MAYO 2006

Informe Mensual

NÚMERO 291

¿Es excesivo el crecimiento del consumo en España? Pág. 46
El fuerte incremento del consumo privado responde al potente avance de la renta de las familias

Las tres razones de la frugalidad china Pág. 9
La tradicional propensión china a la frugalidad y al ahorro parece resistir bien el paso del tiempo. ¿Hasta cuándo?

¿Por qué Europa no consume más? Pág. 24
En los últimos cinco años, el consumo privado de la zona del euro ha crecido apenas un 1,3% anual

La modernización de los mercados financieros potencia el efecto riqueza Pág. 69
Las familias cuentan con más instrumentos para ajustar su elección temporal de consumo a sus preferencias

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

INFORME MENSUAL

Mayo 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 2005

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	169.470
Créditos sobre clientes	113.857
Resultado atribuido al Grupo	1.495

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	Millones €
Empleados	25.254
Oficinas	5.053
Terminales de autoservicio	7.208
Tarjetas	8.408.956

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO PARA 2005	Millones €
Actividades	
Sociales	160
Culturales	70
Ciencia y medio ambiente	54
Educativas	19
TOTAL PRESUPUESTO	**303**

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 y maquetación: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona D. L.: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947
Publicación intenet: www.comunicacions.com - Travessera de Dalt, 30 - 08024 Barcelona

Índice

1 Editorial

2 Resumen ejecutivo

6 Coyuntura internacional
6 Previsiones internacionales
9 Las tres razones de la frugalidad china
11 Estados Unidos
14 Japón
17 Brasil
19 Argentina
21 Materias primas

23 Unión Europea
23 Zona del euro
24 ¿Por qué Europa no consume más?
27 Alemania
29 Francia
30 Italia
31 Reino Unido

32 Mercados financieros
32 Mercados monetarios y de capital

42 Coyuntura española
42 Actividad económica
46 ¿Es excesivo el crecimiento del consumo en España?
52 Mercado de trabajo
55 Precios
59 Sector exterior
63 Sector público
64 Ahorro y financiación
69 La modernización de los mercados financieros potencia el efecto riqueza

Historia de tres consumidores

«El consumidor es el rey» es un aforismo que suele utilizarse en inglés. Y es particularmente cierto en Estados Unidos desde que en los años cincuenta el desarrollo de la producción manufacturera en serie y de las técnicas de marketing empezaron a modificar sustancialmente los valores relacionados con el gasto de consumo y el ahorro de las familias. No es exagerado afirmar ahora que quien está moviendo la economía mundial es el consumidor americano. Las familias ya no ahorran, gastan todos sus ingresos en productos de consumo, e incluso algún mes echan mano del crédito para llegar a donde no alcanza la cartera. El sector manufacturero autóctono no da abasto y para llenar los lineales de los centros comerciales hay que traer los productos del extranjero. La consecuencia es un enorme déficit de la balanza comercial, más de 700.000 millones de dólares en 2005, que es cubierto por las economías asiáticas, con China a la cabeza, Europa y sus vecinos Canadá y México. Se dice que Estados Unidos consume y China produce. El desequilibrio preocupa a los principales organismos internacionales, pero el balance es más estable de lo que se pueda pensar. Al fin y al cabo, son en parte los propios países que venden a los EEUU los que financian el exceso de gasto, y son bien conscientes de que una disminución de dicho crédito dañaría sus ventas.

A este lado del Atlántico, la historia es muy distinta. El consumidor de la Unión Europea, y más en concreto de las grandes economías continentales, está triste. No ve claro el futuro porque el paro es mucho más alto que hace unos años, la media de edad de la población cada vez es más elevada y teme que se desmantele el estado del bienestar que le garantiza una vejez confortable. La economía crece mucho menos que en los impetuosos EEUU, y lo hace gracias a los pedidos de otros países, asiáticos o americanos, que permiten funcionar a la industria a un ritmo aceptable. El sector público se halla atenazado por un excesivo déficit, pero de todas formas los responsables de la política económica son conscientes de que las tradicionales recetas keynesianas de estímulo a la demanda que en otras épocas habían funcionado, hoy en día darían más problemas que otra cosa. Pero no generalicemos. En algunos países europeos el consumo va bien o muy bien. Por ejemplo, en España. En los últimos cinco años el gasto de consumo ha crecido a una media del 3,6% real, una cifra superior incluso a la de EEUU, constituyéndose en el motor de la demanda, junto a la compra de viviendas.

Si el consumidor europeo sigue abatido y en cambio creemos que el consumidor americano no tiene ya mucho más margen para seguir tirando de la economía mundial, ¿dónde está el futuro? La respuesta, indudablemente, está en China. No es un futuro inmediato, pero a medio y largo plazo el consumidor chino volverá a cambiar el mundo. Ahora, el consumidor chino representa solamente un tercio de su economía, cuando en los países desarrollados lo normal es que represente los dos tercios. El gigante asiático está volcado en la industria y en la inversión en infraestructuras. Pero esto cambiará. Asombra imaginar la cantidad de automóviles, neveras, teléfonos móviles o paquetes turísticos que los 1.300 millones de habitantes serán capaces de consumir cuando vayan acercándose a los niveles de los países desarrollados. Y, desde luego, constituye un auténtico reto medioambiental. Pero ¿por qué no? Es el camino que siguió Japón hace ya unas cuantas décadas y el que siguieron los que ahora conocemos como «tigres asiáticos». El consumidor seguirá siendo el rey, aquí, en EEUU o en la China.

RESUMEN EJECUTIVO

El petróleo amenaza de nuevo

El petróleo vuelve a subir a máximos históricos por los temores de interrupción del suministro...

Otra vez el petróleo parece poner en jaque el actual ciclo expansivo mundial. En abril, la cotización del barril ha escalado a nuevos máximos históricos (más de 75 dólares puntualmente), después de la tregua relativa abierta tras el paso de los huracanes *Katrina* y *Rita* en el golfo de México a finales del verano del pasado año. En este nuevo episodio de inestabilidad el detonador fueron las informaciones relativas a la posibilidad de que Estados Unidos decidiera lanzar un ataque militar contra Irán, como represalia por el desarrollo del programa de enriquecimiento de uranio de ese país. El riesgo de interrupción de los suministros volvía a emerger ante la posibilidad de un nuevo conflicto en Oriente Medio. Este temor se sumaba a otros problemas, como las dificultades de otro gran país exportador, Nigeria, o el muy bajo nivel de capacidad extractiva y de refino excedentaria global, etc.

...y por el potente tirón del crecimiento de la economía mundial, más intenso de lo previsto hace unos meses.

Todos estos problemas de oferta probablemente no aflorarían si no fuera por el impresionante tirón de la demanda de crudo. Un tirón que surge de un crecimiento económico mundial más fuerte de lo esperado. El propio Fondo Monetario Internacional (FMI) ha debido elevar notablemente –del 4,3% al 4,9%– las previsiones de crecimiento para 2006 efectuadas en otoño. Donde la revisión ha sido superior ha sido en el grupo en que el FMI engloba las economías emergentes y los países en vías de desarrollo: China, India, Brasil, México, Rusia, etc. Ahí el crecimiento esperado en 2006 es del 6,9%, y no olvidemos que se trata de países cuya propensión al consumo energético suele ser más alta que la de las economías avanzadas. Este mes se ha conocido el crecimiento de China en el primer trimestre: más del 10%. El tirón se transmite también a los mercados de materias primas –cierto que con la inestimable ayuda de los fondos especulativos– de manera que los precios de algunas de uso industrial como el cobre o el cinc se han disparado incluso por encima del 25% registrado por el petróleo.

Esta vez tampoco hay señales de problemas en el campo de la inflación, aunque de todas formas los bancos centrales están tensando sus políticas monetarias.

Si la subida del crudo es un problema principalmente de demanda, parece menos problema. De un lado, una eventual desaceleración de la actividad bastaría para devolver los precios del barril a niveles más moderados; de otro, unos precios altos pueden ser incluso buenos para enfriar algo el frenético ritmo de expansión de algunas economías. En cualquier caso, queda el otro tema importante: la inflación. Pero ciertamente no estamos en los setenta ni en los ochenta. Los índices de precios de consumo recogen la subida de los precios de la gasolina, del gasoil y otros derivados, pero apenas hay transmisión de estas tensiones al resto de bienes y servicios, al menos por ahora. Los bancos centrales han empezado a tensar sus políticas monetarias, pero los tipos a largo plazo, si bien han abandonado la zona de mínimos, todavía transitan por territorios sosegados.

El caso más ilustrativo es el americano. De la subida de los tipos de interés y del encarecimiento del petróleo podría esperarse un cierto retraimiento del consumidor en Estados Unidos. Nada más lejos de la realidad. En contra de lo previsto por el mercado, el índice del *Conference Board*,

que mide los niveles de confianza de los consumidores, ha experimentado un sensible aumento en abril. Creemos que más adelante las familias americanas acabarán moderando la exuberancia consumista, pero en cualquier caso la inercia actual parece garantizar un crecimiento apenas inferior al 3,5% de 2005. Los problemas como el déficit exterior y el déficit público siguen ahí, pero de momento se crea empleo (casi 600.000 puestos de trabajo en el primer trimestre), las empresas generan beneficios altos y la inflación no se sale del guión.

Curiosamente, lo que parece incomodar más a los Estados Unidos es el gran déficit de su balanza comercial frente a China. La apabullante competitividad de las manufacturas chinas en el mercado americano levanta reflejos proteccionistas que el presidente Bush apenas puede contener. La visita del presidente chino Hu Jintao este mes no ha resuelto gran cosa, aunque se cerraron importantes contratos de venta de aeronaves y *software* americano al gigante asiático. Una de las demandas más insistentes tanto desde el mundo académico como político de Estados Unidos es la revalorización del yuan, la moneda china, que se considera infravalorada y por tanto constituiría un elemento de competencia desleal.

Algo de esto debe haberse asumido en la reunión del G-7 (el grupo de los países más ricos del mundo) y los países emergentes desarrollada en Washington con motivo de los encuentros de primavera del FMI y del Banco Mundial. Rodrigo Rato, director gerente del FMI, abogó por un realineamiento de los tipos de cambio que contribuyera a moderar los grandes desequilibrios de balanza de pagos. La lógica está clara: los elevados y persistentes superávit por cuenta corriente de las economías asiáticas deberían conducir a una elevación de sus tipos de cambio, mientras que el galopante déficit estadounidense exigiría una devaluación del dólar. Y mejor una devaluación controlada que un desplome que provocara un súbito aumento de los tipos de interés de los bonos a largo plazo y una huida de capital.

Estados Unidos parece más preocupado por el alud de importaciones de productos procedentes de China que por la escalada del petróleo.

De momento, la principal consecuencia de estas propuestas parece haber sido el notable fortalecimiento del euro en los últimos días. Su cotización ha superado los 1,25 dólares, el nivel más alto en siete meses. Pero no se trata sólo de las declaraciones de los políticos. La debilidad del dólar recoge el anuncio del agotamiento de la fase alcista de los tipos de interés de referencia de la Reserva Federal, así como las buenas noticias de los indicadores de actividad de la zona del euro.

Un fortalecimiento excesivo del euro no es lo que le conviene a la eurozona, ahora que parece consolidarse la frágil recuperación iniciada el pasado año. En Alemania, las encuestas de opinión han sorprendido por sus buenos resultados y el optimismo empresarial parece extenderse a los sectores clave de la economía. En Francia, la revuelta juvenil contra la reforma laboral puede haber afectado a algunos indicadores del mes de marzo, pero las favorables tendencias de fondo no se han roto. En Italia, la incógnita está en la política que seguirá el ejecutivo que forme Romano Prodi tras la victoria de la coalición de centro-izquierda en las recientes elecciones.

El dólar retrocede frente al euro, en un entorno de buenas noticias referidas a la economía europea.

Economía española: buenos resultados en el primer trimestre

La economía española mantiene la velocidad de crucero de finales de 2005, con un crecimiento del producto interior bruto próximo al 3,5%. La demanda interior podría haber perdido algo de fuelle en los dos primeros meses en el ámbito de consumo privado, pero la firmeza de fondo es todavía apreciable. El gasto en el sector de

El crecimiento de la economía española se mantiene firme.

Síntomas de mejora en las exportaciones, después de un año de estancamiento y de pérdida de cuota.

construcción continúa mostrando una gran solidez, aunque el mercado inmobiliario sigue emitiendo algunos signos de moderación, como el menor aumento de los precios de la vivienda. La inversión en bienes de equipo mantiene el tono expansivo, pero con tendencia también a moderar las elevadas tasas de meses anteriores.

Por el contrario, las exportaciones de bienes parece que comienzan a dejar atrás el bache de los últimos meses. En enero y febrero las ventas al exterior presentaron unos resultados más aceptables. Se trata de unos registros que deben interpretarse todavía con prudencia, pero que han permitido recobrar algo de moral después de que en 2005 la industria española sufriera un importante retroceso en su cuota de mercado de exportación. Indudablemente, la consolidación de la mejora de la economía europea está favoreciendo las ventas españolas en lo que constituyen sus mercados más tradicionales. De todas formas, el déficit de la balanza comercial no ha recogido la mejora de las exportaciones porque las compras al exterior siguen pulsando con fuerza y los precios de la energía importada lastran el cómputo total.

Elevada creación de empleo, condiciones financieras favorables y buenos resultados empresariales caracterizan el actual momento de la economía española...

El impulso que mantiene la economía española le permite seguir creando empleo a un ritmo elevado. No se trata de puestos de trabajo de elevada cualificación que ayuden a elevar la productividad. Pero permiten sostener la notable expansión del gasto de las familias, tanto de consumo como de inversión. Con la ayuda, por supuesto, de unas condiciones financieras muy favorables, pese al ligero ascenso de los tipos de interés. En febrero, el crédito a hogares para la compra de vivienda mostraba todavía un ritmo de crecimiento interanual de más del 24%. Las empresas también experimentan un buen momento financiero, que se pone de manifiesto en los excelentes resultados de las empresas cotizadas en bolsa y de la muestra que recopila el Banco de España en su central de balances.

...pero la amenaza de la inflación y el mantenimiento del ciclo expansivo exigen mantener el ritmo de reformas estructurales.

El lado más oscuro de la coyuntura, junto al déficit exterior, continúa siendo la inflación. Apenas transcurrido el primer cuatrimestre del año, las esperanzas de una moderación sensible de las tensiones de precios han empezado a desvanecerse. La culpa es del petróleo. Llenar el depósito de combustible nunca fue tan caro. Pero siguen observándose fuertes resistencias a la moderación de precios en los alimentos elaborados (aceite, carne de vacuno, pescado) o en los servicios (correos, transporte público, servicios hospitalarios, reparaciones del automóvil).

La presión de la demanda y la escasa respuesta de la misma a las subidas de los precios en un entorno de optimismo económico no ayudan precisamente a contener la inflación. La política económica se encuentra con limitaciones evidentes a la hora de afrontar el problema de los precios. En el último Consejo de Ministros de abril, el Gobierno dio luz verde a un nuevo conjunto de medidas económicas que se llevará a cabo durante los próximos meses y uno de cuyos objetivos es precisamente mejorar la eficiencia de algunos mercados y de esta forma luchar contra la inflación. Es el caso del sector energético y del transporte ferroviario de mercancías. En el ámbito de la política presupuestaria, se trataría de limitar el crecimiento del gasto público en línea con el crecimiento del producto interior bruto. También se han planteado cambios en el mercado hipotecario, con el objetivo de abaratar el cambio de hipoteca y promover la utilización de préstamos hipotecarios a tipo mixto en un contexto futuro de tipos de interés más elevados que los actuales. Cabe destacar, por último, el principio de acuerdo que empieza a concretarse entre patronal, sindicatos y Gobierno cuyo fin es reducir la temporalidad en la contratación laboral.

CRONOLOGÍA

2005

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	**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.

2006

enero	**20**	El Gobierno presenta los anteproyectos de reforma del **impuesto sobre la renta de las personas físicas** y del **impuesto de sociedades**.
	31	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,50%.
marzo	**2**	El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 2,50%.
	24	El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (11.954,4) con una ganancia acumulada del 11,4% con relación al final de diciembre de 2005.
	28	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,75%.
	31	El gobierno aprueba un **paquete de política económica** con medidas presupuestarias, del mercado hipotecario, sector energético y transporte ferroviario.
abril	**21**	El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 73,85 dólares por barril.
	27	El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (11.382,5) con un alza del 6,2% en relación con el final del año 2005.

AGENDA

Mayo

- **4** Reunión del Consejo de Gobierno del BCE.
- **5** Índice de producción industrial (marzo).
- **10** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- **11** Avance PIB (primer trimestre). Avance PIB zona euro (primer trimestre).
- **12** Índice de precios de consumo (abril).
- **17** IPC armonizados de la Unión Europea (abril).
- **24** PIB (primer trimestre).
- **25** Índice de precios industriales (abril).
- **30** Indicador adelantado del IPC armonizado (mayo).

Junio

- **1** Reunión del Consejo de Gobierno del BCE.
- **5** Índice de producción industrial (abril).
- **13** Índice de precios de consumo (mayo).
- **14** Encuesta trimestral de costes laborales (primer trimestre).
- **15** IPC armonizados de la Unión Europea (mayo).
- **26** Índice de precios industriales (mayo).
- **29** Indicador adelantado del IPC armonizado (junio). Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

COYUNTURA INTERNACIONAL

El FMI espera un mayor crecimiento global para 2006.

La expansión se equilibra, con Japón y los países emergentes añadiéndose al grupo de cabeza de China y EEUU.

Previsiones del FMI: el crecimiento es sólido pese al petróleo y a los déficit comerciales

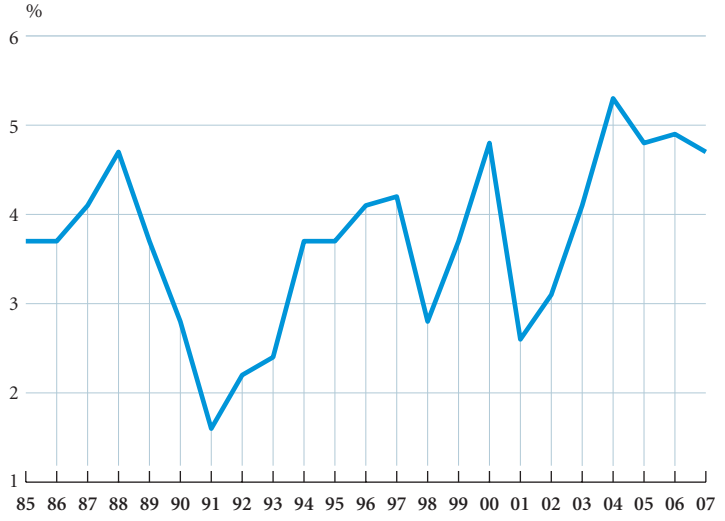
El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe de perspectivas de la economía mundial de abril, ha elevado sus previsiones de crecimiento para 2006 del 4,3% al 4,9%, y para 2007 deja el avance en el 4,7%. La expansión mundial se viene mostrando más sólida de lo esperado, gracias a unas benignas condiciones financieras que compensan con holgura los desastres naturales y el encarecimiento de la energía. La producción industrial, el comercio, la confianza de los consumidores y los mercados laborales se fortalecen.

La expansión también se está haciendo más equilibrada. A Estados Unidos y China se les unen Japón y las economías emergentes. Para Estados Unidos se espera en 2006 un crecimiento del 3,4%, y en 2007, del 3,3%. El empleo, los pedidos de capital y la producción industrial sugieren que la ralentización de finales de 2005 fue puntual. En 2006 habrá una moderación del fuerte consumo privado por el debilitamiento del mercado de la vivienda. También se prevé un empeoramiento de las finanzas públicas.

Se espera una ligera mejora del nivel de actividad en Europa, con una expectativa de crecimiento para 2006 que pasa del 1,8% al 2,0%. La expansión no irá a más, con un avance del 1,9% para 2007. Pese a la revisión alcista, la demanda europea sigue siendo una incógnita, principalmente centrada en Alemania, con una expec-

EL CRECIMIENTO MUNDIAL MANTIENE UN TONO ALTO

Variación interanual del producto interior bruto (*)



NOTA: (*) 2006 y 2007 son previsiones.
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje

	2004	2005	2006 (1)	2007 (1)
PIB				
Estados Unidos	4,2	3,5	3,4	3,3
Japón	2,3	2,7	2,8	2,1
Alemania	1,6	0,9	1,3	1,0
Francia	2,1	1,4	2,0	2,1
Italia	0,9	0,1	1,2	1,4
Reino Unido	3,1	1,8	2,5	2,7
España	3,1	3,4	3,3	3,2
Zona del euro	**2,1**	**1,3**	**2,0**	**1,9**
Economías avanzadas	**3,3**	**2,7**	**3,0**	**2,8**
Total mundial	**5,3**	**4,8**	**4,9**	**4,7**
Países en desarrollo	*7,6*	*7,2*	*6,9*	*6,6*
América Latina	*5,6*	*4,3*	*4,3*	*3,6*
Europa del Este y Central	*6,5*	*5,3*	*5,2*	*4,8*
Rusia	*7,2*	*6,4*	*6,0*	*5,8*
China	*10,1*	*9,9*	*9,5*	*9,0*
Precios al consumo				
Estados Unidos	2,7	3,4	3,2	2,5
Japón	0,0	–0,3	0,3	0,6
Alemania (2)	1,8	1,9	1,8	2,5
Francia (2)	2,3	1,9	1,7	1,8
Italia (2)	2,3	2,3	2,5	2,1
Reino Unido (2)	1,3	2,1	1,9	1,9
España (2)	3,1	3,4	3,4	3,1
Zona del euro (2)	**2,1**	**2,2**	**2,1**	**2,2**
Economías avanzadas	**2,0**	**2,3**	**2,3**	**2,1**
Países en desarrollo	*5,7*	*5,4*	*5,4*	*4,8*
Tasa de paro (3)				
Estados Unidos	5,5	5,1	4,9	5,1
Japón	4,7	4,4	4,1	4,0
Alemania	9,2	9,1	8,7	8,8
Francia	9,5	9,6	9,6	9,1
Italia	8,3	8,1	7,8	7,6
Reino Unido	4,8	4,8	4,9	4,8
España	11,0	9,2	8,6	8,5
Comercio mundial en volumen (4)	**10,4**	**7,3**	**8,0**	**7,5**
Precio del petróleo ($/barril) (5)	**30,7**	**41,3**	**14,8**	**2,9**

NOTAS: (1) Previsiones de abril 2006.
(2) Índice de precios de consumo armonizado.
(3) Porcentaje de población activa.
(4) Bienes y servicios.
(5) Media de precios spot de las calidades Brent. Dubai and West Texas Intermediate oil. El precio medio del petróleo en dólares por barril previsto es de 61,25 en 2006 y 63,00 en 2007.
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

Mejoran las perspectivas para Europa pero persisten dudas sobre Alemania e Italia.

tativa de crecimiento del 1,3% para 2006 y de un magro 1,0% para 2007. Mejoran ligeramente las perspectivas de expansión para Francia y Reino Unido, pero siguen empeorando para Italia. España sigue siendo una positiva excepción, con una previsión para 2006 del 3,3%, revisada al alza, y del 3,2% para 2007.

La expansión japonesa está más afirmada de lo que parecía en un principio, gracias a que esta vez se basa en la demanda interna. Se revisa el crecimiento para 2006 del 2,0% al 2,8%. Sin embargo, Japón tiene pendiente el paso a un nuevo marco de política monetaria tras la era deflacionista, la recuperación del equilibrio presupuestario y la reactivación del avance de la productividad. Factores que deben drenar fuerza al crecimiento y que dejan la previsión para 2007 en el 2,1%. También se espera un mayor crecimiento para China. La revisión de la forma de medir el producto interior bruto (PIB) ha traído una mayor participación de los servicios y un aumento de las tasas de crecimiento, que en el periodo 1993-2004 arroja una tasa promedio del 10%. Para 2006 se espera un 9,5%. El sector inmobiliario debe fortalecer el ritmo de actividad pero la gripe aviar constituye un riesgo significativo, con importantes efectos potenciales, dejando aparte las pérdidas humanas, sobre el presupuesto público y los sistemas de pago.

La inflación sigue bajo control, a pesar del petróleo.

Un elemento positivo ha sido la persistente moderación de precios ante la presión de los mercados del petróleo. La globalización ha tenido un efecto compensador, pero esto podría estar llegando a su fin, a causa de los elevados niveles de utilización de la capacidad productiva. El incremento de precios junto con unas condiciones financieras menos laxas y con tipos de interés al alza debe afectar negativamente a los elevados beneficios empresariales. En Estados Unidos, éstos coexisten sin embargo con un flojo gasto de inversión empresarial.

El principal riesgo son los desequilibrios comerciales, cuya solución pasa por un reajuste del dólar.

El principal riesgo para el crecimiento son los desequilibrios comerciales, con un sesgo del ahorro mundial excesivamente centrado en los países emergentes. Su corrección pasa por un ajuste a la baja de la cotización del dólar. Otro riesgo importante son los desequilibrios fiscales y la falta de políticas decididas para subsanarlos en un momento especialmente propicio.

