Díaz, Berta Álvarez-Miranda y Elisa Chuliá
11. **Los beneficios de la liberalización de los mercados de productos** Antón Costas y Germà Bel (editores)
12. **La sucesión en la empresa familiar** (Agotado) Miguel Ángel Gallo
13. **Beneficios fiscales en la empresa familiar: patrimonio y sucesiones** (Agotado) Ernest de Aguiar
14. **El impacto del euro en los mercados financieros** Enrique Vidal-Ribas (director), Carmen Alcaide, Javier Aríztegui, Robert N. McCauley, Blas Calzada, Francisco de Oña, Ignacio Ezquiaga y León Benelbas
15. **La cultura de la estabilidad y el consenso de Washington** Manuel Guitián y Joaquim Muns (directores), Antonio Argandoña, Miguel A. Fernández Ordóñez, Paul Krugman y John Williamson
16. **El sector bancario europeo: panorama y tendencias** (2ª parte) Josep M. Liso (director), Teresa Balaguer y Montserrat Soler
17. **La medición de la inflación en España** Javier Ruiz-Castillo, Eduardo Ley y Mario Izquierdo
18. **La economía del arte** (Agotado) Bruno Frey
19. **La reforma de las pensiones ante la revisión del pacto de Toledo** José A. Herce y Javier Alonso Meseguer
20. **La ampliación de la Unión Europea al Este de Europa**
21. **Del real al euro. Una historia de la peseta** (Agotado) José Luis García Delgado y José María Serrano Sanz (directores)
22. **Cómo tratar con Bruselas. El lobby en la Unión Europea** Robin Pedler
23. **Crecimiento y empleo en las empresas industriales** Ángel Hermosilla y Natalia Ortega
24. **La regulación del comercio internacional: del GATT a la OMC** (Agotado) Montserrat Millet
25. **Quiebras y suspensiones de pagos: claves para la reforma concursal** Fernando Cerdá e Ignacio Sancho
26. **El euro: balance de los tres primeros años** Joan Elias (director), Pere Miret, Àlex Ruiz y Valentí Sabaté
27. **La ampliación de la Unión Europea. Efectos sobre la economía española** Carmela Martín, José Antonio Herce, Simón Sosvilla-Rivero y Francisco J. Velázquez Versión inglesa: **European Union enlargement. Effects on the Spanish economy** (Agotado)
28. **Internet: situación actual y perspectivas** Fèlix Badia
29. **El gobierno de la empresa** Vicente Salas Fumás
30. **La banca en Latinoamérica. Reformas recientes y perspectivas** Josep M. Liso, Montserrat Soler, Montserrat Manero y Maria Pilar Buil
31. **Los nuevos instrumentos de la gestión pública** Guillem López Casasnovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza e Ivan Planas Miret
32. **La competitividad de la economía española: inflación, productividad y especialización** Francisco Pérez (director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Ángel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci y Ezequiel Uriel
33. **La creación de empresas. Un enfoque gerencial** José María Veciana
34. **Política agraria común: balance y perspectivas** José Luis García Delgado y M. Josefa García Grande (directores)