Para 2006 el precio medio esperado del barril de petróleo es de 61,25 dólares por barril, en línea con la previsión anterior. Las crisis de Nigeria, Irak e Irán, que juntos suman el 11% de la producción mundial, tendrán su efecto sobre la oferta, y para 2007 se espera un precio medio de 63,00 dólares por barril. Rusia engrosa la lista de riesgos como suministrador de gas poco fiable. El aumento de inversión para adaptar la oferta a las necesidades de consumo no está siendo lo productivo que cabría esperar, debido a explotaciones cada vez menores, falta de personal cualificado tras años de petróleo barato y barreras legales en ciertos países.

Las tres razones de la frugalidad china

El embajador Macaurtney presentó los obsequios ante el emperador Qien Long, pero ante el asombro del británico, su majestad exclamó que, si bien agradecía el tributo del lejano país vasallo, nada de aquello necesitaba, pues de todo tenía ya. Desde entonces, muchos han sido los que han visto frustradas sus expectativas de vender algo en gran cantidad a los consumidores chinos. Esta anécdota de finales del siglo XVIII contiene empero los tres ejes que definen la encrucijada del consumo chino de nuestros días. En primer lugar, haciendo honor a la actitud de su anciano gobernante, la tradicional propensión china a la frugalidad y al ahorro parece resistir bien el paso del tiempo. La China actual invierte sumas ingentes que llegan al 45% del producto interior bruto, pero su ahorro es aún más ingente y las supera en un 10%. China tiene por ello un conflictivo superávit exterior, pero lo más singular de esta situación es que el consumo privado representa solamente un tercio de la economía, cuando en el resto del mundo representa dos tercios, y adicionalmente, también pierde comba en términos de gasto público. ¿Podemos afirmar entonces que no hay solución para estos ahorradores empedernidos?

CHINA RICA, CHINA POBRE

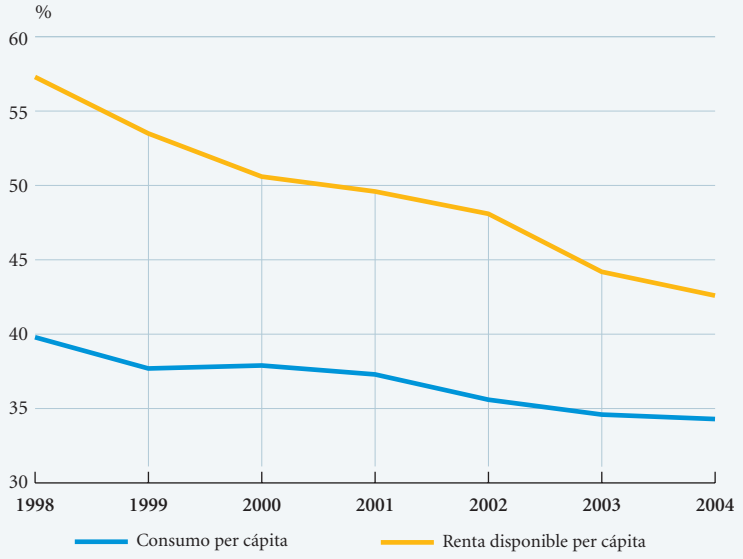
FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas de China, OCDE y elaboración propia.

Para contestar a esto podremos encontrar una pista en el segundo aspecto de nuestra historia. El emperador Qien Long no era estrictamente chino sino manchú, representando sólo a la entonces dominante élite bárbara del noreste, y es que en China hay muchos chinos pero, sobre todo, hay muchas *Chinas*. No existe un mercado único sino muchos, y sensiblemente más divergentes de los que pueda haber en el conjunto de Europa. Desde 1978, con los inicios de la reforma de Deng Xiao Ping, una aguda brecha entre ricos y pobres, y de marcado cariz geográfico, se ha venido superponiendo al ya existente crisol de etnias y lenguas. El capitalismo a sorbos ha hecho que las regiones costeras fueran la punta de lanza de las reformas mientras que el interior sigue anclado en el pasado. Así, en 2005, la renta per cápita de Shanghai cuadruplicaba a la nacional, mientras que a modo de ejemplo las provincias occidentales de Sichuan, Gansu y Guizhou, con 173 millones de habitantes, no llegaban a la mitad. El mayor problema de la presente economía china es que dos terceras partes de chinos tienen una participación casi nula en el desarrollo económico de los últimos años.

Además, la diferencia interior-costa y campo-ciudad sigue aumentando en medio de un proceso de crecimiento divergente. En 1998, el consumo en términos reales de un hogar en el medio rural sólo representaba un 57% de su equivalente en el medio urbano. Lejos de mejorar, en 2004 la misma proporción había bajado al 42%. A finales de 2005, el PIB de las provincias costeras, 36% de la población, se acercaba ya al 60% del total, también tendente al alza. La enormidad geográfica y la escasez de los medios de transporte, en especial a las regiones del interior, juegan aquí en contra, y hacen aflorar en toda su magnitud el atraso acumulado del gigante amarillo. A pesar de las gigantescas inversiones realizadas, la densidad de la red de carreteras aún es muy baja. Incluso sin considerar las despobladas regiones de Xinjiang, Tibet y Qinghai, la densidad de kilómetros de carretera no llega a la mitad de la estadounidense, con una densidad de población seis veces inferior al área considerada. Las líneas de ferrocarril son insuficientes a todas luces, con el mayor grado de utilización del mundo, diez veces superior a la media europea y de cualquier otro país rico. Cuando en China se habla de cuellos de botella, es por razones de peso.

EL CAMPO Y LA CIUDAD SIGUEN CAMINOS DIVERGENTES

Evolución del gasto de consumo y renta disponible rural respecto a la urbana



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas de China y elaboración propia.

Estas dos realidades del coloso amarillo tienen su reflejo en el tipo de consumo. En el ámbito rural los gastos de alimentación siempre son la mayor partida, cercana al 60% de los gastos de consumo básico. En el periodo 1999-2004 éstos crecieron un 45% mientras que los de vestido se quedaron en un 20% y los servicios y menaje en un 8%. El único concepto que ha crecido en estos últimos años más que la alimentación ha sido el trasporte, reflejando las ya mencionadas dificultades de las provincias del interior. En la costera Shanghai, la mayor ciudad del país, símbolo del crecimiento de los últimos años, las cosas son bien diferentes. En 2005, la alimentación representaba un 36% del consumo de bienes básicos, bien por debajo del 44% de 2000. Él año pasado, el consumo de alimentos creció en Shanghai un 8% pero el gasto en vestido lo hizo un 17%. La cuestión es que si los habitantes de Shanghai son más presumidos de lo esperado, podría ser que la frugalidad china no fuera tan inamovible como parecía.

El tercer prisma de nuestra historia se encuentra en los trazos maestros que definieron el largo reinado de Qien Long, un contrarreformista que se caracterizó por una vuelta atrás y por un encerrarse en sí mismo. La China de hoy, miembro de la Organización Mundial del Comercio y comprometida en la continuidad de sus reformas económicas, da unas señales netamente mejores. Sin embargo, la mejora institucional sigue pendiente. Ello exigirá el refuerzo de los derechos de propiedad, especialmente en el ámbito rural, dar libertad a las personas para abandonar la actividad agrícola y acceder a la ciudad y por último, la mejora de los gobiernos locales. Entonces, tal vez pudiera resultar que los chinos del interior fueran tan presumidos como los de la exuberante Shanghai.

La locomotora americana marcha pero precisa de ajustes

En los aledaños del Capitolio un nombre sonaba en muchos comentarios. El hombre del mes no era el presidente chino Hu Jintao, de visita en Estados Unidos, ni tampoco el todopoderoso consejero político Karl Rove, sino Rob Portman, antiguo supervisor de comercio ascendido ahora a jefe de la Oficina de Gestión y del Presupuesto. El mejor hombre del presidente.

Gracias a Portman, la administración Bush ha podido resistir con cierto éxito los cantos de sirena proteccionistas que, buscando cabezas de turco, acusan a China como agente principal del creciente déficit exterior. El lunar de una economía que, por otra parte, crece al 3,2% sin provocar inflación. Es indudable que una apreciación del renminbi y un mayor consumo interno ayudarían a reducir el superávit bilateral de China con Estados Unidos. Pero el exceso de consumo de los propios americanos queda más cercano, y es más relevante para subsanar el equilibrio exterior.

Una buena manera de empezar es poner cierto orden en las arcas públicas, de ahí el nombramiento de Mr. Portman. Desde 2000, la combinación de las bajadas impositivas con incrementos del gasto gubernamental, criticada desde todas las posiciones indistintamente, no hace ningún bien ni al equilibrio presupuestario ni a la balanza comercial. Sin Portman, habrá que estar atentos a posibles efervescencias proteccionistas.

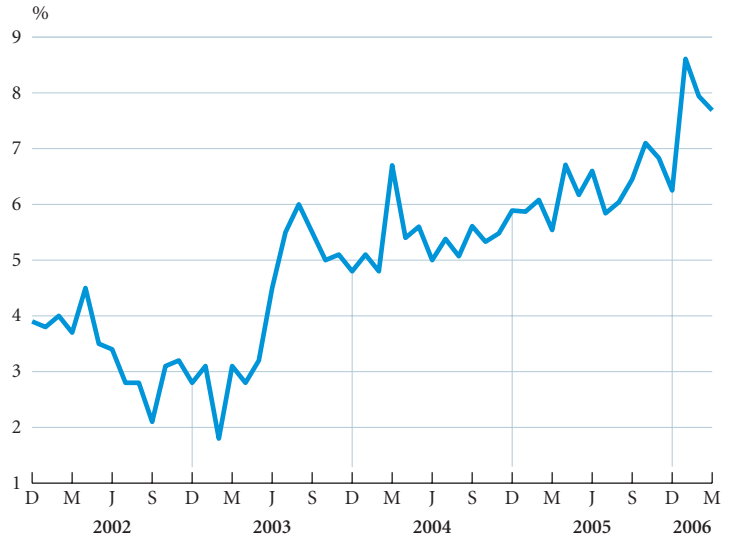
Estados Unidos crece con solidez y sin tensiones inflacionistas...

...pero aumenta el descontento por el déficit comercial y exterior.

Otro gran responsable del déficit exterior es el consumo privado. No importa si hace frío, si hace calor o si el petróleo se pone por las nubes; el consumo no sólo aguanta sino que acelera. Las ventas minoristas de marzo, excluyendo los volátiles vehículos a motor y la encarecida gasolina, crecieron un 8,7% interanual, cuando hace un año lo hacían al 4,8%. Así, la extravagancia consumista supera, por ahora, el cada vez más agobiante cerco de la energía sobre los pre-

ESTADOS UNIDOS: EL CONSUMO SIEMPRE A FLOTE

Variación intermensual anualizada de las ventas minoristas sin automóviles ni gasolina (*)



NOTA: (*) Serie ciclo-tendencia.
FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

Los indicadores de consumo derrochan vigor y optimismo.

supuestos familiares. Al problemático petróleo, se le añade el encarecimiento de la energía eléctrica generada en centrales de gas, de producción más flexible, su precio actúa de liebre sobre los demás.

Pese al sólido crecimiento, y a que la desaceleración es mucho más suave de lo que se esperaba, pese al entusiasmo de los consumidores y pese al encarecimiento de las materias primas y de la energía, las tensiones inflacionistas no aparecen.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

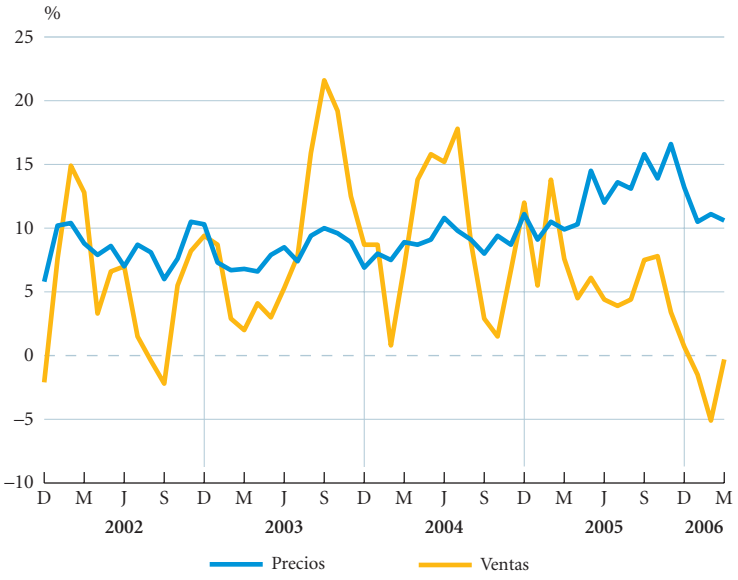
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005				2006	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	4,2	3,5	3,6	3,6	3,6	3,2	–	...
Ventas al por menor	6,2	7,2	6,4	7,9	8,2	6,2	9,4	7,5
Confianza del consumidor (*)	96,1	100,3	104,2	102,3	98,9	95,8	106,8	102,7
Producción industrial	4,1	3,2	4,0	3,1	2,7	3,0	2,9	3,0
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	60,5	55,5	55,7	53,2	56,0	57,0	54,8	56,7
Venta de viviendas unifamiliares	10,0	6,7	5,1	6,9	11,5	3,5	1,1	–13,4
Tasa de paro (**)	5,5	5,1	5,2	5,1	5,0	4,9	4,7	4,8
Precios de consumo	2,7	3,4	3,0	3,0	3,8	3,7	4,0	3,6
Balanza comercial (***)	–618	–724	–651	–672	–695	–724	–734	–740

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.

ESTADOS UNIDOS: EL LADRILLO ATERRIZA CON SUAVIDAD

Variación interanual del precio y las ventas de la vivienda de segunda mano



FUENTES: Federal Housing Board y elaboración propia.

El índice de precios de consumo (IPC) de marzo se desaceleró hasta el 3,4% interanual, y el componente subyacente, excluidos energía y alimentos, sigue anclado en el 2,1%. El dato fue algo peor de lo esperado por culpa del vestido. Pero las quejas no vienen del IPC mismo sino de los riesgos, que para los próximos meses se concretan en los elevados niveles de utilización de la capacidad productiva y, paradójicamente, en el enfriamiento del mercado inmobiliario.

La vivienda se desacelera de forma pausada, tal y como quería la Fed. Las ventas bajan y los precios crecen menos, aunque aún por encima del 10% interanual. Detrás de esta desaceleración está la subida del tipo medio de las hipotecas, que a plazo fijo llega al 6,5%, frente al 5,8% de hace un año, con lo que comprar la casa es hoy un 7% más difícil que en la pasada primavera. Esto produce una relativa mejora de las cargas financieras de quienes viven de alquiler, lo que hace esta opción más atractiva, pudiendo redundar en un encarecimiento de las rentas.

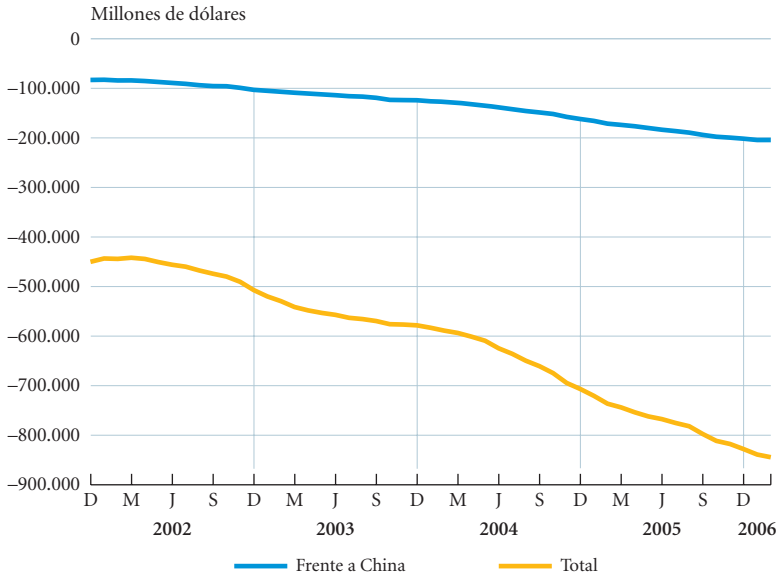
Se sustituiría entonces la presente inflación de activos inmobiliarios por inflación de consumo, afectando al componente subyacente. En todo caso, el tensionamiento de precios coincidiría con factores de enfriamiento más que de calentamiento: desaceleración del precio de la vivienda, con menor efecto riqueza de apoyo al consumo, y presupuestos familiares más reducidos. Todo ello traería menor exhuberancia consumista, hipótesis ya presente en el ánimo del público, tal como reflejan los índices de confianza del Conference Board, donde la percepción de la situación actual supera en mucho la de hace un año, pero no en la valoración de expectativas. Un consumo más moderado que pondría coto a la temida aceleración de precios.

En este mismo sentido, las tensiones salariales parecen controladas. Se crearon 590.000 nuevos empleos en el primer

La inflación está controlada, pero los elevados niveles de utilización de la capacidad y la subida de alquileres son un riesgo importante.

ESTADOS UNIDOS: NO TODO ACABA EN CHINA

Balanza comercial de Estados Unidos, suma de los últimos 12 meses



FUENTES: Department of Commerce y elaboración propia.

Las importaciones de China agrandan el déficit exterior, pero los elevados niveles de consumo, público y privado, también.

trimestre de 2006, cifra envidiable pero inferior en 73.000 puestos a lo que se creía hace un mes. La creación de empleo sigue sin aupar los salarios, que apenas mantienen su nivel adquisivo. Los índices de actividad y de percepción empresariales también atestiguan el buen momento presente. Pero hay que recordar que, fruto de los bajos tipos de interés, de la contención salarial y de los precios de equipo, los beneficios están en máximos en términos del PIB nominal. Todo cambio nos llevaría a abandonar estos máximos y traería más enfriamiento.

El déficit comercial supera el 6% del producto interior bruto (PIB), sigue aumentando y por ahora no se ve el final. Pese al enorme déficit bilateral con China, que es deficitaria con el resto del mundo, el desequilibrio exterior no es una anomalía china sino americana. Una menor avidez de sus consumidores, una pérdida de fuerza de la vivienda, un presupuesto equilibrado y tal vez unos beneficios empresariales abandonando máximos deberían contribuir a la reducción de este desequilibrio.

Japón, la tierra del optimismo naciente

Japón vuelve al grupo de cabeza de las economías en crecimiento...

Los esforzados impulsores del crecimiento mundial han dado la bienvenida a un nuevo compañero, un hijo pródigo que había estado ausente por mucho tiempo. Japón es el hijo pródigo de la economía mundial que, tras una década sin conocer expansiones duraderas, ha vuelto. El PIB ya creció al 2,7% durante 2005, pero la noticia del mes es que el hijo pródigo ha vuelto cambiado, redimido.

El cambio es que el mayor contribuyente a la recuperación es el consumo privado, tradicional pariente pobre de la economía nipona. La presente recuperación se sustenta en factores de demanda interna, y esto es novedad. Más allá de los guarismos de las cuentas nacionales, esto implica un cambio hacia una acti-

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

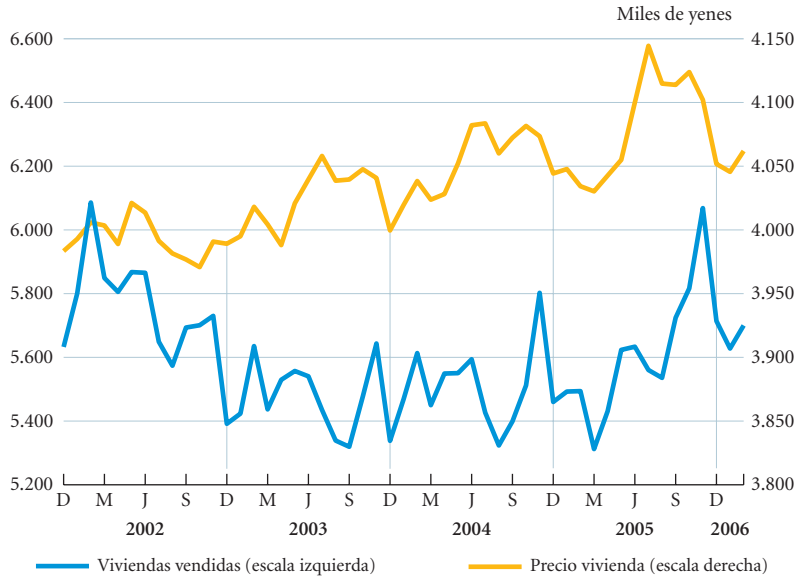
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005				2006	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	2,3	2,7	1,1	2,7	2,8	4,3	–	...
Ventas al por menor	–0,9	1,4	0,6	3,1	1,1	0,7	0,0	0,9
Producción industrial	5,3	1,5	2,3	0,3	–0,1	3,6	2,8	2,5
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	20,5	18,0	14,0	18,0	19,0	21,0	–	20,0
Viviendas iniciadas	2,6	3,8	1,4	2,2	4,9	6,9	–2,4	13,7
Tasa de paro (**)	4,7	4,4	4,5	4,3	4,3	4,5	4,5	4,1
Precios de consumo	0,0	–0,3	–0,2	–0,1	–0,3	–0,5	0,5	0,4
Balanza comercial (***)	13,8	10,3	13,2	12,1	10,9	10,3	9,9	9,8

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

JAPÓN: ¿LAS VIVIENDAS MARCAN EL CAMINO DE LA RECUPERACIÓN?

Viviendas en el área de Tokio (*)



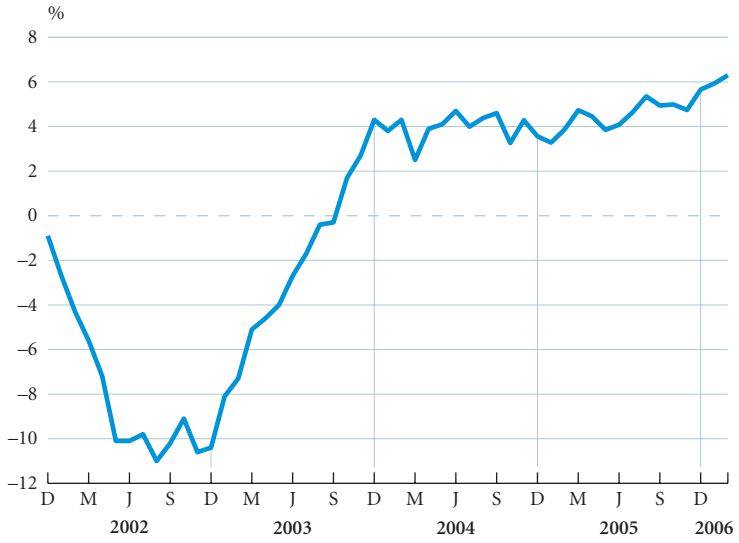
NOTA: (*) Series de ciclo-tendencia.
FUENTES: Instituto de la Economía Inmobiliaria de Japón y elaboración propia.

tud más optimista, tal como señalan las recientes encuestas gubernamentales, que muestran los máximos niveles de confianza de los últimos 15 años. Esta confianza, tratándose del cauto Japón no puede ser de otra manera, se sustenta en razones objetivas. Una es la mejora del mercado laboral, con una tasa de paro que en febrero sólo fue del 4,1% y con apreciables mejoras salariales. Otra, el mejor comportamiento del sector inmobiliario, que ya no baja sino que experimenta una moderada recuperación.

...y sus consumidores ganan confianza.

JAPÓN: LOS PEDIDOS DE MAQUINARIA MARCAN EL CAMINO

Variación interanual de los pedidos nacionales de maquinaria (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.
FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón y elaboración propia.

Pero este protagonismo del consumo no acaba de plasmar sus expectativas en los indicadores. Las ventas minoristas siguen sin recuperar la tendencia alcista que dominó en 2005. Una razón es que los prudentes japoneses, aunque ya ven las cosas bastante claras, prefieren primero reponer sus cuentas de ahorro, maltrechas tras tantos años de apatía económica. Ello es crucial porque sin los consumidores la continuidad del ciclo expansivo no es posible.

Se espera una recuperación de la inversión.

La inversión fue ralentizándose a lo largo del año pasado, y en estos momentos el grado de utilización de la capacidad productiva está en máximos, tal como denotan las últimas encuestas Tankan de sentimiento empresarial. El repunte de los pedidos de maquinaria, tanto de origen interior como exterior –más volátil– auguran una recuperación del pulso inversor. Pero éste tendrá que apoyarse en la demanda interna, es decir, en los consumidores japoneses, porque la fuerte contribución del sector exterior al crecimiento del último trimestre de 2005 es más un tocar fondo que preludio de expansiones futuras. La balanza de bienes y servicios de los últimos doce meses hasta febrero muestra una muy ligera tendencia a la baja, aliviada por la recuperación de las exportaciones, pero siempre dominada por la fuerza importadora.

Los precios energéticos aúpan la inflación, pero el efecto psicológico es lo relevante.

El fin de la deflación es otro de los motivos de optimismo. El IPC sin alimentos avanzó en febrero un 0,4% interanual. Esta salida del túnel tiene sin embargo tres peros. Con el encarecimiento de la energía, Japón está importando una inflación que, cuando cese, debería tirar los índices hacia abajo; los deflactores del PIB siguen sin reflejar subidas de precios; y, además, los precios de Tokio tuvieron en marzo un crecimiento nulo. Pese a todo, el efecto psicológico ya se ha dado y tal vez sea esto lo más importante.

La alta utilización de la capacidad productiva, las expectativas de los consumidores y el final de la deflación marcan un camino que el banco central ve claro, pero es también un camino de espinas.

En primer lugar, queda por solucionar la cuestión de la elevada deuda pública, acumulada tras años de estancamiento, lo que debe drenar crecimiento. También queda pendiente la reforma del sector bancario y la cuestión del crecimiento potencial de Japón. Con una demografía de envejecimiento, la productividad y la reducción de costes laborales unitarios son elementos básicos para aumentar este potencial, indicadores que últimamente no marchan muy bien. Sin cumplir estos retos, la recuperación japonesa, aunque sólida y optimista, tiene un techo relativamente más bajo que el de otras economías avanzadas.

Japón no puede ignorar las reformas pendientes, su deuda y la baja productividad.

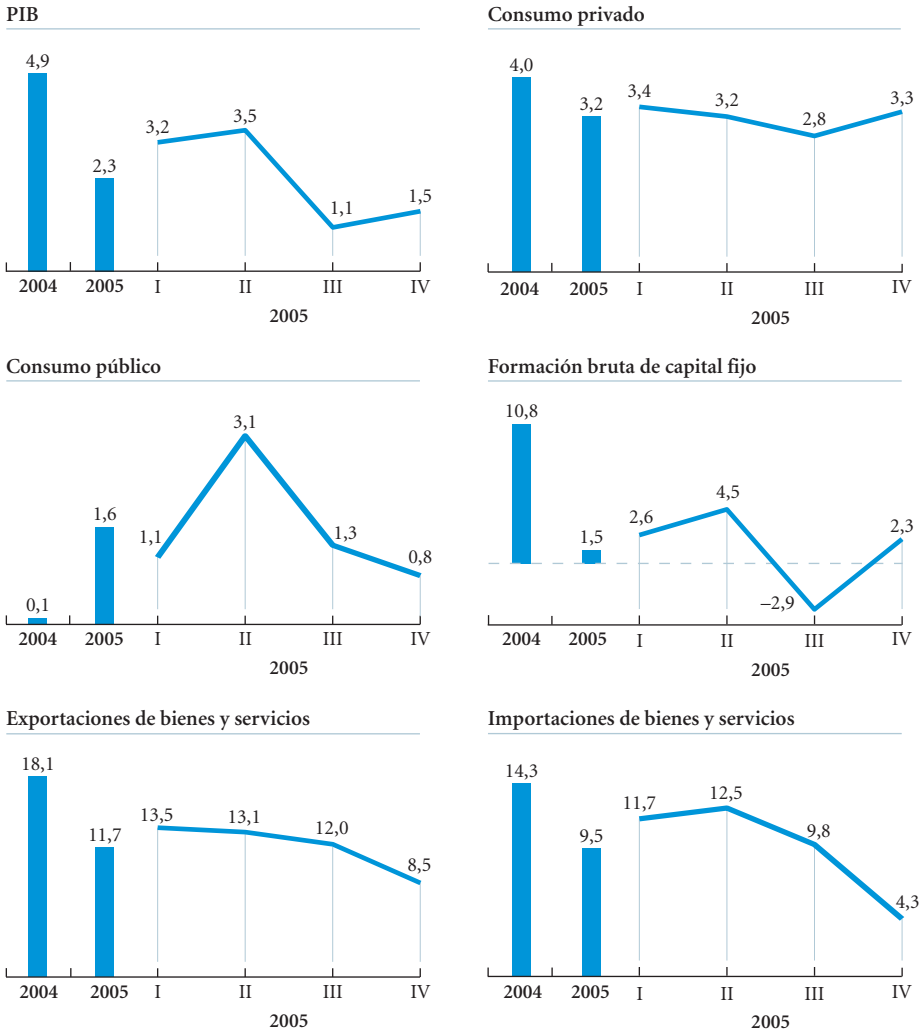
Brasil: equilibrio a la espera de mayor crecimiento

Brasil recupera el tono, pero sólo parcialmente.

La economía brasileña recuperó a finales de año el tono perdido, pero el crecimiento sigue siendo bajo. En contraste con Argentina, se crece menos, pero la inflación está bajo control y el sector exterior

EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005				2006			
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo	Abril
PIB real	4,9	2,3	3,2	3,5	1,1	1,5	–	...	–	–
Producción industrial	8,3	3,1	3,9	6,1	1,4	1,3	3,2	5,4	...	...
Tasa de paro São Paulo (*)	18,8	17,0	17,0	17,5	17,2	17,2	15,7	16,3	...	...
Precios de consumo	6,3	5,8	6,0	6,6	5,2	5,3	4,8	4,6	4,2	...
Balanza comercial (**)	33,7	44,8	35,9	38,3	41,2	44,8	45,4	45,5	45,8	44,2

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.
FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

aún tiene un mejor comportamiento que el de su vecino.

El sector exterior sigue ofreciendo superávit, pero las exportaciones flojean.

El PIB del cuarto trimestre avanzó un 1,5% interanual. Tasa modesta pero que rompe la marcada desaceleración del trimestre anterior. El consumo privado y la inversión recuperaron el tono aunque, especialmente en el segundo caso, sólo de forma parcial. De hecho, 2005 fue un año de fuerte ralentización en la formación de capital, pese a la necesidad de infraestructuras que tiene el país. En el lado positivo, la estabilidad macroeconómica sigue siendo una prioridad. El consumo público siguió desacelerándose con fuerza, consecuencia de las medidas de austeridad para enderezar la losa de las deudas contraídas en el pasado. El sector exterior también tuvo un buen comportamiento, aunque esta vez el principal factor fue la debilidad importadora.

Consumo minorista y producción industrial apuntan a una recuperación.

Los últimos indicadores mensuales de demanda apuntan a un mayor crecimiento para el primer trimestre. Las ventas minoristas evolucionaron ligeramente al alza, creciendo un 5,3% interanual en febrero. Las ventas de automóviles también apoyan las tesis alcistas. A pesar de tener un flojo comportamiento en marzo, empezaron el año con buen pie, con avances mucho más fuertes que los registrados en la segunda mitad de 2005.

La inflación controlada coexiste con un alto nivel de desempleo.

En el lado de la oferta también encuentra soporte la hipótesis alcista. La producción industrial y en especial su componente de bienes de capital también empezaron el año con más fuerza que con la que lo terminaron, avanzando en febrero un 5,4% y un 10,8% interanual, respectivamente.

A la espera de expansiones mayores, Brasil quiere seguir poniendo orden, y la mejor prueba de ello está en la estabilidad de precios. La inflación de marzo fue del 4,2% interanual, una cifra históricamente baja. El comportamiento de los precios mayoristas, que en febrero estuvieron por debajo de la cota del mismo periodo del año anterior, refuerza el escenario. Si los precios son el lado bueno, la persistencia del alto nivel de desempleo es el lado oscuro, con una tasa de paro en São Paulo que en febrero se encaramó hasta el 16,3%.

Por su parte, la balanza comercial siguió ostentando el mayor superávit del continente americano, con 44.236 millones de dólares durante los últimos doce meses hasta abril. Las importaciones de este primer trimestre están dominadas por los bienes de capital. Pero las expor-

taciones presentan una marcada desaceleración que en abril se acentúa, y sin fuerza exportadora, cualquier mejora de la demanda interna que hiciese aumentar las importaciones cambiaría esta situación.

Argentina cabalga con fuerza

La economía argentina mantiene el elevado tono de su recuperación. Con la crisis de 2002 quedando ya muy atrás, los mayores riesgos son la creciente inflación y un sector exterior que no acaba de tirar.

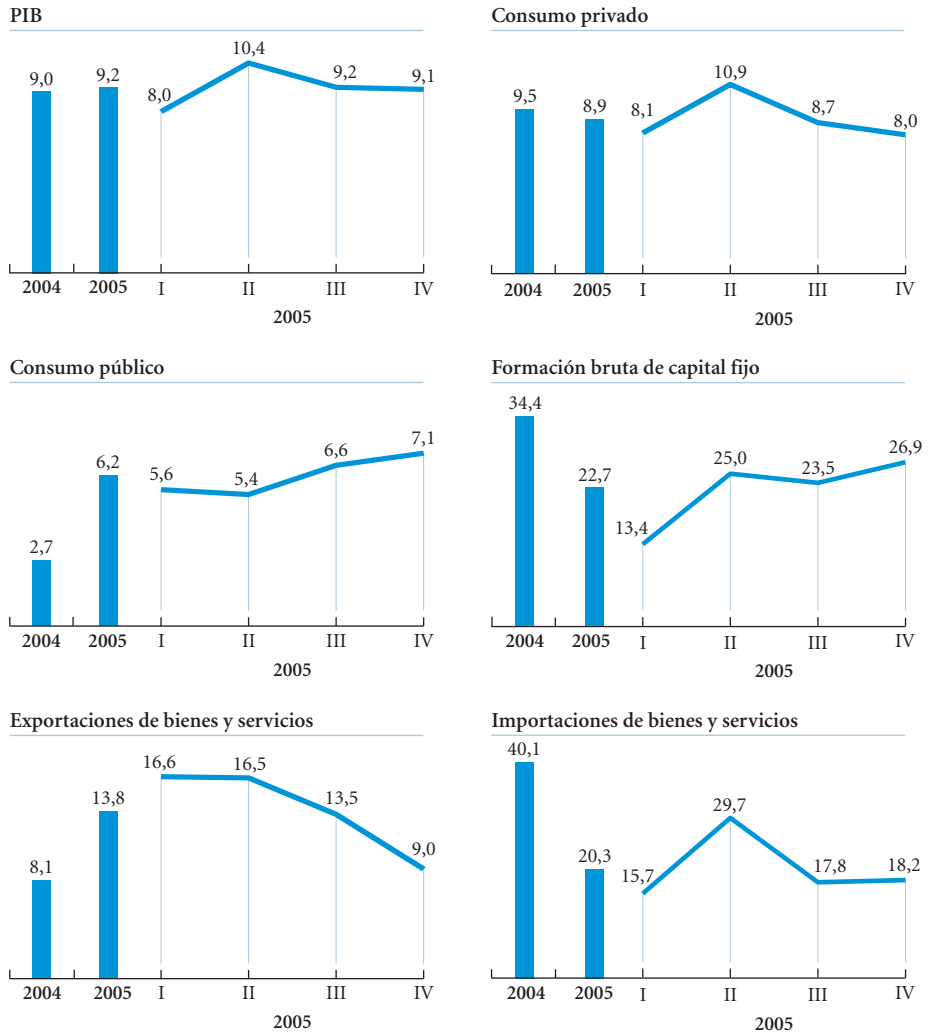
Argentina crece al 9,1% y culmina el tercer año de fuerte expansión.

El PIB argentino creció un 9,1% en el cuarto trimestre de 2005, culminando así el tercer año de expansión. Si bien el consumo privado siguió mostrando vigor, con avances del 8,0%, a lo largo de 2005 se ha producido cierto relevo de éste por la inversión como mayor contribuyente al crecimiento. El componente inversor llega así a representar el 22%

La inversión pasa al primer plano.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ARGENTINA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC) y elaboración propia.

ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB real	9,0	9,2	8,0	10,4	9,2	9,1	–	...	–
Producción industrial	6,9	7,3	7,0	7,8	7,2	7,1	6,4	7,3	5,8
Tasa de paro (*)	13,6	11,6	13,0	12,1	11,1	10,1	...	...	...
Precios de consumo	4,4	9,6	8,2	8,8	9,8	11,7	12,1	11,5	11,1
Balanza comercial (**)	12,1	11,3	11,9	11,0	11,4	11,3	11,3	11,3	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC) y elaboración propia.

La demanda sigue avanzando con fuerza.

La inflación argentina está muy por encima de la de sus vecinos.

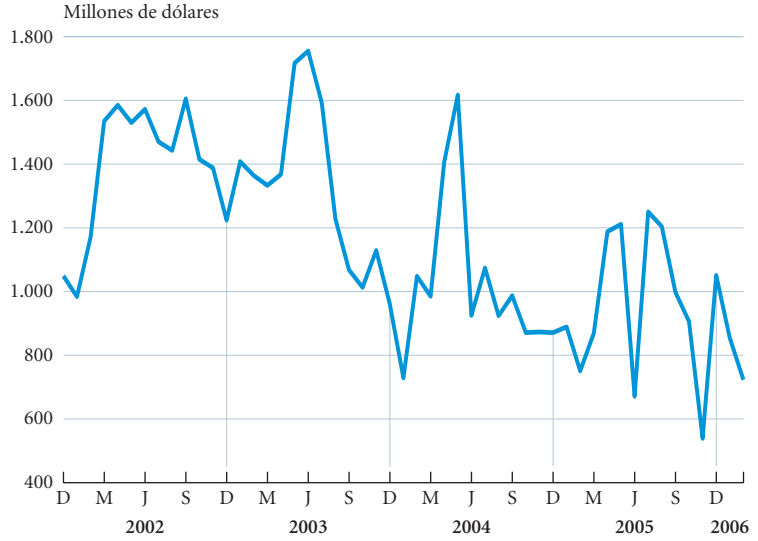
de la economía, lo que convierte Argentina en uno de los mayores inversores de la región, un proceso bienvenido en economías que antaño se caracterizaban por exceso de consumo y déficit de infraestructuras. En contraste, el sector exterior contribuyó negativamente al crecimiento principalmente por la desaceleración de las exportaciones, cuya competitividad se ve afectada por el diferencial de inflación con otros países de la región.

Los indicadores de demanda siguen dando señales expansivas, con unas ventas minoristas que en febrero crecieron un 29,6% interanual. También la venta de automóviles de marzo avanzó un 22,9%, y mantiene el tono alcista después de unos inicios de año con un crecimiento explosivo.

En el lado de la oferta tampoco se abandona la senda alcista, pero los avances son más moderados. La producción in-

ARGENTINA: EL SECTOR EXTERIOR PIERDE COMPETITIVIDAD

Saldo mensual de la balanza comercial de Argentina



FUENTES: INDEC y elaboración propia.

dustrial de marzo avanzó un 5,8% interanual, ritmo que si bien queda lejos de las tasas típicas de la presente recuperación, supera lo que es norma en las economías avanzadas. Por sectores, la minería mantiene su fuerte pulso, pero no así los metales. Papel y energía son los que han tenido unos inicios de año más débiles. Los indicadores de actividad industrial y de construcción mantuvieron en febrero fuertes ritmos de avance.

La elevada inflación sigue siendo el principal riesgo para el sostén de la recuperación, aunque ha desaparecido la peligrosa tendencia de aceleración que fue norma durante 2005. El IPC de marzo creció un 11,1% interanual, principalmente por materias primas y alimentos. Este encarecimiento contrasta con la moderación de precios que está prevaleciendo en la mayoría de países de América Latina, y está ya haciendo mella en la competitividad de las exportaciones. En este sentido, aunque la balanza comercial de los últimos doce meses hasta febrero siguió presentando superávit, el hecho es que las exportaciones llevan tres meses con avances mínimos, y el saldo positivo es cada vez menor.

El sector exterior se deteriora.

Materias primas: la demanda arrastra las cotizaciones a nuevos máximos

Los máximos históricos del precio del petróleo han sido noticia destacada. El pasado 21 de abril, el barril de petróleo de calidad Brent, para entregas a un mes, cotizó a 73,85 dólares, una cifra nunca antes alcanzada. Lejos de ser un dato puntual, este nivel jalonaba un mes de abril en el que el petróleo había subido, prácticamente sin vaivenes, un 9%. Además el episodio enmarca en una tendencia de más largo recorrido, que ha llevado al oro negro a sumar un ascenso del 25% en lo que va de 2006.

Las materias primas, y no sólo el petróleo, experimentan un episodio alcista de notable intensidad.

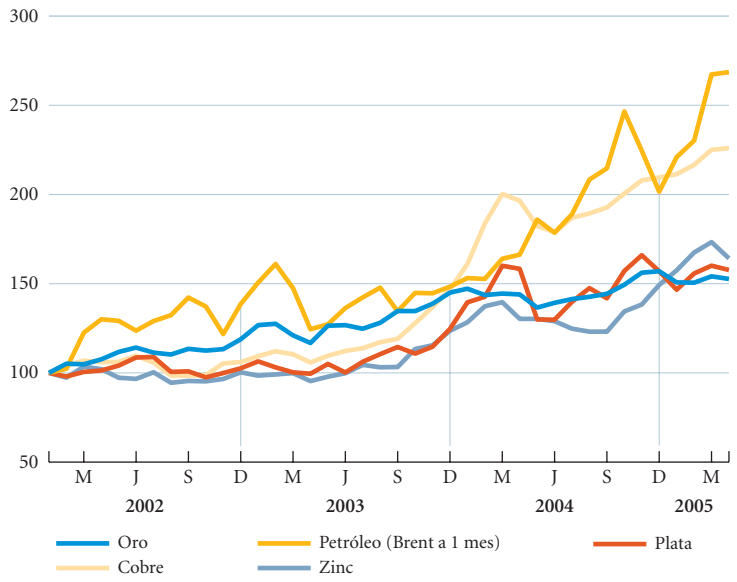
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2004	2005	2005				2006			
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo	Abril
Índice «The Economist» en dólares (*)										
General	**17,4**	**3,6**	**–2,3**	**–1,8**	**6,2**	**12,1**	**19,8**	**22,2**	**12,6**	**21,4**
Alimentarias	11,2	–1,3	–8,5	–7,7	3,2	8,0	12,6	14,3	2,4	5,6
Industriales	26,1	9,7	5,9	6,3	10,0	16,8	28,0	31,3	24,7	39,7
Agrícolas no alimentarias	*9,2*	*–1,9*	*–10,7*	*–8,6*	*0,8*	*10,9*	*16,9*	*17,4*	*12,6*	*15,0*
Metales	*38,2*	*16,5*	*16,1*	*15,5*	*15,0*	*19,5*	*33,3*	*37,9*	*30,3*	*51,3*
Índice «The Economist» en euros (*)	**6,7**	**4,0**	**–6,4**	**–6,0**	**6,6**	**22,0**	**30,0**	**32,8**	**24,0**	**28,3**
Petróleo (**)										
Dólares/barril	38,0	55,1	47,8	53,1	62,0	57,7	63,5	61,9	63,2	70,6
Tasa de variación	34,4	46,5	52,7	50,9	52,5	29,9	44,2	34,8	18,6	31,8
Oro										
Dólares/onza	409,6	445,1	427,3	427,8	439,6	485,6	549,3	555,6	557,7	607,7
Tasa de variación	12,7	8,6	4,6	8,6	9,4	11,9	29,5	31,1	28,5	41,4

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

LAS MATERIAS PRIMAS SE DISPARAN

Enero de 2002 = 100, medias mensuales, cotizaciones en dólares estadounidenses



FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

El factor que está tras el incremento de las materias primas es la fuerte demanda de las economías emergentes.

Aunque este fuerte repunte se ha debido principalmente a la intensa tensión geopolítica que está provocando el contencioso sobre el programa nuclear de Irán, la razón de fondo es el dinámico crecimiento de las economías emergentes, con China marcando el paso. Una tesitura que se refleja en el hecho que los máximos del petróleo están acompañados de nuevas cotizaciones récord en otras materias primas, en especial las metálicas. Así, el aumento interanual del petróleo (32% interanual en abril), empalidece frente al registrado por el grupo de metales del índice «The Economist» (51%). En su conjunto las materias primas, medidas por el índice citado en dólares, avanzaron hasta el 21% interanual. En euros, el incremento fue del 28% interanual.

Las perspectivas inmediatas no son positivas. Volviendo al protagonista inicial de nuestro comentario, el petróleo, aunque la tensión geopolítica podría revertirse, lo que propiciaría la salida de los inversores de carácter más especulativo del mercado, las condiciones fundamentales difícilmente mejorarán en los próximos meses. El crecimiento mundial, y en especial el de Asia, va a seguir siendo fuerte. La insuficiente capacidad productiva ociosa global no mejorará a corto plazo, lo que hace al mercado vulnerable a cualquier amenaza de suministro en Oriente Medio u otras zonas productoras. Y la capacidad de refino continuará sufriendo dificultades. En Estados Unidos, especialmente, el cambio en los requerimientos medioambientales de las gasolinas está limitando el uso de las refinerías a plena capacidad y forzando el aprovisionamiento de calidades de petróleo con menor contenido en azufre, las más demandadas en el mercado.

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: llega la primavera

Durante el primer trimestre la actividad reforzó su dinamismo en la zona del euro, como lo atestigua el hecho de que el indicador de sentimiento económico se situó en marzo en sus máximos desde 2001. Al frente de esta recuperación sigue el binomio inversión-exportación, mientras que el pulso del consumo es más incierto.

Así, un indicador como la producción industrial de bienes de equipo, que creció por encima del 4% interanual en enero, apunta a que el pulso inversor sigue firme. En cambio, por lo que se refiere al consumo, el principal signo de un mayor dinamismo del gasto se circunscribe, hasta la fecha, al ámbito de los indicadores de tipo cualitativo, basados en encuestas a las familias. Concretamente, el indicador de confianza del consumidor consolidó en el primer trimestre el nivel de los 11 puntos negativos, una mejoría de un punto respecto al cuarto trimestre. Por el contrario, el moderado crecimiento de las ventas al por menor, apenas superior al 1% interanual en los dos primeros meses del año, matiza la impresión de fuerte repunte que podría desprenderse de los indicadores cualitativos.

¿Qué sectores están capitalizando el mejor tono coyuntural? El repunte más notorio lo está protagonizando la industria, cuyos indicadores tanto contemporáneos (la producción industrial creció un 2,6% interanual en enero, en línea con el registro de diciembre) como adelanta-

La zona del euro avanza en la recuperación durante el primer trimestre, fundamentalmente gracias al tirón de la inversión y las exportaciones.

El consumo todavía no participa de la expansión, a pesar de que las encuestas a los consumidores anticipan un pronto repunte.

EL TONO ECONÓMICO REPUNTA EN LA ZONA DEL EURO

Índice de sentimiento económico

FUENTE: Comisión Europea.

¿Por qué Europa no consume más?

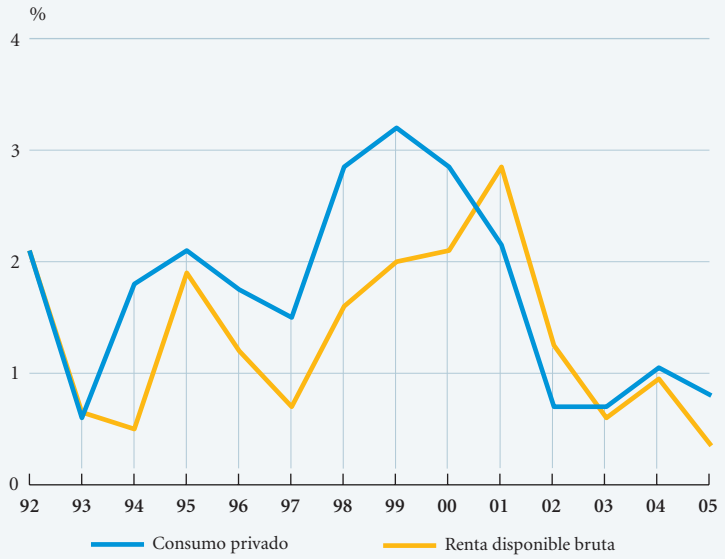
El crecimiento europeo preocupa, inquietud lógica si se recuerda que en los últimos cinco años el producto interior bruto (PIB) de la zona del euro apenas ha crecido un 1,4% en promedio anual, prácticamente la mitad que Estados Unidos, por citar un ejemplo de referencia. Uno de los motivos inmediatos que subyacen en este magro comportamiento económico es que aproximadamente un 60% de la economía de la eurozona está lastrando el crecimiento: en el periodo 2001-2005 el consumo privado de la zona del euro creció en términos reales un modesto 1,3% en media anual, lejos del promedio de largo plazo (2,2% en la media anual de 1981-2000). ¿Dónde radica el problema del consumo europeo?

La teoría económica nos puede proporcionar unas indicaciones iniciales sobre cómo explorar la cuestión. Según los modelos teóricos, el consumo dependerá de la renta permanente, esto es, los flujos presentes y futuros que los consumidores esperan recibir fruto bien de su trabajo, bien del rendimiento de los activos de su propiedad. Más concretamente, los determinantes fundamentales del consumo son la renta disponible real de las familias (rentas del trabajo, otras rentas como intereses, dividendos o alquileres, etc. menos el impuesto sobre la renta), la riqueza financiera neta, la riqueza no financiera (principalmente, inmobiliaria) y el tipo de interés real.

Sin perjuicio de la importancia de los restantes determinantes, la relación más significativa se establece entre consumo y renta bruta disponible (véase el gráfico adjunto). Según un ejercicio econométrico reciente de Barrell y Davis (2004), referido a las cinco principales economías industrializadas, se constata que a pesar de que los tres determinantes (renta, riqueza y tipo de interés real) son significativos, la elasticidad del consumo a la

LA PÉRDIDA DE IMPULSO DE LA RENTA DISPONIBLE LASTRA EL CONSUMO EN LA ZONA DEL EURO

Porcentaje de variación anual real



FUENTE: Comisión Europea.

renta es claramente superior a la de la elasticidad del consumo a la riqueza o al tipo de interés real[1]. Trabajos recientes del Banco de España constatan un resultado similar para nuestra economía.

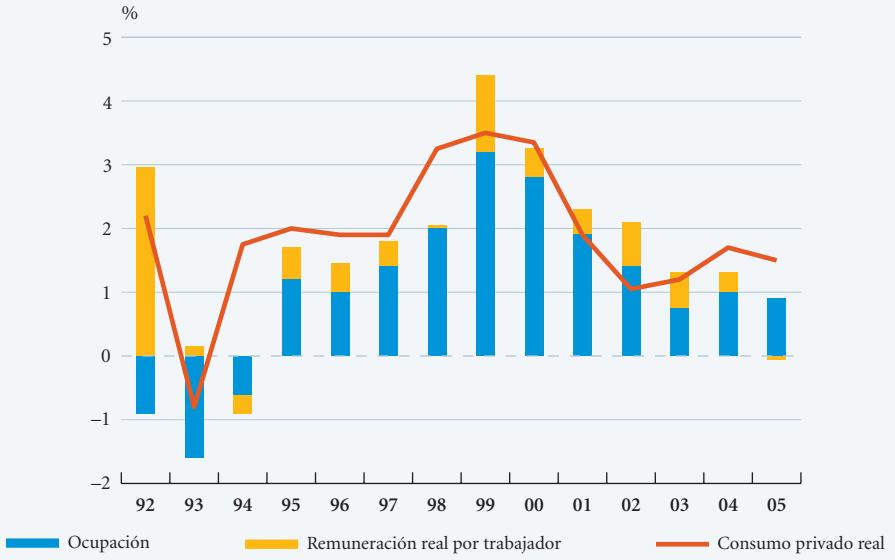
Por tanto, se puede centrar la cuestión de los determinantes del bajo ritmo de crecimiento del gasto de los hogares europeos a un problema de mala evolución de la renta disponible. Dado que las rentas procedentes del trabajo asalariado y por cuenta propia representan, según estimaciones de la Comisión Europea, aproximadamente dos tercios del total de renta bruta disponible en la zona del euro, se puede analizar las causas del escaso crecimiento del consumo examinando la evolución de las rentas del trabajo.

Si se descomponen dichas rentas del trabajo en la variación de ocupados y la compensación real por trabajador (que incluye el salario y las contribuciones sociales a cargo de la empresa) es posible analizar si el consumo ha crecido de forma limitada debido a que se ha creado escaso empleo o, por el contrario, a que los salarios han aumentado poco.

Según estimaciones de la Comisión Europea, en el periodo 1970-2005, la contribución del empleo ha sido muy superior a la de los salarios. Así, cada punto porcentual que aumenta el crecimiento del empleo genera un mayor incremento del consumo privado real de 0,8 puntos porcentuales. Por el contrario, una aceleración del salario real de un punto porcentual provoca un mayor crecimiento del consumo real de sólo 0,2 puntos porcentuales. En los últimos años esta fuerte relación entre consumo y empleo, lejos de perder significación, ha tendido a intensificarse (véase el gráfico adjunto). En definitiva, es el crecimiento de la ocupación, más que la evolución de las remuneraciones, la que acaba determinando la evolución del consumo. Nótese que este comportamiento encaja con la teoría del ciclo vital: conseguir un empleo determina un cambio en las expectati-

EL EMPLEO, PRINCIPAL RESPONSABLE DE LA ATONÍA DEL CONSUMO EN LA EUROZONA

Porcentaje de variación anual



FUENTE: Comisión Europea.

(1) Ray Barrel y E. Phillip Davis (2004), «Consumption, financial and real wealth in the G-5», NIESR Discussion Paper, Número 232.

vas de renta futura y puede modificar en mayor medida el consumo que un cambio en la remuneración real, que puede ser puramente transitorio.

Estos resultados permiten apuntar ciertas tendencias de futuro importantes por sus consecuencias. Si el consumo depende críticamente de la ocupación, y ésta viene creciendo menos del 1% interanual desde el primer trimestre de 2005, ¿podemos esperar que la recuperación europea, en cuyo albor nos encontramos, se sustente en el gasto de las familias? ¿O, por el contrario, el binomio exportación-inversión seguirá siendo su único sostén? De cumplirse las previsiones de la mayoría de organismos internacionales, las perspectivas para el consumo de la eurozona son las menos sombrías en varios ejercicios. La Comisión Europea prevé un crecimiento del empleo del 1,2% para 2006 y del 1,1% para 2007. Por su parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos mantiene unas previsiones del 1,1% y del 1,2%, respectivamente, para 2006 y 2007.

Partiendo de un crecimiento del empleo estimado del 0,8% para 2005, el consumo debería crecer de dos a tres décimas porcentuales adicionales respecto al ritmo de avance de 2005 (1,4%), lo que arrojaría una tasa de incremento del 1,6%-1,7% para 2006. Para 2007, y siempre partiendo de las estimaciones anteriormente comentadas, el consumo volvería a crecer en el rango del 1,6%-1,7%. Ello permite derivar dos consecuencias. La primera, positiva, es que debido a que los hogares europeos seguirán acelerando prudentemente su ritmo de gasto en el presente año 2006 y el próximo 2007 gracias a un comportamiento más expansivo del empleo, el presente episodio de recuperación tendrá mayor solidez que en ocasiones anteriores debido al peso y la inercia que caracteriza el comportamiento del consumo privado. La segunda, menos halagüeña, es que la reactivación del consumo será moderada, lo que a su vez establecerá un techo relativamente bajo a dicha recuperación europea.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	1,8	1,4	1,2	1,2	1,6	1,8	–	...	–
Ventas al por menor	1,5	1,3	1,7	0,8	1,6	1,2	1,3	1,0	...
Confianza del consumidor (*)	–14	–14	–13	–14	–15	–12	–11	–10	–11
Producción industrial	1,9	1,2	0,6	0,7	1,5	2,0	2,6	...	...
Sentimiento económico (*)	99,4	98,1	98,7	96,1	97,7	100,1	101,5	102,7	103,5
Tasa de paro (**)	8,9	8,6	8,8	8,7	8,5	8,3	8,3	8,2	...
Precios de consumo	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3	2,4	2,3	2,2
Balanza comercial (***)	80,4	45,5	64,3	50,0	39,3	28,5	14,1	...	...

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.

La industria y los servicios se benefician del mejor tono económico, e incluso la renqueante construcción puede estar a punto de cambiar el paso.

dos (la cartera de pedidos industriales ha sumado dos meses, febrero y marzo, en abierta mejoría) apuntan a una fase de clara expansión que tendrá continuidad en los próximos meses. No tan contundente es la trayectoria de los servicios, aunque la tendencia de fondo es también a la recuperación. Finalmente, la construcción sigue consolidando una paulatina mejoría que va corrigiendo el fuerte deterioro que el sector sufrió en los últimos años.

Por lo que se refiere a los precios, por el momento el impacto del encarecimiento del petróleo y las restantes materias primas está siendo relativamente moderado. En marzo, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado creció un 2,2% interanual, frente al 2,3% del mes anterior. Una vez descontada la energía, la tasa resultante evoluciona de forma aún más contenida, situándose en el 1,3% interanual en dicho mes de marzo. Menos favorable es la evolución del mercado de trabajo. Aunque en febrero la tasa de paro se redujo en una décima porcentual, hasta el 8,2%, las perspectivas para los meses venideros son inciertas.

La inflación sortea por el momento el último episodio de encarecimiento del petróleo y se desacelera en marzo hasta el 2,2%.

Alemania: paquete fiscal a la vista

Tras varios meses en los cuales coexistían indicadores de tipo cualitativo en franca expansión con escasez de datos reales positivos, es decir, una disonancia entre lo que los anglosajones denominan datos *soft* y *hard*, la brecha ha empezado a reducirse. Así, al tiempo que indicadores como el del Instituto IFO, de actividad empresarial, siguen en máximos de los últimos años (éste, concretamente, anotó su mejor registro desde 1991 en abril), la evolución reciente de, por ejemplo, las ventas al por menor o de la producción industrial es la mejor de los últimos tiempos. Por lo que se refiere a las primeras, han pasado de crecer un 0,2% interanual en el cuarto trimestre a acelerarse hasta el 1,5% en el promedio de enero y febrero. Por su parte, la producción industrial sumó en enero su quinto mes consecutivo en niveles de crecimiento superiores al 3% interanual.

El mejor tono económico alcanza también a dos sectores clave, la construcción y los servicios. En el primer caso, el fuerte repunte de los permisos de construcción de nuevas viviendas durante los meses de diciembre y enero anticipa un pulso de un sector muy dañado en los últimos ejercicios. En una senda similar transitan los servicios, cuyo indicador de confianza repuntó en el promedio del primer trimestre hasta el nivel de los 17 puntos, seis más que en el trimestre precedente.

En Alemania la recuperación anticipada por los indicadores de confianza empieza a verse avalada por datos reales.

Menos satisfactoria es la evolución del mercado laboral. Aunque en los últimos meses la tasa de paro ha ido rebajándose moderadamente, ni el nivel alcanzado (11,4% de la población activa en marzo, históricamente

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	1,1	1,1	0,6	0,8	1,5	1,6	–	...	–
Ventas al por menor	2,1	1,4	1,0	2,6	1,7	0,2	1,9	1,1	...
Producción industrial	2,4	2,9	1,8	1,9	3,3	4,5	3,7	6,4	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,4	95,5	95,1	93,0	95,4	98,7	101,8	103,4	105,4
Tasa de paro (**)	10,5	11,7	11,8	11,9	11,7	11,4	11,3	11,3	11,4
Precios de consumo	1,7	2,0	1,7	1,7	2,2	2,3	2,2	2,1	1,8
Balanza comercial (***)	149	157,1	156,6	154,4	157,2	160,2	158,8	158,1	...

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.

Industria, servicios y construcción registran un mayor ritmo de actividad, pero la losa de un mercado de trabajo todavía en mala forma persiste.

elevado) ni el repunte registrado en dicho mes, acaban de ser positivos. Por lo que se refiere a la inflación, Alemania no se ha alejado del patrón dominante en la Unión Europea, registrando una nueva desaceleración de la inflación en marzo, hasta el 1,8% interanual, tres décimas porcentuales por debajo de la cifra del mes anterior.

Aunque el panorama de corto plazo es, como se ha visto, globalmente positivo, las perspectivas para 2007 son más inciertas. Preocupan, en particular, los posibles efectos negativos del paquete de ajuste fiscal que el ejecutivo de Merkel aprobó a finales de febrero. Con el objetivo de reducir el déficit público, dicho paquete fiscal prevé, principalmente, combinar el aumento del tipo de gravamen ordinario del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del 16% al 19%, con una reducción de la fiscalidad sobre el trabajo mediante la reducción de dos puntos de la contribución para el desempleo.

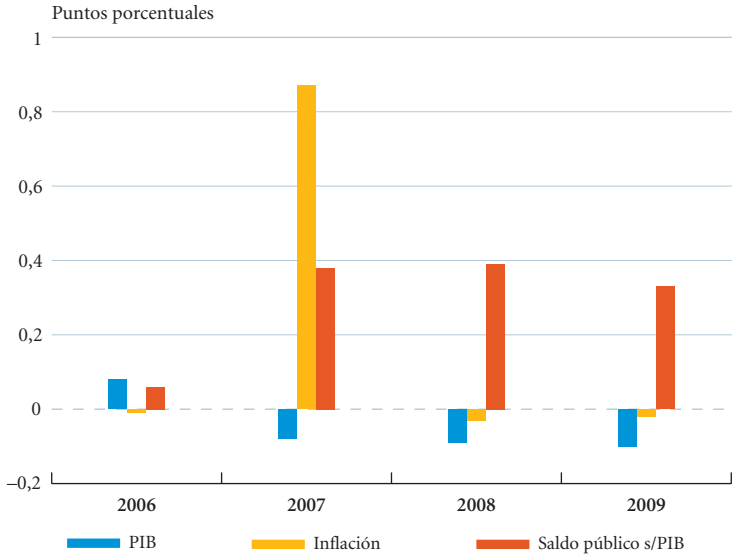
Aunque el impacto del ajuste fiscal será limitado y puntual, se mantiene la incertidumbre respecto a las perspectivas germanas en 2007.

Estas medidas, junto con otras de menor calado, permitirán, según las estimaciones oficiales, reducir el déficit público en el equivalente al 0,4% del PIB en 2007. No obstante, dos efectos adicionales inducidos por el ajuste fiscal serán el adelanto de las decisiones de gasto de los hogares y la aceleración de los precios de consumo. ¿Lastrarán decisivamente estos dos resultados el rendimiento económico alemán en los próximos ejercicios?

La respuesta, atendiendo a las estimaciones disponibles, es que no. Según las simulaciones de Euroframe, un consorcio transeuropeo de institutos de investigación económica, el paquete fiscal provocará que apenas un 1% del consumo de un trimestre se adelante de 2007 a 2006, es decir, un impacto muy moderado. Más apreciable será el efecto en los precios. Según Euroframe, la inflación se acelerará en cerca de un punto porcentual en 2007, sin que esta subida de precios se repita en 2008 ó 2009. En su conjunto, el ajuste fiscal apenas laminará un 0,1% el crecimiento de Alemania en cada uno de los tres próximos ejercicios.

EL AJUSTE FISCAL ALEMÁN AFECTARÁ A LOS PRECIOS PERO NO AL CRECIMIENTO

Diferencia respecto a la situación sin paquete fiscal



FUENTE: Euroframe.

Francia: resaca estudiantil

La etapa de contestación social ha empezado a cobrarse su peaje. En marzo, en un movimiento a contracorriente del resto de grandes países de la eurozona, la confianza de los consumidores cayó en más de tres puntos. Aunque valoramos este retroceso como puntual, ciertamente no ayuda a consolidar la necesaria recuperación del consumo apuntada en los primeros meses del año. En ese sentido, la decisión gubernamental de suspender, *de facto*, la aplicación del «Contrato de Primer Empleo» puede aliviar la conflictividad y facilitar el tránsito hacia la etapa de mayor crecimiento.

De hecho, los indicadores franceses muestran dos caras diferenciadas en función de si se toma el primer trimestre en su globalidad o nos centramos en marzo, mes en el cual la tensión social fue mayor. Así, por el lado de la demanda, el consumo interno en dicho mes de marzo perdió parte de su aceleración y creció un 3,5% interanual, medio punto menos que en febrero. No obstante, en media trimestral el avance del consumo interno fue del 3,2%, frente al 2,4% del cuarto trimestre.

En una línea similar se comportaron la mayoría de indicadores de oferta. El más global de todos ellos, el de sentimiento económico, cayó en marzo dos puntos, pero aumentó cerca de un punto en el promedio del primer trimestre. También la producción industrial cedió parte del terreno recuperado desde el otoño pasado al avanzar el primer trimestre. Nuestra valoración de conjunto es que la inercia del crecimiento es más fuerte que la debilidad puntual del final del trimestre y, por tanto, la vía de la recuperación sigue expedita.

En Francia, la conflictividad social provoca un empeoramiento de expectativas, especialmente centrado en el final del primer trimestre.

Cierra este repaso al panorama económico coyuntural una revisión a los ámbitos de los precios y del mercado de trabajo. En el primer caso, Francia muestra signos de limitadas tensiones de inflación, toda vez que el IPC se desaceleró en cuatro décimas porcentuales en marzo, situándose en el 1,5% interanual. Por lo que se refiere a la situación laboral, la tasa de paro siguió encasquillada en febrero en el 9,6% mientras que la creación de empleo (aumento del 0,3% interanual en el cuarto trimestre) continuó siendo muy reducida.

No obstante, la tendencia de fondo de la economía francesa es sólida y se espera una aceleración económica en los próximos trimestres.

Inflación moderada y estancamiento en la reducción del paro, la cara y la cruz de la coyuntura francesa.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	2,1	1,4	1,7	1,0	1,7	1,5	–	...	–
Consumo interno	3,2	3,0	3,4	1,7	4,4	2,4	2,0	4,0	3,5
Producción industrial	1,7	0,1	0,7	–0,3	0,4	–0,8	0,0	–0,6	...
Tasa de paro (*)	10,0	9,9	10,1	10,1	9,9	9,7	9,6	9,6	...
Precios de consumo	2,1	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	2,0	1,9	1,5
Balanza comercial (**)	0,1	–1,4	–0,8	–1,3	–1,6	–1,8	–2,0	–2,1	...

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

La apurada victoria de la coalición de centro-izquierda se antoja muy justa para afrontar el importante esfuerzo reformador que la economía italiana necesita.

Las recetas económicas del nuevo gobierno son poco claras, aunque parecen decantarse hacia una combinación de austeridad fiscal y de apuesta por la competitividad.

En los últimos meses se asiste a una cierta mejoría, que no aleja la imagen de una economía en horas bajas.

Italia: giro a la izquierda

Tras una ajustada victoria de la coalición de centro-izquierda que le ha reportado la mayoría tanto en la Cámara de Diputados como en el Senado, ahora el reto para el ejecutivo que liderará Romano Prodi es sacar a Italia de la atonía económica (en 2005 el crecimiento fue sólo del 0,1%, uno de los peores de la eurozona). ¿Cuál será la receta de *Il Professore?* A pesar de lo confuso de los mensajes lanzados en la campaña electoral, algunos elementos del programa merecen ser destacados.

El modelo al que la coalición de izquierda se ha referido como referente es el escandinavo, con su virtuosa combinación de innovación, competitividad y estado del bienestar. Aunque la receta que el centro-izquierda maneja para alcanzarlo es desconocida, se postulan como elementos concretos: una reducción del 5% en los costes laborales unitarios (que se financiaría a cargo del erario público), una moderada rebaja fiscal, la incorporación de nuevas medidas de control presupuestario y un programa para incentivar la permanencia en el mercado de trabajo de los mayores de 50 años. La gran duda es si un país dividido electoralmente en partes iguales es capaz de sostener un proceso de reforma económica de cierto calado.

Al menos el nuevo gobierno se encuentra con la mejor situación en meses. Cabe recordar que en el cuarto trimestre de 2005 la economía italiana creció un 0,5%, su mejor ritmo desde el último trimestre de 2004. Esta moderada recuperación ha venido de la mano del sector exterior, que arrojó la primera contribución positiva a la variación del PIB desde el tercer trimestre de 2004. En cambio, la desaceleración del consumo privado, de la inversión y del consumo público provocó una nueva ralentización de la demanda interna.

Los indicadores relativos al primer trimestre apuntan a la continuidad de dichas tendencias: las ventas al por menor, que avanzaron un 1,5% interanual en febrero, apuntan a un ritmo del consumo de los hogares contenido, mientras que el crecimiento exportador, superior al 14% interanual en febrero, confirma que el tono de las ventas al exterior sigue siendo bueno. Ello está beneficiando a la industria que, tras dos años en retroceso, ha empezado a recuperar terreno. En febrero, la producción industrial se aceleró hasta el 3,1% interanual, su máximo desde el lejano mes de enero de 2001. Finalmente, cabe mencionar que la inflación no replicó en marzo el movimiento bajista de otras economías europeas y se mantuvo en el 2,1% interanual.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	0,9	0,1	–0,3	0,1	0,1	0,5	–	...	–
Ventas al por menor	–0,4	0,4	0,1	–1,2	0,3	1,9	2,0	1,5	...
Producción industrial	–0,5	–0,9	–2,6	–1,3	–0,1	0,4	2,4	3,1	...
Tasa de paro (*)	8,0	7,7	7,8	7,7	7,7	7,7	–	...	–
Precios de consumo	2,2	1,9	1,9	1,8	2,0	2,2	2,2	2,1	2,1
Balanza comercial (**)	2,0	–5,8	–1,9	–5,1	–7,0	–9,3	–11,7	–13,4	...

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

Reino Unido: lenta mejoría

La economía británica parece haber dejado atrás lo peor, tras crecer un 2,2% interanual en el primer trimestre. El consumo, a tenor de la recuperación de las ventas al por menor en marzo, empieza a alejarse de la deprimida zona en que se hallaba instalado en la segunda mitad de 2005. Con todo, la consolidación definitiva aún queda lejos, toda vez que la confianza del consumidor empeoró inesperadamente también en dicho mes de marzo. La recuperación de la inversión (la producción industrial de bienes de equipo se situó en febrero en su máximo desde agosto de 2005) y el repunte exportador completan un panorama de indicadores de demanda en la buena dirección.

Menos evidente es la inflexión hacia mayor actividad desde la perspectiva de la oferta. Únicamente los servicios, cuyo indicador de confianza suma cuatro meses consecutivos, de diciembre a marzo, en abierta expansión, reflejan la incipiente recuperación británica. La industria, en franco contraste, sigue estancada. En febrero, la producción industrial se situó en niveles un 1,4% inferiores a los de un año antes, sin cambio respecto a enero.

Por lo que se refiere a los precios, tanto el IPC como los precios de producción han cedido en su impulso en marzo, con crecimientos interanuales del 2,1% y del 2,5%, respectivamente. Finalmente, cabe cerrar el repaso a la coyuntura británica con una nota de alerta sobre el deterioro del mercado laboral. Aunque la tasa de paro es sólo del 3,0% de la población activa, se suma un año de progresivo aumento respecto a los mínimos históricos de 2005. Y tampoco es positiva la desaceleración del empleo registrada en el cuarto trimestre de 2005, cuando frente al avance del 0,9% interanual del tercer trimestre se pasó a crecer un 0,6%.

El primer trimestre certifica que la economía británica puede estar saliendo del bache.

La falta de tono de la industria y el debilitamiento de los indicadores laborales recuerdan que la consolidación aún está lejana.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	3,1	1,8	1,9	1,7	1,9	1,8	–	2,2	–
Ventas al por menor	6,0	1,9	2,7	1,4	0,6	2,7	1,0	1,6	2,6
Producción industrial	0,6	–1,9	–1,3	–2,0	–1,6	–2,8	–1,4	–1,4	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,7	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0
Precios de consumo	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3	2,1
Balanza comercial (**)	–55,6	–63,2	–61,8	–62,9	–63,5	–64,7	–66,8	–67,7	...

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

Se mantienen las expectativas de subidas de tipos de interés del BCE y de la Fed

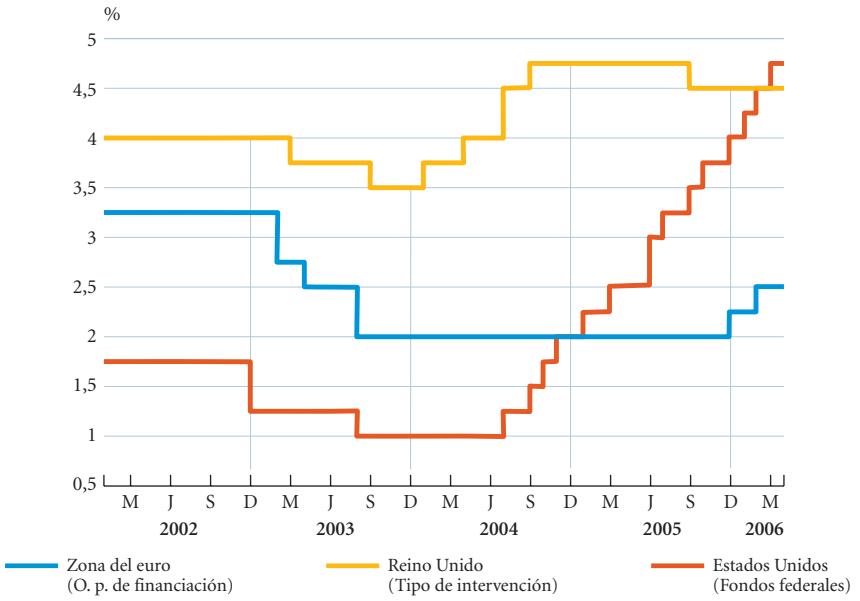
La Fed sube los tipos de interés en la primera reunión presidida por Bernanke y sugiere que no será la última subida...

El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó el nivel objetivo del tipo de interés interbancario a un día en 25 puntos básicos hasta el 4,75% en la primera reunión presidida por el presidente Ben Bernanke el día 28 de marzo. Se trató de la decimoquinta subida consecutiva de 25 puntos básicos desde que la Fed empezó el giro alcista en junio de 2004. Hasta aquí ninguna sorpresa. Pero el habitual comunicado de prensa de la reunión pilló con el pie cambiado a los que esperaban un tono más suave. En efecto, la nota seguía diciendo que podría ser necesaria una mayor restricción de la política monetaria para mantener la economía en la senda de un crecimiento sostenible con estabilidad de precios.

De esta forma, las expectativas de nuevas alzas del tipo de interés oficial de la Fed se intensificaron. No obstante, la aparición de las actas detalladas de la reunión de la Fed el día 18 de abril provocó un cambio de sentimiento al saberse que la mayoría de miembros del comité creían que el final del ciclo alcista estaba cercano. Así, la perspectiva de nuevas alzas del tipo de interés de referencia de la Fed volvía a enfriarse. Más tarde, el dato de la inflación subyacente (el núcleo estable) de marzo, peor de lo previsto, volvió a

LA RESERVA FEDERAL ELEVA SU TIPO DE INTERÉS OFICIAL HASTA EL 4,75%

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

animar las previsiones de que la última subida no sería la del 10 de mayo. Sin embargo, el día 27 de abril Bernanke apuntó que la Fed podría efectuar próximamente una pausa en la senda de subida de los tipos de interés. Esto tendió a deprimir de nuevo las expectativas alcistas de tipos de interés.

De hecho, la Reserva Federal ha dejado abiertas sus decisiones en las próximas reuniones en función de los datos coyunturales que vayan apareciendo. Pero la subida de la próxima reunión hasta el 5% ya es prácticamente segura. Y lo más probable, dada la escalada de los precios del petróleo y del resto de materias primas, es que el tipo de interés de referencia se incremente hasta el 5,25%, tal como descuenta actualmente el mercado.

...aunque el final de la fase alcista podría estar cercano.

El agregado monetario amplio de la eurozona se aceleró en febrero, así como el crédito al sector privado, que pasó a crecer a un ritmo anual del 10,3%. Esto reforzó las expectativas de que el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, señalaría un alza del tipo de interés del Eurosistema en mayo en la rueda de prensa posterior a la reunión del Consejo de Gobierno del BCE del 6 de abril. Sin embargo, estas expectativas se frustraron, aunque Trichet apuntó a una subida en la siguiente cita de junio.

Trichet frustra las expectativas de un alza del tipo de interés del Eurosistema en mayo...

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						
2005									
Marzo	2,05	2,14	2,33	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	2,28	2,47	2,78	4,16	4,49	0,09	4,50	4,64	1,02
2006									
Enero	2,30	2,51	2,83	4,26	4,60	0,10	4,50	4,60	1,01
Febrero	2,31	2,60	2,91	4,50	4,76	0,11	4,50	4,58	1,09
Marzo (*)	2,56	2,72	3,11	4,54	4,92	0,12	4,50	4,59	1,21
Abril (1)	2,58	2,83	3,31	4,75	5,15	0,14	4,50	4,66	1,33

NOTAS: (*) Cifras provisionales.
(1) Día 27.
(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%), 2-3-06 (2,50%).
(3) Últimas fechas de variación: 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%), 31-1-06 (4,50%), 28-3-06 (4,75%).
(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.

...pero probablemente terminará el ejercicio por encima del 3%.

Más tarde, en la última semana de abril el mercado monetario volvió a tensionarse a raíz de la publicación de indicadores económicos favorables de la eurozona. En cualquier caso, es muy probable que el tipo de interés oficial del BCE finalice el año por encima del 3% desde el 2,50% actual.

Por otro lado, el día 25 de abril el Banco de Canadá subió sus tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos de nuevo y situó su tipo de interés diario en el 4%. Esta medida ya se esperaba en vistas de indicios de recalentamiento de la economía. Dos días más tarde, el Banco de China aumentó su tipo de interés de referencia a un año en 27 puntos básicos hasta el 5,85% para intentar frenar una demanda de crédito disparada.

El dólar se orienta a la baja

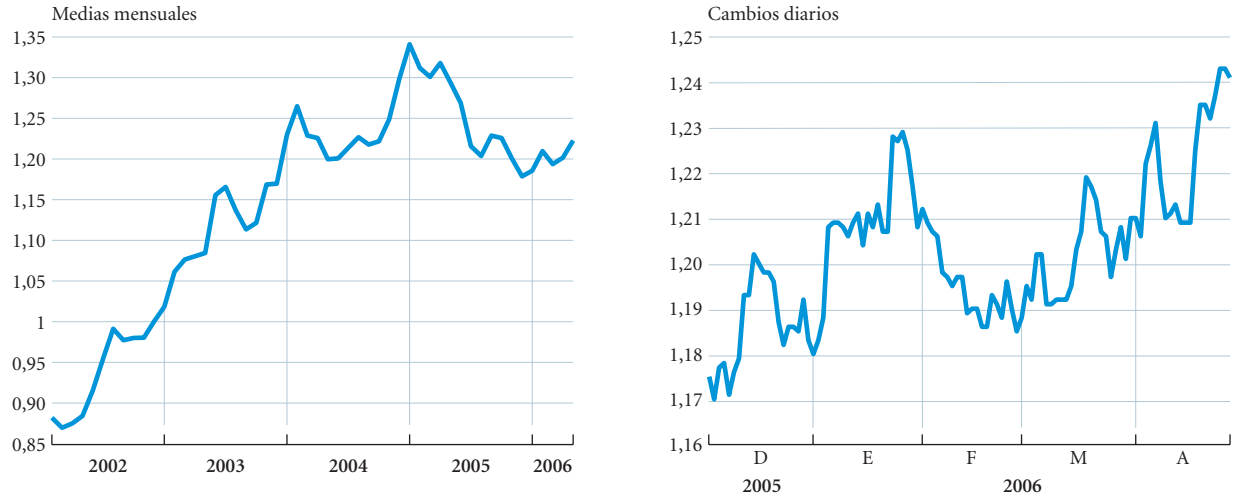
El G-7 y el FMI bendicen una vez más la caída del dólar.

En las últimas semanas se han intensificado las presiones bajistas sobre el dólar. De esta forma, el tipo de cambio efectivo del dólar en la última semana de abril mostraba una depreciación del 3,0% respecto al final de diciembre de 2005, habiendo retrocedido hasta el nivel de marzo del año pasado. La necesidad de una corrección del abultado desequilibrio exterior de Estados Unidos ha pasado a primer plano a pesar de una ligera mejora del déficit comercial en febrero. En las reuniones de Washington del grupo de los siete países más desarrollados, el G-7, y del Fondo Monetario Internacional (FMI) al final de la cuarta semana de abril se acentuaron las llamadas a una flexibilización de los tipos de cambio, aludiendo a divisas asiáticas, para contribuir a la corrección de los grandes desequilibrios comerciales que suponen un riesgo para la economía global. De esta forma, los organismos internacionales procedieron a bendecir la caída del dólar.

Como novedad, el Fondo Monetario Internacional asumió un nuevo papel de vigilancia multilateral de los tipos de cambio incorporando a los países emergentes. Este puede ser el inicio de una nueva

EL EURO MARCA EL MÁXIMO DE LOS ÚLTIMOS SIETE MESES CONTRA EL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 27 de abril.
FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Marzo 2006

	Última sesión del mes		Datos mensuales				*Tipo de cambio 27-4-06*
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)	Tipo de cambio medio	% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2005	Anual	
Frente al dólar de EEUU							
Yen japonés	117,8	1,7	117,3	–0,5	–0,9	11,4	*114,2*
Libra esterlina (1)	1,737	–0,9	1,744	–0,2	–0,1	–8,4	*1,801*
Franco suizo	1,304	–0,5	1,305	–0,1	–0,1	10,9	*1,260*
Dólar canadiense	1,168	2,8	1,157	0,7	–0,4	–4,8	*1,123*
Peso mexicano	10,90	4,2	10,75	2,5	1,1	–3,6	*11,10*
Índice efectivo nominal (4)	*110,7*	*0,7*	*110,6*	*0,1*	*–1,0*	*1,5*	*108,5*
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,210	1,9	1,202	0,7	1,4	–8,8	*1,241*
Yen japonés	124,4	3,1	141,0	0,1	0,3	1,6	*142,7*
Franco suizo	1,580	0,9	1,569	0,7	1,3	1,2	*1,581*
Libra esterlina	0,696	2,5	0,689	0,9	1,5	–0,5	*0,696*
Corona sueca	9,432	–0,2	9,402	0,6	–0,3	3,4	*9,333*
Corona danesa (3)	7,462	0,0	7,461	0,0	0,1	0,2	*7,460*
Zloty polaco	3,943	4,1	3,884	2,4	0,9	–3,4	*3,874*
Corona checa	28,60	1,0	28,65	0,9	–1,1	–3,9	*28,45*
Forint húngaro	265,7	4,9	260,8	3,7	3,3	6,5	*265,4*
Índice efectivo nominal (5)	*102,3*	*2,0*	*101,5*	*0,8*	*0,8*	*–4,2*	*103,0*

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.

ruta que supere las insuficiencias de los últimos tiempos. No obstante, todavía falta concretar algunos aspectos de este nuevo rol.

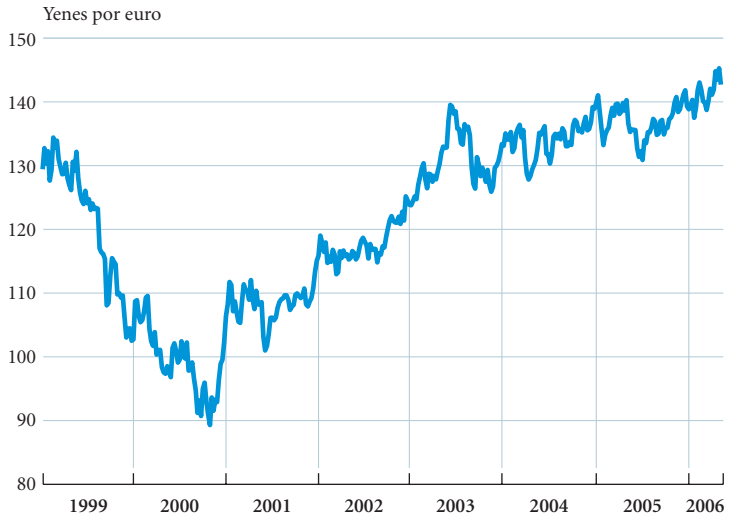
Además, han aparecido noticias de que algunos bancos centrales, como el de Suecia, están disminuyendo la participación del dólar en sus reservas totales de divisas, lo que también debe haber ayudado a la baja de la divisa estadounidense. El billete verde cuenta con el apoyo de un diferencial de tipos de interés a su favor frente a las principales divisas, pero las perspectivas son que irá menguando, lo que le resta fuerza. Así, es probable que la moneda norteamericana se deprecie a medio plazo.

El FMI asume un nuevo rol de vigilancia multilateral de los tipos de cambio.

El euro se ha beneficiado de esta tesitura de debilidad del dólar, ya que es su principal alternativa. Además, la consolidación de la recuperación económica y de las perspectivas de un progresivo aumento de los tipos de interés del Banco Central Europeo también ha impulsado a la moneda única europea. De esta manera, el euro presentaba una apreciación acumulada del 2,6% en relación con las monedas de sus principales socios comercia-

El euro se aprecia el 2,6% en el primer cuatrimestre en relación con una cesta amplia de divisas.

EL EURO REGISTRA UN MÁXIMO HISTÓRICO CONTRA EL YEN



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 27 de abril.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

les en la última semana de abril. Es destacable que el 20 de abril marcó un máximo histórico contra la divisa japonesa al cotizarse a 145,3 yenes por unidad. Asimismo, contra el billete verde superó la cota de 1,24 dólares por euro, anotando el máximo de los últimos siete meses.

El yen ha subido el 3,7% en términos globales desde el mínimo de diciembre de 2005 hasta finales de abril, al vislumbrarse el fin de la política de tipos de interés del 0%. No obstante, cabe señalar que de este aumento más de 2 puntos se produjeron desde el final de la penúltima semana de abril a raíz de las reuniones de Washington mencionadas más arriba. Esta acentuada subida de la moneda nipona motivó el posicionamiento del ministro de finanzas japonés, que se mostró contrario a una brusca subida de su divisa, sugiriendo que podría haber intervenciones.

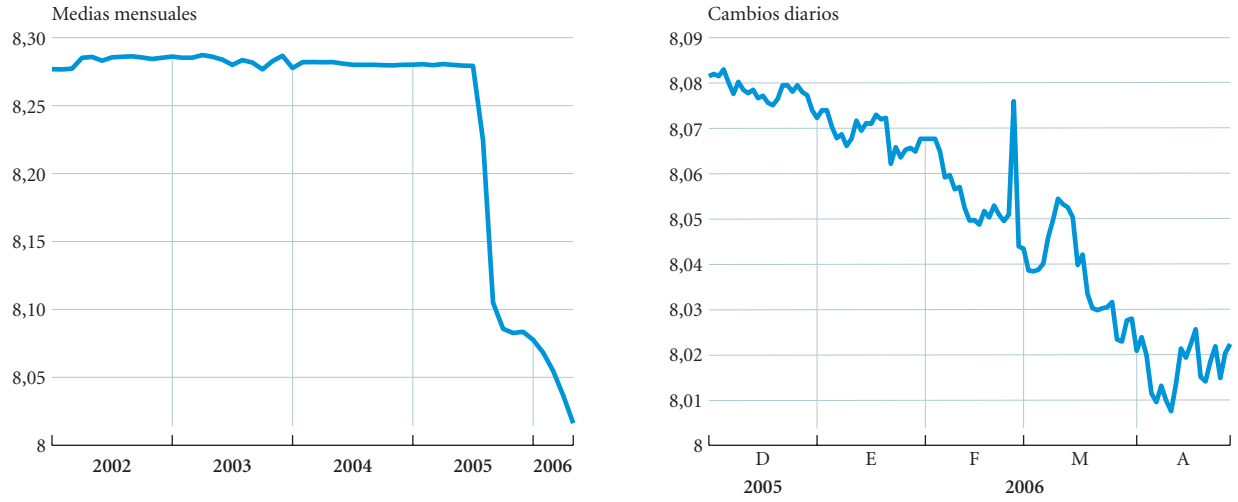
El yuan sólo sube el 1,2% contra el dólar desde la revaluación del 2,1% del 21 de julio de 2005...

Cuando el 21 de julio de 2005 las autoridades chinas anunciaron que el yuan se desvinculaba del dólar se suscitaron expectativas de que por fin se revaluaría y ello ayudaría a corregir los principales desequilibrios exteriores mundiales. Han pasado ya nueve meses y el parto de los montes ha resultado un ratón. En efecto, la flotación controlada del yuan se inició con una revaluación del 2,1% respecto al dólar. Desde entonces, el también denominado renminbi apenas ha subido un 1,2% adicional frente al billete verde. Cabe señalar que en los últimos meses se ha acelerado en cierta medida la apreciación del yuan, pues desde finales de enero la moneda china ha ascendido el 0,6% contra la divisa estadounidense y se ha colocado en 8,02 unidades por dólar.

Pero probablemente ha sido por la intensificación de las presiones políticas de Estados Unidos, ya que dos senadores de este país llegaron a proponer la imposición de un arancel del 27,5% sobre los productos chinos para equilibrar la depreciación artificial del yuan que estiman. ¿Tienen motivos para quejarse los norteamericanos? De hecho, en julio de 2005 las autoridades chinas anunciaron que a partir de entonces la cotización del

LA LENTA APRECIACIÓN DEL YUAN HACE PERDER LA PACIENCIA A ESTADOS UNIDOS

Yuanes chinos por dólar de Estados Unidos



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 27 de abril.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

yuan se establecería en relación con una cesta de divisas, aunque no explicitaron los pesos de las monedas indicadas. Es posible que el renminbi se haya mantenido más o menos estable en relación con esta cesta. De todos modos, aunque de entrada la variación diaria del yuan contra el dólar está limitada en un ±0,3%, la evolución registrada no deja de ser decepcionante, pues parece evidente que no se trata de una flotación determinada por el mercado. La ingente acumulación de reservas de divisas por China, que en febrero pasó a ser el primer tenedor mundial, sobrepasando a Japón, así lo atestigua.

En este contexto se inscribe la llamada del G-7 en pro de una revaluación del yuan. Pero las posiciones no son del todo homogéneas en el grupo de los países desarrollados. Así, en Europa preocupa que una brusca apreciación del yuan pudiera provocar una fuerte recomposición de los flujos de capitales internacionales aumentando la presión alcista del euro contra el dólar. Por otro lado, las autoridades chinas parece que no tienen prisa para efectuar cambios. Se han sucedido distintos pasos para flexibilizar en cierta medida el sistema de pagos con el exterior, pero con efectos muy limitados. Las presiones políticas occidentales posiblemente van a continuar. La situación se puede alargar, pero a medio plazo parece muy probable una apreciación sensible del yuan frente al dólar.

...ya que las autoridades chinas siguen controlando el tipo de cambio, generando las mayores reservas de divisas del mundo.

¿Se ha resuelto el enigma de Greenspan?

En un entorno de expectativas de notable crecimiento de la economía mundial junto con la escalada de los precios de las materias primas, los rendimientos de los bonos públicos han continuado su trayectoria de moderada tendencia alcista al preverse que los bancos centrales van a proseguir la restricción monetaria para atajar los riesgos inflacionistas. De esta forma, el tipo de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos superó la cota

En Europa preocupa que una depreciación brusca del yuan frente al dólar pudiese apreciar demasiado al euro.

La curva de tipos de interés de Estados Unidos se eleva en todos los plazos en los últimos dos meses...

del 5% hacia mediados de abril y en la última semana del mes se colocaba en torno al 5,1%, volviendo a los niveles de mayo de 2002. Cabe señalar que en la última semana de abril la curva del rendimiento de la deuda pública se había normalizado y presentaba una pendiente positiva, es decir, valores más altos a mayor plazo.

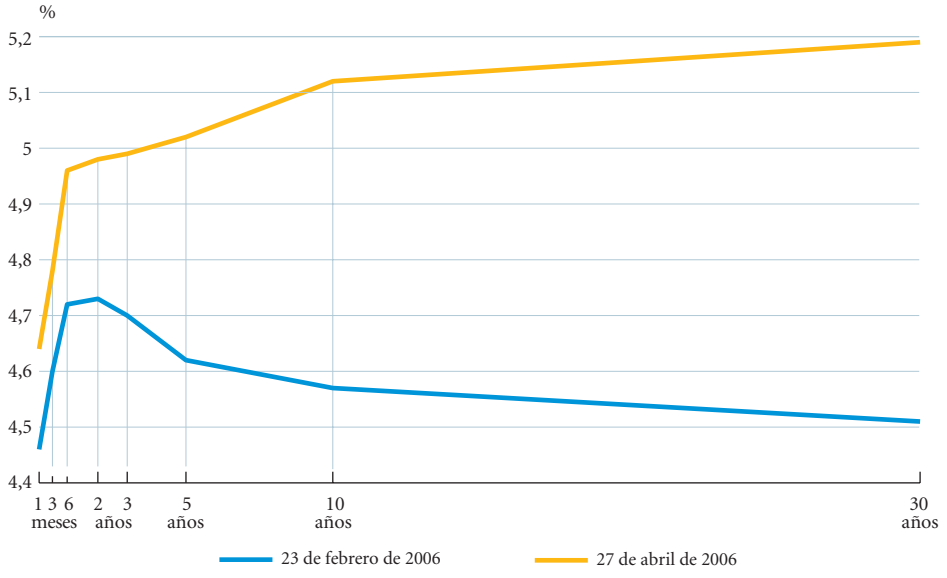
La positivización de la curva podría resolver el «enigma de Greesnpan», así llamado desde que el anterior presidente de la Reserva Federal expresara su extrañeza sobre la no reacción de los tipos de interés a largo plazo a las subidas de los tipos a corto inducidas por el tensionamiento de la política monetaria. En octubre de 2005, después de más de un año de alzas de los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano se situaba ligeramente por debajo del nivel previo al giro restrictivo de la Reserva Federal y se mantenía en niveles anormalmente bajos.

...incluso en los más largos, lo que normaliza la estructura de tipos después de un periodo en el que los rendimientos a corto superaban a los largos en algunos plazos.

En el recuadro titulado «El Misterio de los tipos de interés» del Informe Mensual de noviembre de 2005 avanzábamos que parecía que la tendencia bajista de los rendimientos de los bonos estadounidenses se había roto y pronosticábamos una moderada tendencia alcista a partir de entonces en base al análisis de los factores subyacentes, que se podían resumir en las expectativas de inflación, de los precios del petróleo, de la credibilidad de los bancos centrales, de la acumulación de las reservas de divisas exteriores, de la demanda de inversión, de la globalización y del comportamiento de los inversores institucionales (véase más detalladamente en el recuadro mencionado). Ahora parece que la situación empieza a normalizarse, al situarse la rentabilidad del bono del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo por encima del 5% y presentar la curva de tipos de interés una pendiente positiva en todos los plazos, apuntando a que el «enigma de Greenspan» podría haber sido un fenómeno transitorio. En cualquier caso, el rendimiento de la deuda

LA CURVA DE TIPOS DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS TIENDE A NORMALIZARSE

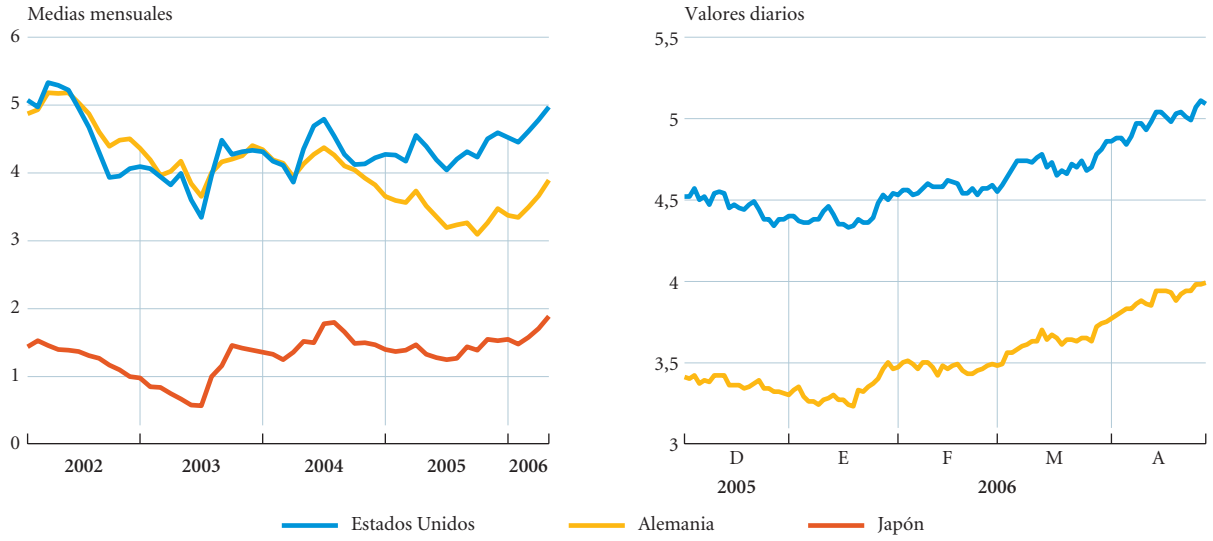
Rentabilidades de la deuda pública



FUENTE: Reuters.

EL RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO NORTEAMERICANO MARCA LA COTA MÁXIMA DESDE MAYO DE 2002

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



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 27 de abril.
FUENTES: Banco de España y Thomson Financial Datastream.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2003	2004	2005			2006			
			II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo	27 abril
Estados Unidos	4,04	4,31	4,21	4,25	4,54	4,45	4,61	4,78	5,09
Japón	0,99	1,50	1,28	1,36	1,53	1,47	1,57	1,70	1,96
Alemania	4,10	4,07	3,35	3,19	3,37	3,34	3,49	3,66	3,99
Francia	4,13	4,10	3,38	3,23	3,39	3,34	3,51	3,68	4,05
Italia	4,24	4,24	3,53	3,40	3,56	3,55	3,70	3,87	4,27
España	4,12	4,10	3,36	3,18	3,37	3,33	3,48	3,65	4,00
Reino Unido	4,53	4,93	4,50	4,32	4,34	4,12	4,21	4,36	4,66
Suiza	2,47	2,57	2,04	1,90	2,05	2,02	2,18	2,35	2,72

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

pública a largo plazo parece haber dejado atrás la cota mínima del 3,1% anotada en 2003.

A este lado del Atlántico la rentabilidad de los bonos del Estado alemanes ha experimentado una evolución similar en las últimas semanas. Así, se situaba en torno al 4% en la última semana de abril, cota no registrada desde octubre de 2004. De esta forma, el diferencial con los bonos homólogos de Estados Unidos se ha ampliado muy levemente en las últimas semanas hasta unos 110 puntos básicos, pero es probable que se haya estrechado al final del año.

El rendimiento de los bonos europeos supera el 4%.

La prima de riesgo de los bonos emergentes marca un nuevo mínimo histórico en abril.

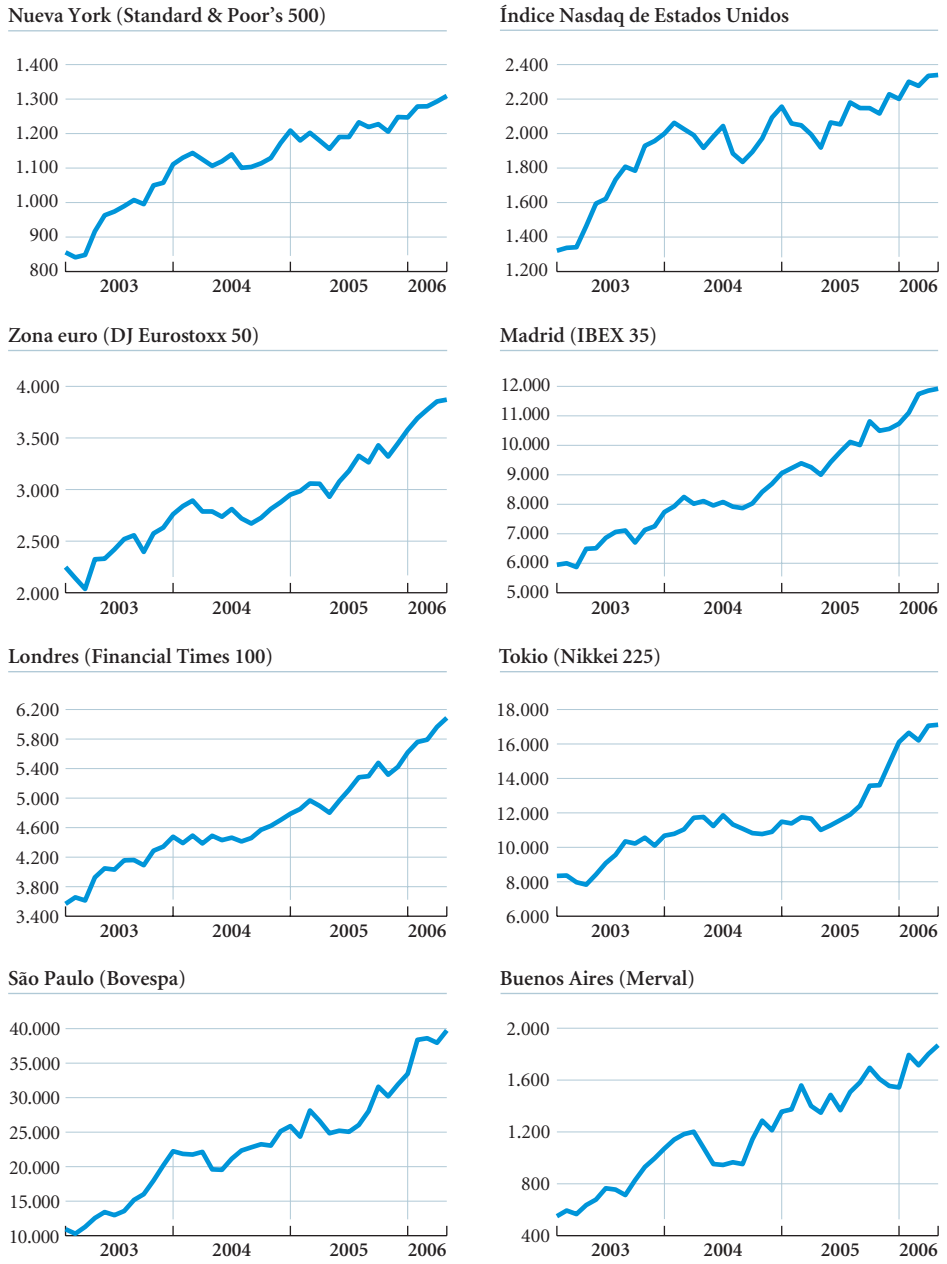
Por otra parte, la prima de riesgo de los bonos emergentes, medida por el índice JP Morgan EMBI+, descendió hasta un mínimo histórico de 179 puntos básicos sobre la deuda pública norteamericana en la quinta semana de abril.

Las bolsas emergentes marcan máximos históricos en abril

Cercano el cierre del primer cuatrimestre, las bolsas presentan en general un balance muy favorable, mostrando in-

BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes



NOTA: Abril 2006, día 27.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

31-3-2006

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	*Cotización a 27-4-06*	
					% variación acumulada	*% variación sobre la misma fecha de 2003*
Nueva York						
Dow Jones	*11.109,3*	*1,1*	*3,7*	*5,8*	*6,2*	*37,0*
Standard & Poor's	*1.294,8*	*1,1*	*3,7*	*9,7*	*4,9*	*45,7*
Nasdaq	*2.339,8*	*2,6*	*6,1*	*17,0*	*6,3*	*63,5*
Tokio	17.059,7	5,3	5,9	46,2	6,2	122,3
Londres	5.964,6	3,0	6,2	21,9	7,9	56,6
Zona del euro	3.853,7	2,1	7,7	26,1	8,0	70,1
Francfort	*5.970,1*	*3,0*	*10,4*	*37,3*	*12,2*	*113,8*
París	*5.220,9*	*4,4*	*10,7*	*28,3*	*10,6*	*81,9*
Amsterdam	*468,7*	*2,2*	*7,3*	*26,8*	*8,6*	*70,5*
Milán	*29.309,0*	*1,8*	*9,5*	*18,9*	*10,7*	*70,8*
Madrid	*11.854,3*	*1,0*	*10,4*	*28,0*	*10,8*	*83,2*
Zurich	8.023,3	1,7	5,8	35,3	6,5	80,5
Hong Kong	15.805,0	–0,7	6,2	16,9	12,5	99,1
Buenos Aires	1.800,6	5,0	16,7	28,6	21,1	180,7
São Paulo	37.951,0	–1,7	13,4	42,6	18,8	227,8

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.

crementos de los índices mayores de lo que se esperaba en enero para el conjunto del ejercicio en muchos casos. Así, muchos índices bursátiles han marcado las cotas máximas de los últimos años en el mes de abril. El ascenso de las bolsas ha sido debido sobre todo a la buena marcha de los resultados empresariales y a las favorables perspectivas existentes. Una ola de fusiones y adquisiciones empresariales que ha afectado a las mismas sociedades que operan las bolsas, como la Bolsa de Londres, también ha contribuido a animar a los parqués. Unos tipos de interés relativamente bajos han ayudado igualmente al dinamismo de los mercados bursátiles. La subida de las bolsas se ha producido a pesar del aumento de los tipos de interés y de la escalada de los precios de las materias primas.

Los índices bursátiles marcan los máximos de los últimos años a pesar del alza de los tipos de interés y de los precios de las materias primas.

No obstante, este encarecimiento de los precios de las materias primas ha favorecido a los mercados emergentes, que han anotado las mayores plusvalías. Así, entre otras las bolsas de Brasil, México, Indonesia, Sudáfrica y Polonia batieron récords en la última semana de abril.

Las bolsas de Brasil, México, Indonesia, Sudáfrica y Polonia baten nuevos récords.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

La economía española continúa en expansión, aunque el alza del precio del petróleo y los problemas crónicos que arrastra (déficit exterior y exceso de inflación) obligan a matizar el optimismo.

Excelente coyuntura actual con algunas sombras

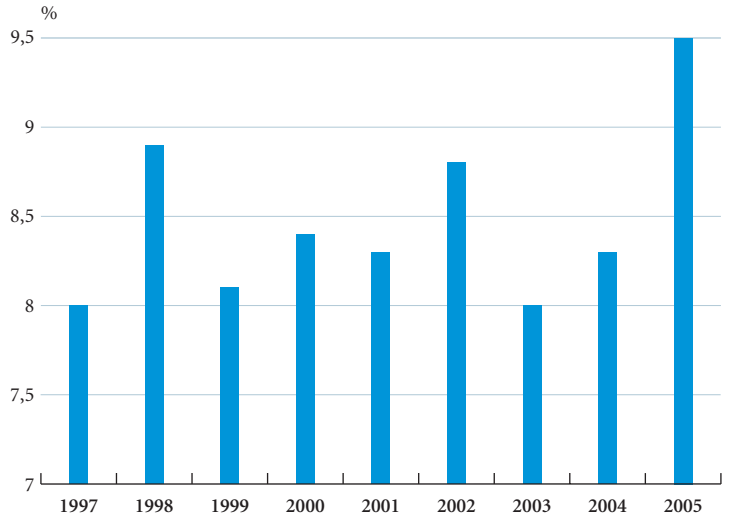
La economía española continúa navegando viento en popa, pero las nubes que se divisan en el horizonte no acaban de disiparse. La escalada de los precios del petróleo proyecta de nuevo su sombra sobre la actividad económica española, que adolece, no hay que olvidarlo, de una dependencia de dicha energía muy superior a la de los países de nuestro entorno. Por otra parte, los problemas crónicos que padece –el exceso de inflación y el déficit exterior como exponentes de la pérdida de competitividad sufrida– no están todavía en vías de solución, lo que podría abocarnos a medio plazo a un ajuste más severo de lo deseable.

Pero de momento las cosas no pueden ir mejor, como avalan, por ejemplo, los saneados beneficios empresariales. Según la Central de Balances Trimestral del Banco de España, el beneficio neto de las empresas creció nada menos que un 26,2% en 2005, récord histórico absoluto. ¡Pero, atención, que no es oro todo lo que reluce! Si efectuamos una lectura más atenta de las cifras que nos ofrece la muestra del Banco de España, vemos que las principales fuentes de ingresos en el ejercicio considerado emanan de algunos factores muy volátiles.

En efecto, los ingresos financieros (alimentados en gran parte por la entrada de dividendos de filiales en el extranjero) crecieron casi un 23%, los ingresos extraor-

LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS ALCANZA MÁXIMOS HISTÓRICOS

Rentabilidad del activo neto (resultado neto sobre el activo medio)



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

dinarios aumentaron un 62% (debido en parte a las plusvalías generadas en operaciones de ventas de acciones) y, por añadidura, se deshicieron en 2005 muchas de las provisiones dotadas en ejercicios anteriores, como consecuencia de la recuperación del valor de las inversiones realizadas, principalmente, en Latinoamérica. Excluyendo estos conceptos, el resultado bruto de explotación (representativo del núcleo más estable de la actividad) registró un crecimiento del 5,2%, que no está nada mal, pero que resulta mucho más moderado, situándose por debajo, incluso, del correspondiente a 2004.

Pero, en fin, entre una cosa y otra las empresas obtuvieron en 2005 unos rendimientos económicos excepcionales. La rentabilidad del activo neto se elevó en dicho año al 9,5% y la correspondiente a los recursos propios al 14,6%, los más elevados de toda la serie. Pero el ejercicio de 2005 es ya agua pasada y será muy difícil que estos resultados se repitan en el futuro inmediato, en un contexto global cada vez más exigente. En el conjunto de empresas incluidas en la muestra del Banco de España, las correspondientes al sector de la energía (que tienen una importante representación en dicha muestra) son las que obtuvieron los mejores resultados, seguidas a bastante distancia de los grupos de comercio y reparación y transportes y comunicaciones.

De momento, la coyuntura empresarial es excelente.

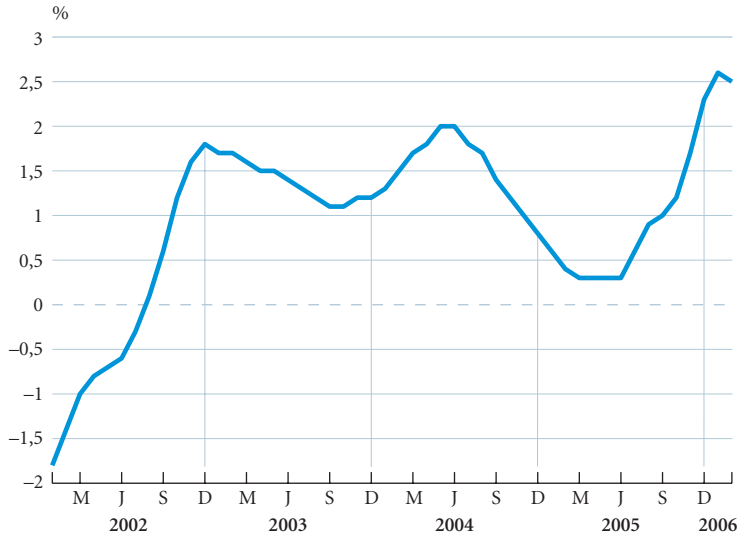
El único sector que pinchó fue el industrial, que registró un descenso del resultado ordinario neto superior al 6%. El estrechamiento de márgenes propiciado por la competitividad de los mercados y la debilidad de la demanda exterior define el contexto de gran dificultad en que se mueve dicho sector. Tal como señala el Banco de España, la evolución a corto y medio plazo de las empresas de dicho ámbito dependerá de la capacidad que tengan para adaptar su estructura productiva a las nuevas circunstancias del mercado globalizado.

Las empresas industriales son las que tienen que afrontar una situación más complicada, a la espera de que se afiance la recuperación apuntada durante los últimos meses.

En el plano estrictamente coyuntural, parece que la recuperación de la indus-

PIERDE FUERZA LA RECUPERACIÓN DE LA INDUSTRIA

Variación interanual del índice de producción industrial



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

tria se ha consolidado, pero ha perdido fuerza en los inicios de 2006. Esta circunstancia puede apreciarse en el gráfico anterior, que muestra la evolución del índice de producción industrial. Por otra parte, a pesar del impulso de los últimos meses, el sentimiento de confianza del sector no acaba de mejorar con claridad y continúa moviéndose en cotas negativas, según la encuesta de la Comisión Europea.

Por el contrario, tanto la construcción como los servicios siguen mostrando un considerable dinamismo.

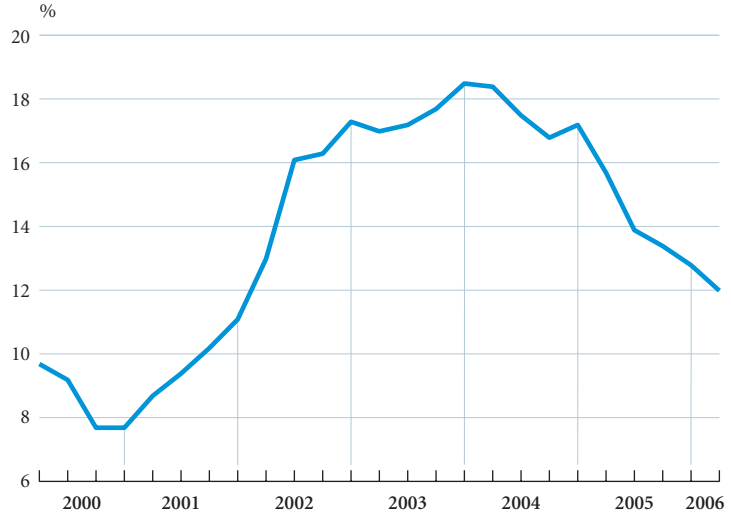
En cambio, el sector de la construcción continúa mostrando una gran solidez, de acuerdo con el avance sostenido de los principales indicadores de actividad. De todos modos, el mercado inmobiliario continúa emitiendo signos de cierta moderación. Así, por ejemplo, los precios de la vivienda libre mantienen la suave pero paulatina desaceleración observada a lo largo de 2005: durante el primer trimestre de 2006 aumentaron un 12,0%, ocho décimas menos que al final de 2005 y en torno a 3,7 puntos porcentuales menos que un año antes. Por otra parte, la inversión extranjera en inmuebles continúa en descenso, según los datos del Banco de España. La suma del valor de dicha inversión en los últimos 12 meses cayó un 15% en enero, consolidando la tendencia negativa observada en los meses precedentes.

También el sector de servicios presenta un tono global bastante positivo, atendiendo a la evolución del índice de la cifra de negocios elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Las tecnologías de la información y la comunicación y los servicios a empresas continúan siendo los sectores más dinámicos. Junto a ellos, el comercio y los transportes continúan creciendo también a buen ritmo, tras haber retomado una tendencia claramente alcista en los últimos meses.

El turismo es el único sector que muestra un cierto estancamiento del ritmo expansivo de la cifra de negocios (en torno al 4% de aumento nominal en los últimos meses), según los datos del INE. El primer trimestre del año fue bastante flojo, con un práctico estancamiento de

CONTINÚA MODERÁNDOSE EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LAS VIVIENDAS

Variación interanual del precio por m² de la vivienda libre



FUENTES: Ministerio de la Vivienda y elaboración propia.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
Industria									
Consumo de electricidad (1)	4,0	3,5	4,5	2,7	3,2	3,7	3,2	3,6	1,6
Índice de producción industrial (2)	1,6	0,7	0,3	0,1	0,7	1,6	3,4	2,3	...
Indicador de confianza en la industria (3)	–2,5	–4,9	–3,6	–7,0	–4,8	–4,0	–7,3	–6,0	–3,0
Utilización capacidad productiva (4)	79,8	80,2	79,4	79,5	81,1	80,7	–	79,7	–
Importación bienes interm. no energ. (5)	6,6	1,6	0,7	3,6	0,6	1,1	–0,8	12,6	...
Construcción									
Consumo de cemento	3,7	5,1	–0,2	11,2	5,2	3,7	14,3	12,5	...
Indicador de confianza en la construcción (3)	13,6	22,4	23,7	15,0	22,7	28,3	21,0	6,0	19,0
Viviendas (visados obra nueva)	8,0	6,2	3,7	7,6	2,8	10,6	24,6	...	...
Licitación oficial	18,3	18,5	5,8	36,6	3,1	36,9	18,8	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	5,5	4,4	4,1	5,4	4,4	3,8	4,7	3,9	6,1
Turistas extranjeros	3,1	6,2	8,2	4,6	7,0	4,9	–0,1	2,0	0,0
Ingresos turismo	3,8	5,8	4,1	–3,9	13,9	4,9	–13,7	...	...
Mercancías ferrocarril (tm-km)	–3,5	–3,2	–14,3	–4,7	–2,3	11,0	...	...	...
Tráfico aéreo pasajeros	8,0	9,1	8,4	8,5	10,2	9,1	7,7	5,5	3,0
Consumo de gasóleo automoción	7,2	4,8	2,5	7,5	4,9	4,2	9,4	...	...

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.

las pernoctaciones en hoteles nacionales y una caída del gasto de los turistas extranjeros, a pesar del ligero aumento numérico de éstos. De todos modos, la piedra de toque del sector continúan siendo los resultados de la temporada alta, que las expectativas actuales sitúan ligeramente por encima de los correspondientes a 2005.

Desde la perspectiva de la demanda, el tono que muestra el consumo es bastante desigual. Así, por ejemplo, las matriculaciones de automóviles parecen haber superado el bache de los últimos meses, con un avance interanual del 2,5% durante el primer trimestre, aunque la comparación entre los ejercicios de 2005 y 2006 no es suficientemente representativa debido a la distinta ubicación en el calendario de las festividades de Semana Santa. Por su parte, las matriculaciones de motocicletas mantuvieron el fuerte ritmo expansivo (más del 43% de aumento en el periodo referido) propiciado por los cambios reglamentarios recientes.

Por el contrario, las ventas del comercio minorista registraron un crecimiento muy moderado durante el primer trimestre en términos reales, mientras que la confianza de los consumidores no acaba de salir del suelo negativo en que permanece anclada

El tono del consumo continúa siendo bastante positivo, aunque tiende a desacelerar gradualmente su elevado ritmo expansivo actual.

¿Es excesivo el crecimiento del consumo en España?

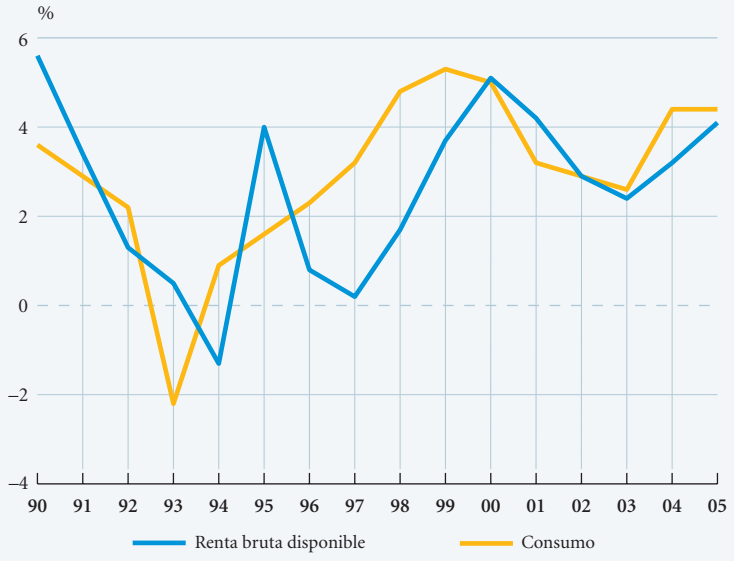
El consumo es, en cierta medida, el mascarón de proa de la economía. Su importancia está fuera de toda duda; en España, por ejemplo, representa cerca del 60% del PIB, proporción muy similar a la de la mayoría de los países de nuestro entorno. Ciertamente, la vitalidad del consumo es un factor muy importante para el dinamismo económico, ya que, aparte de su contribución directa al crecimiento global, ejerce un estímulo innegable sobre la inversión productiva. Y a la inversa, en los países avanzados la atonía del consumo ha dado lugar algunas veces a etapas de prolongado estancamiento –como el caso reciente de Japón– o de crecimiento raquítico –como el que registramos en Europa–.

Según los postulados del análisis económico, el consumo privado depende de la *renta permanente* (entendida ésta como el flujo de ingresos presentes y futuros obtenidos a lo largo del ciclo vital de los consumidores). En la práctica, se suelen vincular las decisiones de consumo a determinadas variables observables, como la renta disponible, la riqueza total neta y el tipo de interés real, atribuyéndose las desviaciones observadas a las expectativas de renta futura de los consumidores. Para la economía española, el Banco de España cifra en 0,5 la elasticidad del consumo familiar a la renta laboral para los bienes de consumo no duraderos, y en torno a la unidad, para los bienes duraderos. El efecto riqueza sería también significativo pero inferior al de la renta, al igual que la respuesta a las variaciones del tipo de interés real.

En efecto, tal como puede apreciarse en el gráfico siguiente, la evolución del consumo en España mantiene una estrecha relación con el crecimiento de la renta bruta disponible de los hogares. Dicho crecimiento se explica fundamentalmente por el avance de las rentas salariales asociado a la fuerte expansión de la ocupación, en la que ha tenido un protagonismo destacado la población inmigrada. Junto a ello, también otros factores, como el

EL CONSUMO ESTÁ MUY INFLUIDO POR LA EVOLUCIÓN DE LA RENTA

Variación real del consumo y de la renta disponible de los hogares



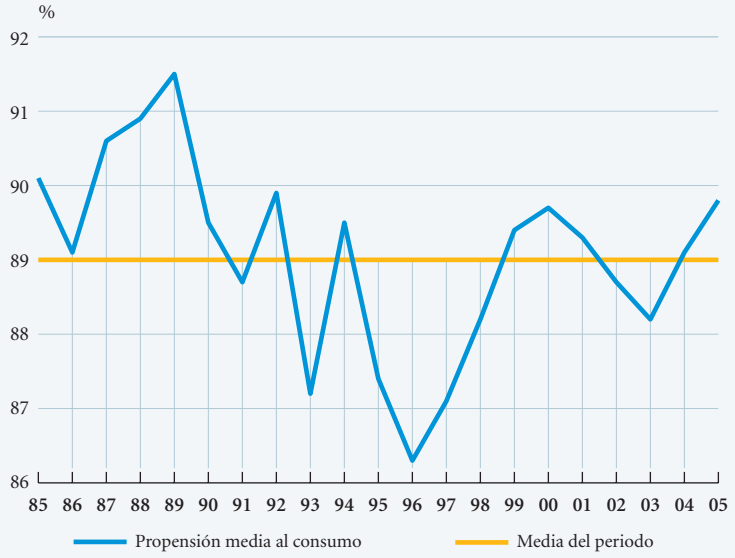
FUENTES: INE, Banco de España y elaboración propia.

descenso de los tipos de interés, la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios y la fuerte expansión del crédito, han tenido temporalmente efectos puntuales apreciables sobre el consumo.

En definitiva, entre una cosa y otra, el consumo de los hogares españoles ha experimentado una expansión notable en los últimos cinco años, con un crecimiento real cercano al 3,6% de promedio anual y una contribución al crecimiento del PIB próxima al 60%. ¿Hay motivo entonces para la alarma? Si analizamos esta cuestión desde el punto de vista de la propensión al consumo (proporción de la renta disponible destinada a los gastos de consumo), no parece que esté especialmente justificada. Como muestra el gráfico siguiente, el nivel actual es sólo ligeramente superior a la media histórica de los últimos veinte años. Desde esta perspectiva, no parece que se haya producido el *festival consumista* señalado por algunos. El problema estriba en que el ahorro bruto generado (la parte no consumida) por las familias españolas resulta claramente insuficiente en la actualidad para financiar el crecimiento de los gastos de inversión (principalmente en vivienda), hasta el punto que en 2005, la resultante final (el ahorro bruto inicial menos la inversión realizada) se volvió negativa. Así, pues, desde este particular punto de vista, sí que parece razonable propugnar una mayor moderación en el ritmo expansivo del consumo, dada la inversión que se desea acometer.

LA PROPENSIÓN AL CONSUMO SE SITÚA MUY CERCA DE LA MEDIA HISTÓRICA

Gastos de consumo de los hogares sobre la renta disponible bruta de cada año



FUENTES: INE, Banco de España y elaboración propia.

La evolución del consumo de los hogares españoles en los últimos diez años se ha caracterizado también por la importante transformación que ha sufrido la estructura del gasto. En líneas generales, la tendencia dominante ha sido la disminución del peso relativo de los gastos en alimentación en favor, principalmente, de los correspondientes a los servicios. Destaca, principalmente, el fuerte aumento real del gasto en comunicaciones, que casi se ha triplicado, y los aumentos superiores a la media registrados en los capítulos de salud, transporte, ocio y cultura, y los relativos a los cuidados y servicios personales. En sentido contrario, destaca el moderado incremento de los gastos considerados de primera necesidad (como la alimentación y el vestido),

CLASIFICACIÓN DEL GASTO DE LOS HOGARES

Millones de euros (precios corrientes)

Grupos	1995	2004	% de variación		% de participación		
			Precios	Cantidad	1995	2004	Diferencia
Alimentos y bebidas no alcohólicas	48.586	71.541	29,4	17,6	17,7	14,2	–3,5
Bebidas alcohólicas y tabaco	7.527	15.530	60,7	27,0	2,7	3,1	0,3
Artículos de vestir y calzado	18.676	27.753	27,0	18,2	6,8	5,5	–1,3
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	40.383	80.962	38,5	29,1	14,7	16,0	1,3
Mobiliario, equipamiento del hogar y gastos de conservación de la vivienda	17.082	26.782	21,8	30,4	6,2	5,3	–0,9
Salud	9.056	17.651	27,3	48,9	3,3	3,5	0,2
Transporte	31.804	60.404	28,7	49,2	11,6	12,0	0,4
Comunicaciones	4.931	13.534	–6,7	180,0	1,8	2,7	0,9
Ocio, espectáculos y cultura	23.343	46.808	21,9	48,2	8,5	9,3	0,8
Educación	4.636	7.386	42,5	15,8	1,7	1,5	–0,2
Hoteles, cafés y restaurantes	51.802	94.057	44,3	28,9	18,9	18,6	–0,2
Otros bienes y servicios	16.615	42.063	20,0	59,9	6,1	8,3	2,3
Total	**274.441**	**504.471**	**30,5**	**35,8**	**100,0**	**100,0**	

FUENTES: INE y elaboración propia.

que han experimentado en dicho periodo un crecimiento real cercano al 18%, la mitad del crecimiento medio de los gastos totales. Este patrón de comportamiento está en consonancia con el nivel de desarrollo alcanzado por nuestro país.

En el capítulo alimenticio se manifiestan algunas tendencias muy marcadas, como la preferencia hacia el pescado y el marisco (con un aumento real del 20% en dicho periodo) en detrimento de la carne (7%), y hacia la fruta (21%) en perjuicio de la verdura (7%). Se registran también aumentos muy importantes en el grupo de alimentos preparados y en determinados artículos complementarios de menor valor dietético (azúcar, confituras, miel, chocolate y confitería). En el resto de capítulos, destaca el aumento del gasto en productos farmacéuticos y material terapéutico (63%), vehículos (82%), equipos telefónicos (168%) y equipos audiovisuales e informáticos (96%).

En definitiva, el consumo privado ha mostrado últimamente un inusitado vigor en España y ha sufrido además un importante cambio cualitativo, bajo un patrón similar al observado en otros países con un nivel de desarrollo parecido, aunque en este campo, como en otros, la velocidad del cambio en nuestro país ha sido particularmente intensa en esta etapa. De cara al futuro, es previsible que persista esta tendencia, aunque a un ritmo más pausado, y también cabe esperar una mayor contención en la aportación del consumo al crecimiento del PIB.

último mente. En conjunto, parece que el consumo tiende a desacelerar moderadamente su ritmo expansivo, aunque manteniendo todavía un fondo de firmeza apreciable, apoyado por las condiciones favorables que prevalecen (crecimiento del empleo, expansión del crédito y tipos de interés todavía muy bajos).

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	–0,1	0,9	0,1	1,1	1,4	0,9	0,3	0,8	...
Importación de bienes de consumo (**)	13,4	7,9	6,5	8,4	7,8	8,6	40,4	9,3	...
Matriculaciones de automóviles	9,8	0,8	–0,0	4,9	2,3	–4,5	–0,3	–2,3	8,3
Crédito al consumo de bienes duraderos	5,5	12,5	8,8	13,7	17,2	10,1	–	–	–
Indicador de confianza de los consumidores (***)	–10,5	–10,8	–9,3	–11,3	–11,4	–11,2	–12,4	–13,0	–12,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	1,9	–0,1	–0,8	0,6	–1,3	0,8	10,2	4,5	...
Importación de bienes de equipo (**)	14,9	20,4	28,6	36,0	13,5	8,2	20,7	10,0	...
Matriculación de vehículos industriales	11,7	13,2	9,2	17,9	13,9	11,5	–5,8	6,5	19,2
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	9,8	6,0	5,7	9,0	4,7	4,5	14,7	11,5	...
Exportaciones	5,2	0,2	–3,1	2,5	1,2	0,1	12,2	11,6	...

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.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los principales indicadores de actividad mantienen el signo expansivo, pero con tendencia a moderar también las elevadas tasas de meses anteriores. Es el caso, por ejemplo, de las matriculaciones de vehículos de carga, que aumentaron un 7,5% interanual durante el primer trimestre frente al 13,2% registrado en el conjunto de 2005, y de las importaciones de bienes de dicha naturaleza, que crecieron un 15,1% real durante los dos primeros meses frente al 20,4% correspondiente a 2005.

Se desacelera ligeramente, también, el ritmo expansivo de la inversión en bienes de equipo.

Murcia encabeza el crecimiento regional del último quinquenio

El ejercicio de 2005 fue un ejercicio de crecimiento sostenido y algo superior al del año precedente. El buen tono económico se extendió a la mayor parte de las comunidades autónomas, con la excepción de Baleares y La Rioja, que crecieron algo menos que en 2004, y Andalucía y Cantabria, que lo hicieron al mismo ritmo del año precedente según los datos de contabilidad regional de España elaborados por el Instituto Nacional de Estadística.

La comunidad autónoma más dinámica en 2005 fue Madrid, con un crecimiento del 4,0%, superior en seis décimas a la media española. También por encima de ese listón se situaron Murcia y Extremadura (ambas con un 3,8%), País Vasco (3,7%) y, finalmente, Aragón, Andalucía y Castilla-La Mancha (las tres con un 3,5%). En el extremo opuesto quedaron Baleares con un 2,4% y Asturias y Canarias, las dos con un 2,9%.

Sensibles disparidades en el crecimiento regional en 2005, con Madrid, Murcia y Extremadura al frente, y Baleares, Asturias y Canarias en la cola.

En el último quinquenio, la comunidad con un mayor dinamismo ha sido Murcia, que creció a una media anual del 3,9%, prácticamente el doble que Balea-

PRODUCTO INTERIOR BRUTO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Año 2005

	Producto interior bruto (*)		% variación real		PIB por habitante	Renta disponible bruta por habitante
	Millones de euros corrientes	% sobre total	2005	2000-2005	Euros corrientes	Media España = 100 / 2003
Andalucía	124.407	13,8	3,5	3,7	16.100	80,0
Aragón	28.013	3,1	3,5	3,2	22.403	109,1
Asturias	19.610	2,2	2,9	2,7	18.533	96,2
Baleares	22.286	2,5	2,4	2,0	22.947	114,1
Canarias	36.433	4,0	2,9	3,4	18.879	92,3
Cantabria	11.383	1,3	3,0	3,3	20.554	102,0
Castilla-La Mancha	30.567	3,4	3,5	3,4	16.314	84,8
Castilla y León	48.894	5,4	3,3	3,1	19.782	98,9
Cataluña	170.426	18,8	3,3	3,0	24.858	114,2
Comunidad Valenciana	87.221	9,6	3,0	3,0	19.057	94,7
Extremadura	15.026	1,7	3,8	3,4	14.051	75,2
Galicia	45.780	5,1	3,3	2,7	16.870	87,1
Madrid	160.297	17,7	4,0	3,3	27.279	120,5
Murcia	22.812	2,5	3,8	3,9	17.322	83,8
Navarra	15.472	1,7	3,1	3,0	26.489	124,2
País Vasco	55.866	6,2	3,7	2,9	26.515	125,0
La Rioja	6.705	0,7	3,0	2,9	22.548	111,6
Ceuta	1.345	0,1	3,4	3,1	18.860	94,4
Melilla	1.221	0,1	3,1	3,0	18.304	93,9
Total	**904.323**	**100,0**	**3,4**	**3,2**	**20.838**	**100,0**

NOTAS: (*) El total no coincide con la suma de CCAA por incluir PIB no regionalizable.

La construcción juega un papel relevante en la dinamización de ciertas regiones españolas en los últimos años.

res, la región con menor crecimiento acumulado desde 2000. El fuerte diferencial en la construcción, junto al distinto comportamiento del terciario explican esas grandes diferencias. En el núcleo de cabeza figuran también Andalucía (3,7% de media anual), Canarias, Castilla-La Mancha y Extremadura, las tres con un 3,4%. Otra vez un dinamismo especial de la construcción, excepto en Canarias, es el factor explicativo de la diferencia. También por encima de la media española se situaron Cantabria, Madrid y Aragón, gracias al impulso relativo de la industria en el primer caso y de la construcción en los dos restantes. En Madrid, el complemento del sector energético fue también relevante, mientras que en Aragón la industria creció por encima de la media española.

En el lado opuesto, es decir, entre las comunidades que han perdido peso en el conjunto de la economía española figuran, en primer lugar, las de la cornisa cantábrica (Galicia, Asturias y País Vasco) junto a la Rioja, Cataluña, Valencia y Navarra. En el caso catalán y valenciano, las dificultades de la industria manufacturera explican el retraso respecto a la media española, pues la construcción mantuvo un tono robusto. Castilla y León, por su parte, creció, prácticamente, al ritmo de la economía española, un

3,1% medio acumulado en este último quinquenio, mostrando un cierto dinamismo industrial.

La dinámica de desarrollo regional ha tendido a moderar las diferencias entre comunidades, aunque en 2005 las diferencias en términos de PIB por habitante eran sustanciales. Madrid, con 27.279 euros per cápita, lideraba el conjunto español, seguida a poca distancia por las dos comunidades forales. Algo más distante, aunque también por encima de la media española, se hallaba Cataluña, con 24.858 euros por habitante. Estas cuatro comunidades son las únicas que presentan un registro superior a la media de la Unión Europea de 25 miembros, cifrado en 23.400 euros por habitante.

En un nivel inferior, pero mayor a la media española, se hallaban las islas Baleares, La Rioja y Aragón. Por debajo de la media española, pero menos de un 10%, estaban Cantabria, Castilla y León y Valencia. En el extremo opuesto, Extremadura, y algo más arriba, Andalucía, Castilla-La Mancha y Galicia, configuraban el mapa de las regiones con un PIB per cápita inferior.

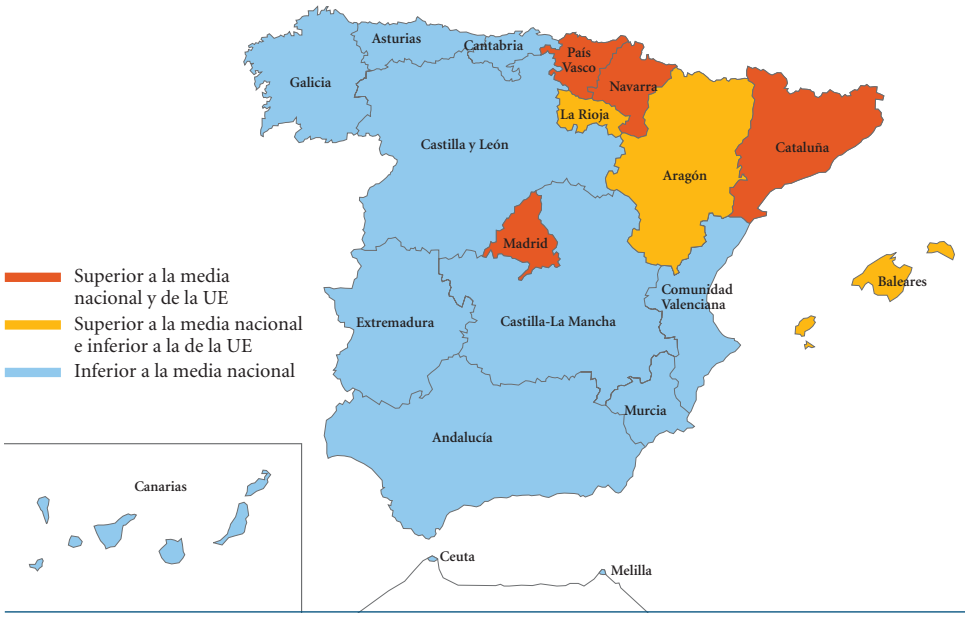
Las disparidades regionales en producto por habitante quedan relativamente atenuadas al considerar la renta disponible de los hogares, indicador que viene a incorporar los efectos de la política redistributiva del Estado, entre otros. En efecto, mientras la comunidad más desarrollada, Madrid, presenta un PIB por habitante superior en un 94% al de la menos desarrollada (Extremadura), en el caso de la renta el diferencial se reduce al 66% entre el País Vasco y Extremadura, que presentan una renta por habitante de 14.902 y 8.964 euros, respectivamente.

Se acortan las diferencias en el producto regional por habitante pero son todavía importantes en los casos extremos.

Las diferencias de renta son mucho más estrechas que las del producto.

MADRID Y NORDESTE ALCANZAN EL PIB PER CÁPITA EUROPEO

PIB per cápita en 2005



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Mercado de trabajo

El empleo se muestra vigoroso en el primer trimestre de 2006

La afiliación a la Seguridad Social crece un 2,9% una vez descontada la afloración de empleo derivada del proceso de regularización de extranjeros.

El empleo sigue mostrando un vigor notable en los primeros meses de 2006 a tenor de las cifras de afiliación a la Seguridad Social, que han seguido progresando a un ritmo elevado y ligeramente creciente. En efecto, a final de marzo, los afiliados en situación de alta ascendieron a 18.360.036, un 5,6% más que en el mismo mes del año anterior. Este aumento tan intenso incorpora el sesgo de la regularización de extranjeros, proceso que se inició en febrero de 2005 y que ha terminado con más de 550.000 nuevas altas en la Seguridad Social.

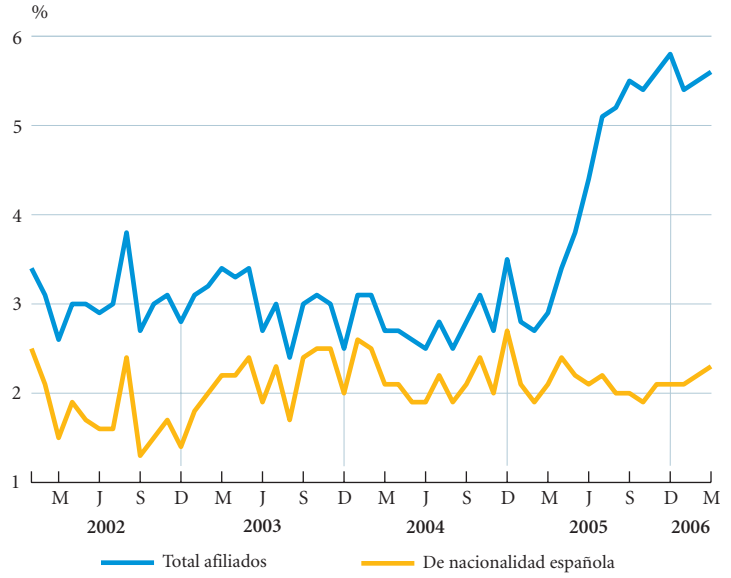
El trabajo a tiempo parcial impulsa la contratación laboral.

Una estimación más ajustada del crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social se obtiene descontando las situaciones de alta que se derivan del proceso de regularización. De este modo, el aumento de la afiliación quedaría en un 2,9%, con un aumento del 2,3% en el caso de los trabajadores españoles y un 10,7% para los extranjeros. Los datos de afiliación de marzo confirman el perfil de crecimiento sostenido de los últimos meses.

El vigor del mercado de trabajo se percibe también a través del fuerte dinamismo de las contrataciones registradas a través de las oficinas públicas de empleo. En los tres primeros meses de 2006, los contratos registrados aumentaron un 15,0%, tanto por el intenso incremento de los contratos indefinidos como de los temporales y, en ambos casos, bajo la modalidad de tiempo parcial. Esta fór-

ESTABILIDAD DEL CRECIMIENTO DEL EMPLEO

Variación anual de afiliados en alta a la Seguridad Social



FUENTES: Seguridad Social y elaboración propia.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
Afiliados a la Seguridad Social									
Asalariados	2,7	4,8	2,8	4,2	5,9	6,3	6,2	6,2	6,4
Industria	*–0,5*	*–0,5*	*–0,8*	*–0,7*	*–0,3*	*–0,4*	*–0,5*	*–0,5*	*0,1*
Construcción	*5,6*	*8,6*	*5,6*	*7,9*	*10,0*	*10,9*	*10,8*	*10,8*	*11,5*
Servicios	*3,9*	*5,7*	*4,2*	*5,2*	*6,4*	*6,8*	*6,6*	*6,6*	*6,6*
No asalariados	3,2	2,6	2,9	2,7	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2
Total	**2,8**	**4,4**	**2,8**	**3,9**	**5,3**	**5,6**	**5,4**	**5,5**	**5,6**
Población ocupada (*)	**3,9**	**5,6**	**5,1**	**5,8**	**5,9**	**5,6**	**–**	**–**	**–**
Puestos de trabajo (**)	**2,6**	**3,1**	**3,0**	**3,2**	**3,2**	**3,2**	**–**	**–**	**–**
Contratos registrados (***)									
Indefinidos	11,8	8,7	0,6	9,2	10,0	16,1	33,6	18,8	25,3
Temporales	11,4	4,6	–9,8	10,1	9,7	8,9	12,6	10,1	18,2
Total	**11,5**	**5,0**	**–8,8**	**10,0**	**9,8**	**9,5**	**14,6**	**11,1**	**19,0**

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 de Empleo y elaboración propia.

mula acaparó el 21,8% de las nuevas colocaciones en el conjunto del primer trimestre del año.

El paro registrado se mantiene estable

El sensible dinamismo del empleo repercute positivamente sobre el nivel de desempleo. En marzo, el paro registrado aumentó moderadamente por motivos estacionales y lo hizo prácticamente en la misma cifra que en marzo de 2005, con lo que el número de inscritos en las oficinas del Instituto de Empleo a final de mes, 2.148.530, se mantuvo, al igual que en febrero, un 0,2% por encima de marzo de 2005.

Este estancamiento del desempleo se debe principalmente al efecto negativo que sobre las cifras totales ejercen, por una parte, el intenso incremento de paro agrícola y, por otra, la tendencia fuertemente ascendente de los demandantes de un primer empleo. De hecho, el desempleo no agrario excluidos los demandantes de un primer empleo sigue cayendo a un ritmo estable y moderado, concretamente un 1,2%, coherente con el dinamismo real del mercado de trabajo.

El paro no agrario sigue con una tónica de descenso moderado.

El fuerte aumento de los demandantes de un primer empleo parece obedecer más a una mejora general de expectativas que impulsa a la población inactiva a buscar un trabajo que no al proceso de integración de la población extranjera en el mercado laboral. De hecho, los extranjeros representan una parte mínima, un 5,5%, del fuerte aumento de los demandantes de un primer empleo en el primer trimestre.

Los demandantes de un primer empleo aumentan con intensidad, probablemente por la mejora de expectativas laborales.

Desde una perspectiva territorial, los datos menos favorables correspondieron a Andalucía, donde en los últimos meses el paro presenta una tendencia fuerte-

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Marzo 2006

	Parados	Variación sobre diciembre 2005		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	67.894	2.667	4,1	11.441	20,3	3,2
Industria	299.694	–1.625	–0,5	–10.803	–3,5	13,9
Construcción	227.740	–17.360	–7,1	–19.665	–7,9	10,6
Servicios	1.316.339	49.950	3,9	8.172	0,6	61,3
Primer empleo	236.863	11.961	5,3	14.550	6,5	11,0
Por sexos						
Hombres	833.844	–18.119	–2,1	–29.324	–3,4	38,8
Mujeres	1.314.686	63.712	5,1	33.019	2,6	61,2
Por edades						
Menores de 25 años	287.058	12.708	4,6	7.674	2,7	13,4
Resto de edades	1.861.472	32.885	1,8	–3.979	–0,2	86,6
TOTAL	**2.148.530**	**45.593**	**2,2**	**3.695**	**0,2**	**100,0**

FUENTES: Instituto de Empleo y elaboración propia.

El comportamiento del desempleo es especialmente negativo en Andalucía.

mente ascendente que no está vinculada a la inmigración. En esta comunidad, únicamente el 3,6% de los desempleados son extranjeros, porcentaje muy inferior a las cotas del 20% que se registran en Baleares o de entre el 10% y el 15% en zonas donde la población extranjera representa una proporción sensible del empleo (La Rioja, Madrid, Cataluña, Murcia, Valencia).

Por otra parte, Andalucía, junto con Aragón, Valencia y Canarias, aunque estas tres en menor grado, son las únicas comunidades donde el nivel de desempleo se sitúa por encima del registrado en marzo de 2005. En el resto de España, las situaciones más favorables se constatan en Cantabria, Madrid, Baleares, Navarra y Galicia, pues el ritmo de descenso del paro presentaba un perfil claramente descendente.

Precios

El petróleo amenaza de nuevo al IPC

El índice de precios de consumo (IPC) dio en marzo una leve señal de moderación que para mantenerse en los próximos meses exigirá la contribución de una energía más barata y una demanda menos fuerte. Por el momento, la suave mejora de la tasa de inflación, una décima de punto hasta el 3,9% interanual, ha permitido reducir el diferencial con la zona euro en esa misma magnitud, hasta los 1,7 puntos porcentuales.

La mejora del IPC en marzo ha tenido como protagonistas a sus componentes menos estables, es decir, los precios de la alimentación fresca y los carburantes, que al comportarse más favorablemente que en marzo de 2005 han contribuido a la contención del IPC. Por el contrario, la inflación subyacente se ha acelerado súbitamente hasta el 3,1%, el mayor valor en tres años.

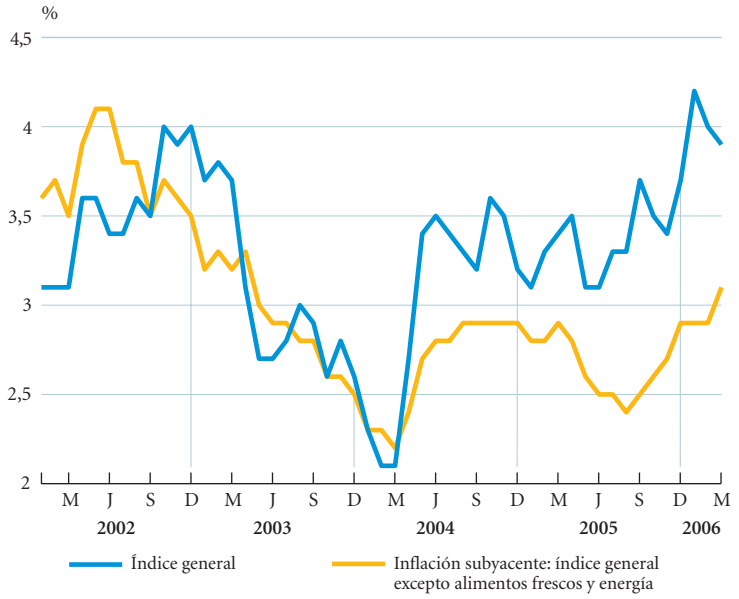
El IPC cae al 3,9% en marzo...

La aceleración de la inflación subyacente no aparece como especialmente alarmante en la medida en que cabe atribuirla en exclusiva a un factor puntual como el precio del tabaco, que en estos primeros meses de 2006 ha experimentado oscilaciones intensas por las guerras entre las tabaqueras. Sin el tabaco, se hubiesen mantenido los niveles del mes precedente gracias a la contención de los precios de los bienes industriales y la suave modera-

...pero la inflación subyacente rompe al alza la barrera del 3% por el rebrote del precio del tabaco.

EL IPC MEJORA PESE AL ALZA DE LA SUBYACENTE

Variación interanual del IPC general y de la inflación subyacente



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2005			2006		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2004	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2005	% variación anual
Enero	–0,8	–0,8	3,1	–0,4	–0,4	4,2
Febrero	0,3	–0,6	3,3	0,0	–0,4	4,0
Marzo	0,8	0,2	3,4	0,7	0,3	3,9
Abril	1,4	1,6	3,5			
Mayo	0,2	1,8	3,1			
Junio	0,2	2,1	3,1			
Julio	–0,6	1,5	3,3			
Agosto	0,4	1,9	3,3			
Septiembre	0,6	2,5	3,7			
Octubre	0,8	3,4	3,5			
Noviembre	0,2	3,5	3,4			
Diciembre	0,2	3,7	3,7			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

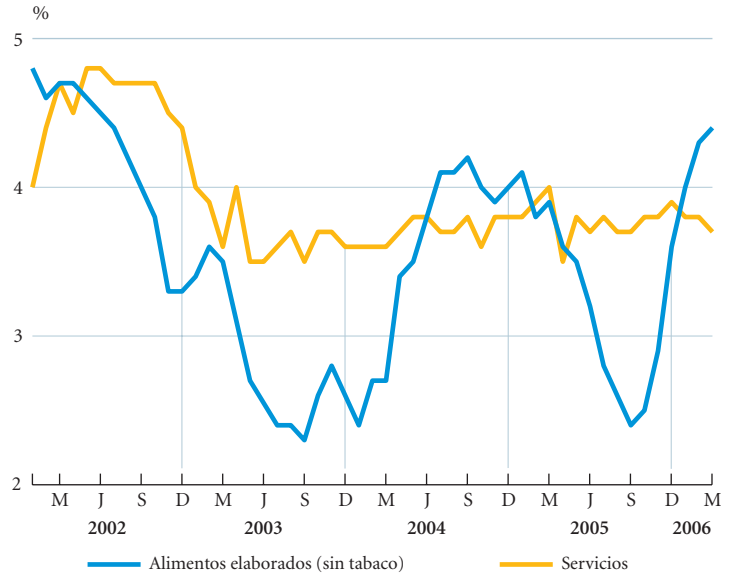
Los productos de origen industrial registran una inflación muy contenida.

ción de los servicios, pese a la suave aceleración de la alimentación elaborada, que ha alcanzado máximos de los últimos cuatro años (un 4,4% interanual sin tabaco) a causa del aceite.

La moderación de los precios de productos de origen industrial se mantiene pese a ciertas tensiones en los precios mayoristas. Esto es posible gracias a ciertos grupos de productos, normal-

LOS ALIMENTOS ELABORADOS, MÁS INFLACIONISTAS QUE LOS SERVICIOS

Variación interanual de componentes del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Marzo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2005	2006	2005	2006	2005	2006
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	120,3	0,4	0,0	0,9	0,7	3,4	3,9
Bebidas alcohólicas y tabaco	122,2	–0,0	5,6	0,3	0,3	5,4	5,1
Vestido y calzado	109,0	3,2	3,3	–9,4	–9,5	1,6	1,3
Vivienda	120,8	0,8	0,5	1,7	3,2	4,4	7,5
Menaje	109,7	0,3	0,5	0,0	0,4	2,0	2,6
Medicina	106,7	–0,7	–0,3	–0,4	0,3	0,6	1,4
Transporte	120,0	1,3	0,6	2,6	2,8	6,2	6,4
Comunicaciones	91,3	–0,8	–0,3	–0,8	–0,2	–1,2	–1,1
Ocio y cultura	102,3	0,8	–0,2	–0,1	–1,6	0,6	–0,8
Enseñanza	121,5	0,0	0,0	0,5	0,3	4,2	3,9
Hoteles, cafés y restaurantes	123,1	0,9	0,6	1,8	1,8	4,4	4,3
Otros	117,8	0,3	0,6	2,3	2,4	3,0	3,4
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	119,0	0,4	1,4	1,0	1,6	4,0	4,5
Alimentos sin elaboración	123,4	0,3	–0,9	0,6	–1,3	2,9	3,3
Conjunto no alimentario	114,9	0,9	0,7	–0,0	0,2	3,3	3,8
Bienes industriales	110,5	1,2	0,9	–1,6	–0,9	2,7	3,9
Productos energéticos	*123,8*	*1,9*	*0,6*	*3,1*	*4,8*	*8,2*	*11,8*
Carburantes y combustibles	*129,4*	*2,7*	*0,7*	*3,6*	*5,0*	*10,5*	*14,4*
Bienes industriales sin productos energéticos	*106,4*	*1,0*	*1,0*	*–3,0*	*–2,7*	*1,0*	*1,5*
Servicios	120,0	0,6	0,5	1,7	1,5	4,0	3,7
Inflación subyacente (**)	114,7	0,7	0,9	–0,2	0,0	2,9	3,1
ÍNDICE GENERAL	**116,3**	**0,8**	**0,7**	**0,2**	**0,3**	**3,4**	**3,9**

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

mente importados, que con sus precios en vigoroso descenso compensan otros comportamientos más alcistas. Con todo, la intensa competencia en los mercados de productos industriales contribuye también a contener las subidas de precios.

En el ámbito de los servicios, la estabilidad de la inflación en cotas elevadas es la nota dominante, aunque en marzo el índice del grupo moderó en una décima de punto su crecimiento hasta el 3,7% interanual. La hostelería y los viajes organizados han influido en este comportamiento, pues otros servicios como las telecomunicaciones, los servicios postales, los seguros, los servicios hospitalarios, las reparaciones del automóvil o el transporte público urbano siguen aumentando en algunos casos incluso a un ritmo algo mayor al de meses precedentes.

En este contexto, la clave de la moderación del IPC en los próximos meses va a

El petróleo amenaza el potencial de reducción del IPC a medio plazo.

Los precios industriales reducen su ritmo de crecimiento hasta el 5,8% interanual en marzo.

estar en la evolución de los productos energéticos, que si no se moderan podrían llevar la inflación de final de año notablemente por encima del 3%.

Alimentación y energía moderan los precios industriales mayoristas

Los precios agrarios empiezan el año con ciertas tensiones.

El índice de precios industriales se moderó significativamente en marzo y pasó a aumentar a un ritmo del 5,8%, medio punto menos que en el mes anterior. La contención de los precios energéticos, todavía dentro de un crecimiento muy elevado, y también las menores presiones en el ámbito alimentario, han más que compensado las tensiones en los precios de los bienes intermedios no energéticos. Mención aparte merecen las manufacturas de consumo no alimenticias y los bienes de equipo, que han continuado con aumentos de precios estabilizados en torno al 2% interanual.

Menos favorable fue el comportamiento de los precios agrarios en enero, que aceleraron su crecimiento hasta un 4,0% interanual. La recuperación paulatina de los precios de los productos ganaderos, y del ganado de abasto en particular, explican este comportamiento, aunque también los precios de los productos agrícolas se aceleraron levemente hasta un 2,8%.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación				Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios	
2005											
Enero	8,4	4,8	3,2	1,8	6,2	8,7	5,0	3,4	–1,6	7,2	–
Febrero	12,2	4,9	3,2	1,9	5,5	11,0	5,4	1,0	–1,9	9,3	4,4
Marzo	13,2	5,1	2,8	2,0	4,9	13,1	5,3	2,6	–7,6	9,7	–
Abril	6,6	5,0	2,8	2,0	3,7	14,5	4,6	0,9	–7,5	9,1	–
Mayo	–0,9	4,2	2,5	2,1	3,3	11,0	0,9	–3,2	–6,5	4,7	4,4
Junio	–11,9	4,4	2,2	2,1	3,1	13,5	5,3	3,6	–1,3	7,7	–
Julio	–5,1	4,6	2,1	1,9	3,0	15,7	8,2	0,6	10,4	11,7	–
Agosto	9,2	4,9	2,5	1,8	2,9	16,3	6,1	–0,2	–0,4	11,0	4,5
Septiembre	6,7	5,4	2,6	1,9	3,2	17,9	4,3	–0,6	4,2	7,0	–
Octubre	–0,8	5,0	3,0	1,8	3,1	15,2	4,8	0,8	14,0	5,3	–
Noviembre	2,0	4,9	3,1	2,0	3,2	14,7	3,8	3,3	–0,8	5,6	4,4
Diciembre	2,1	5,2	3,2	2,0	3,2	15,6	7,1	0,9	10,2	8,9	–
2006											
Enero	4,0	6,3	3,5	2,1	3,6	20,6	1,5	–6,5	–5,1	7,5	–
Febrero	...	6,3	3,6	2,1	3,8	20,1	6,6	2,5	3,2	9,2	...
Marzo	...	5,8	3,3	2,0	4,5	16,4	...	...	...	...	...

NOTA: (*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y elaboración propia.

Sector exterior

Mejoran las exportaciones

Las exportaciones continuaron mostrando una notable fortaleza en el segundo mes del año aunque todavía insuficiente como para compensar el empuje de unas importaciones aupadas complementariamente por los precios del petróleo. De ahí que el déficit comercial siguiera ampliándose de modo intenso hasta alcanzar los 13.088 millones de euros en el periodo enero-febrero, un 26,2% más que en 2005. El alza del déficit debe imputarse en su mayor parte al deterioro de la balanza energética, que recoge un alza del petróleo de un 63,4% (en euros) en el último año. Con todo, la mayor parte del déficit comercial sigue correspondiendo a los intercambios exteriores no energéticos.

El déficit exterior de productos energéticos supone ya el 3% del PIB.

El auge exportador del inicio de 2006 tiene a su favor la base de comparación, pues el principio de 2005 fue muy débil en ventas exteriores. Además, una operación concreta en material naviero ha introducido un sesgo al alza notable en las ventas

Las exportaciones van al alza pero sobre una base de comparación muy débil.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-febrero 2006

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% partici-pación	Millones de euros	% variación anual en valor	% partici-pación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	6.490	50,4	16,3	1.192	52,6	4,5	–5.298	18,4
Bienes de consumo	11.594	21,3	29,1	10.166	11,5	38,0	–1.428	87,7
Alimenticios	*1.937*	*8,3*	*4,9*	*3.319*	*2,3*	*12,4*	*1.382*	*171,3*
No alimenticios	*9.657*	*23,7*	*24,2*	*6.847*	*14,3*	*25,6*	*–2.810*	*70,9*
Bienes de capital	3.898	14,0	9,8	2.706	52,6	10,1	–1.192	69,4
Bienes intermedios no energéticos	17.851	10,7	44,8	12.683	11,5	47,4	–5.168	71,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea 25	23.477	12,1	58,9	19.277	8,4	72,1	–4.200	82,1
Zona del euro	*19.675*	*11,2*	*49,4*	*15.241*	*7,0*	*57,0*	*–4.434*	*77,5*
Otros países	16.356	31,0	41,1	7.469	41,8	27,9	–8.887	45,7
Rusia	*1.054*	*36,5*	*2,6*	*183*	*37,8*	*0,7*	*–872*	*17,3*
EEUU	*1.339*	*17,5*	*3,4*	*1.138*	*42,8*	*4,3*	*–202*	*84,9*
Japón	*914*	*–4,0*	*2,3*	*219*	*34,3*	*0,8*	*–695*	*23,9*
América Latina	*1.949*	*52,2*	*4,9*	*1.483*	*54,2*	*5,5*	*–466*	*76,1*
OPEP	*3.353*	*49,3*	*8,4*	*693*	*33,6*	*2,6*	*–2.660*	*20,7*
Resto	*7.747*	*27,1*	*19,4*	*3.754*	*39,3*	*14,0*	*–3.993*	*48,5*
TOTAL	**39.833**	**19,2**	**100,0**	**26.746**	**16,1**	**100,0**	**–13.087**	**67,1**

FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y elaboración propia.

Las importaciones, en especial las de bienes de consumo, crecen también fuertemente pero sobre un punto de partida más elevado.

de bienes de equipo y ha contribuido, en consecuencia, a la mejora de las apariencias. Pese a todo, se percibe una recuperación de las exportaciones relacionadas con sectores industriales como la automoción, la química, farmacia, electrónica de consumo y confección, que de continuar supondrían una base más sólida para mejorar el balance del comercio exterior. De momento, el crecimiento exportador en el periodo enero-febrero se cifró en un 16,1% nominal equivalente a un 11,9% real.

La mejora de la exportación se concentra principalmente en los mercados exteriores a la Unión Europea (UE), área donde el crecimiento en volumen llega al 28,3%, más de veinte puntos por encima del aumento registrado por las expediciones a la UE. Por países, los auges más espectaculares se producen en las operaciones con Estados Unidos, Japón, países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, China y Confederación de Estados Independientes. Dentro de la Unión Europea, el mayor dinamismo lo siguen registrando las ventas en los países de la ampliación.

Las importaciones, por su parte, crecieron un 19,2% nominal o, lo que es equivalente, un 12,3% en volumen en los dos primeros meses del año. Al margen de la factura energética, que supone una proporción notable de las importaciones totales (un 16,3% en el periodo enero-febrero) se detectan también crecimientos muy intensos en las compras exteriores de otros bienes, en particular de consumo no alimenticio. En los dos primeros meses de 2006, éstas aumentaron un 26,6% en volumen por la expansión extraordinaria de las compras exteriores de productos textiles y de confección, electrónica de consumo y calzado.

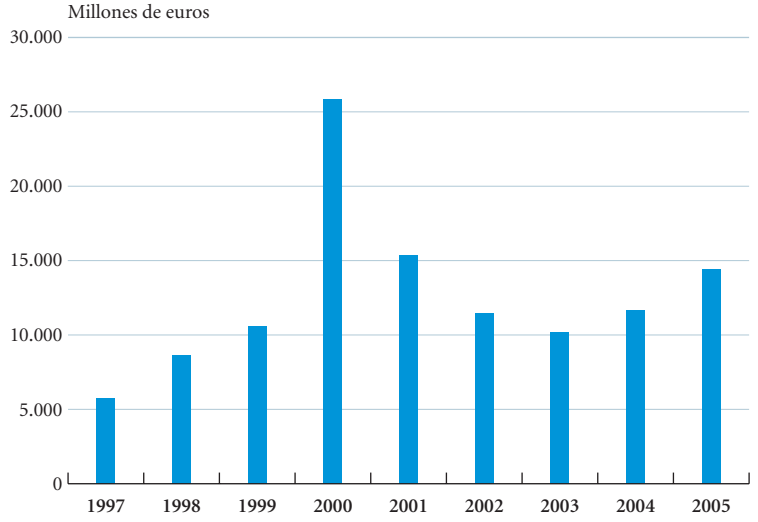
El déficit corriente se mantiene en enero en el 7,4% del PIB.

Balance favorable de la inversión extranjera directa en 2005

La balanza por cuenta corriente ha iniciado el ejercicio de 2006 con unos ligeros síntomas de mejora respecto a los

LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN EMPRESAS SE RECUPERA EN 2005

Inversión extranjera bruta en empresas españolas (*)



NOTA: (*) Excluidas las canalizadas a través de las denominadas «empresas de tenencia de valores extranjeros».
FUENTES: Registro Inversiones Exteriores y elaboración propia.

BALANZA DE PAGOS

Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Enero 2004	Enero 2005	% variación
Balanza corriente			
Balanza comercial	–54.923	–70.249	27,9
Servicios			
Turismo	*26.572*	*25.786*	*–3,0*
Otros servicios	*–4.639*	*–4.367*	*–5,9*
Total	21.932	21.420	–2,3
Rentas	–13.001	–16.100	23,8
Transferencias	–1.455	–1.618	11,2
Total	**–47.447**	**–66.548**	**40,3**
Cuenta de capital	**8.715**	**7.811**	**–10,4**
Balanza financiera			
Inversiones directas	–30.561	–10.954	–64,2
Inversiones de cartera	86.775	64.668	–25,5
Otras inversiones	–13.566	20.787	–
Total	**42.648**	**74.501**	**74,7**
Errores y omisiones	600	–629	–
Variación de activos del Banco de España	–4.516	–15.135	235,1

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.

últimos meses, aunque sin cambiar su signo claramente negativo. En efecto, en enero se registró un déficit de 6.774 millones de euros, inferior en un 1,2% al del mismo mes de 2005. Esta mínima mejora se fundamentó en la reducción de los saldos negativos por transferencias y de rentas, los cuales compensaron el incremento del desequilibrio comercial y la fuerte caída del superávit de servicios.

Pese a la leve mejora, el déficit acumulado de los últimos doce meses, 66.548 millones de euros, vino a representar un 7,4% del producto interior bruto (PIB), cifra igual a la que se registraba a final de año y también máximo histórico. La necesidad de financiación exterior de la economía española, es decir, el saldo conjunto de la balanza corriente y de capital, aumentó, en cambio, ligeramente para situarse en 58.737 millones de euros, equivalentes a un 6,5% del PIB.

En el ámbito financiero, el mes de enero resultó débil para la inversión extranjera en España así como para la española en el exterior. Con todo, resulta prematuro anticipar tendencias para este año 2006. En cualquier caso, el balance de 2005 no fue desfavorable según pusieron ya de relieve en su momento las cifras del Banco de España y más recientemente las mucho más detalladas de la Dirección General de Comercio e Inversiones del Ministerio de Economía y Hacienda.

La inversión extranjera directa va al alza por tercer año consecutivo.

Según estos datos, la inversión extranjera bruta en empresas en España fue de 16.618 millones de euros en 2005, de los que 2.185 se canalizaron a través de las denominadas «empresas de tenencia de valores extranjeros» (ETVE), que son

multinacionales no residentes que centralizan en España su inversión directa a terceros países para beneficiarse de algunas ventajas fiscales. De ahí que, propiamente, la inversión en empresas españolas debería cifrarse en 14.433 millones de euros, cifra superior en un 23,6% a la del año precedente.

Francia, Estados Unidos, Reino Unido y Alemania concentran más del 78% de la inversión extranjera en empresas españolas en 2005.

El balance positivo de la inversión extranjera es muy superior si se tienen en cuenta únicamente las inversiones netas, es decir, descontando las desinversiones. En efecto, la inversión neta en empresas españolas procedente del exterior excluidas las ETVE ascendió a 8.309 millones de euros, un 257,5% más que en 2004. En cualquier caso, las cifras de inversión exterior incluyen tanto los recursos para la constitución de nuevas sociedades (una proporción mínima del total) como los destinados a adquisiciones o ampliaciones de capital en empresas residentes.

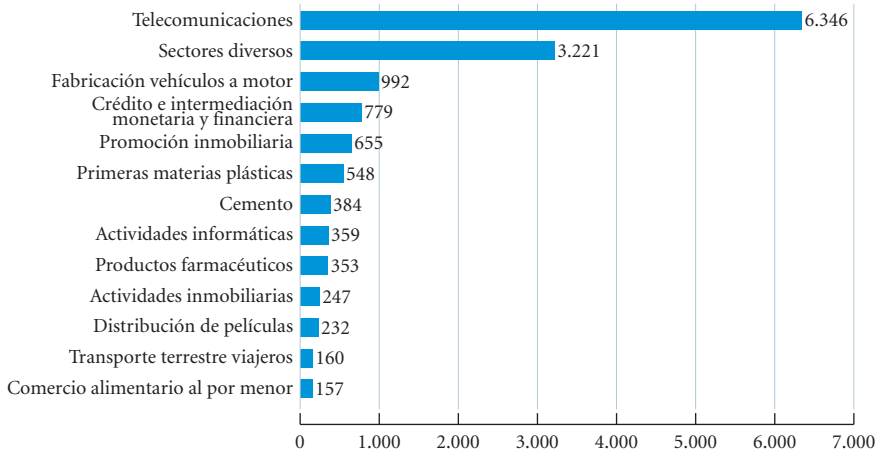
La mayor parte de las operaciones de inversión extranjera se dirigieron en 2005 al sector de las telecomunicaciones que, con la compra de Amena por France Télécom como operación estrella, concentró el 44,0% de la inversión bruta total, excluidas las ETVE. Resultaron también significativas aunque con proporciones mucho más reducidas las inversiones en automoción (6,9% del total), entidades financieras y de crédito (5,4%), promoción inmobiliaria (4,5%), primeras materias plásticas (3,8%) y cemento (2,7%).

La inversión extranjera procedió principalmente de la Unión Europea y, dentro de ella, atendiendo a su origen último, de Francia (44,7% del total) por la operación referida anteriormente, de Estados Unidos (17,1%) y Reino Unido y Alemania, ambos países concentrando el 8,3% del total.

Las principales zonas de destino fueron la comunidad de Madrid, con un 30,9% de la inversión bruta total sin ETVE, y Cataluña, con un 17,8%. La mayor proporción, no obstante, correspondió a inversiones no regionalizables o extendidas a todo el territorio español con un 42,9% del total.

LAS TELECOMUNICACIONES, PRINCIPAL DESTINO DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA

Inversiones extranjeras brutas sin ETVE en 2005, en millones de euros



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Sector público

Fuerte crecimiento de los ingresos públicos

Los ingresos no financieros del Estado alcanzaron los 33.260 millones de euros en el primer trimestre de 2006, un 7,2% más que en el mismo periodo de 2005.

El aumento más intenso correspondió a la imposición directa, un 10,6%, gracias a la buena marcha de la recaudación por el impuesto sobre la renta de personas físicas (IRPF). Algo menor fue el incremento de los ingresos por impuestos indirectos, un 7,7%, que se vieron afectados por el descenso de la recaudación por el impuesto sobre el valor añadido (IVA) sobre operaciones de importación. Entre los impuestos especiales, el impuesto sobre el tabaco se vio favorecido por el aumento de tipos y su recaudación se aupó un 4%.

Los ingresos impositivos crecen al ritmo de la economía.

Los pagos no financieros del Estado cayeron un 3,0% ascendiendo a 33.016 millones de euros. Esta reducción se vio favorecida por la intensa caída de los pagos por intereses y de las operaciones de capital pues los gastos de personal, especialmente, y compras de bienes y servicios aumentaron notablemente. El saldo de caja del Estado hasta marzo, es decir, la diferencia entre sus ingresos y pagos no financieros, fue positivo por importe de 244 millones de euros.

El Estado cierra el primer trimestre con superávit.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Marzo 2006

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo periodo año anterior
Ingresos no financieros	**4.889**	**–10,1**	**33.260**	**7,2**
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	3.569	14,6	16.760	10,3
Impuesto de sociedades	–58	–	896	4,9
IVA	2.417	–9,7	18.417	9,0
Impuestos especiales	1.451	5,6	4.368	2,1
Resto	1.217	–22,8	3.938	–4,0
Total	**8.596**	**–3,1**	**44.379**	**7,4**
Pagos no financieros	**8.809**	**4,6**	**33.016**	**–3,0**
Saldo de caja	**–3.920**	**31,4**	**244**	**–**
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación (**)	***–6.273***	***22,1***	***4.584***	***46,0***

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 Economía y Hacienda y elaboración propia.

Ahorro y financiación

La demanda de financiación del sector privado no cede

El buen momento económico y las holgadas condiciones de financiación siguen impulsando el crédito.

La financiación recibida por las empresas y familias sigue creciendo con gran vigor. En febrero su tasa de variación interanual resultó del 20,8%, en el mismo nivel que en los tres meses anteriores. El buen momento económico, estimulado por unos bajos tipos de interés muy reducidos, sigue impulsando el crédito, el cual, a su vez, realimenta el dinamismo de la actividad.

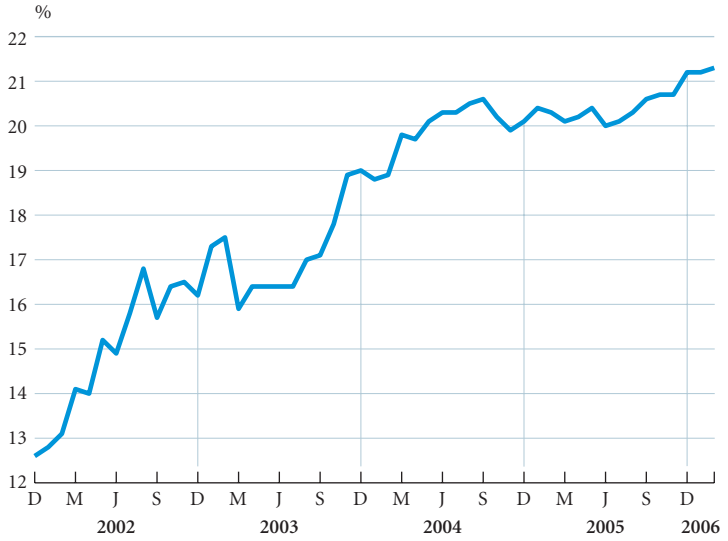
Los recursos canalizados a las empresas ascendieron el 20,4% en febrero en relación con el mes anterior. Esta tasa fue ligeramente superior a la registrada en enero, si bien se colocó algo por debajo del ritmo anotado en diciembre. Del total de la financiación recibida por las sociedades no financieras, la parte constituida por el crédito bancario se elevó todavía más en los últimos doce meses, el 25,1%.

El crédito hipotecario apenas se desacelera.

Las familias no se quedaron atrás. La financiación otorgada a los hogares subió el 21,3% en febrero respecto al mismo mes de 2005, la tasa interanual más alta de la última década. La principal finalidad fue la vivienda, el crédito destinado a la cual subió el 24,4% en los últimos doce meses, apenas tres décimas menos que en octubre de 2005. Así, la pronosticada desaceleración del crédito hipotecario está teniendo lugar de modo muy lento. El resto de créditos a los hogares también está

EL CRECIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN A LAS FAMILIAS MARCA EL NIVEL MÁXIMO DE LA ÚLTIMA DÉCADA

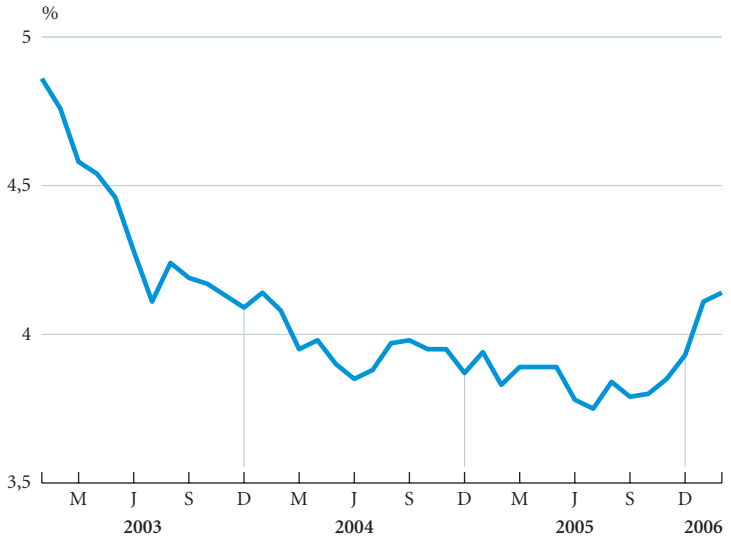
Variación interanual de la financiación a los hogares y a las instituciones sin fines de lucro al servicio de las familias



FUENTE: Banco de España.

MODERADO REPUNTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS

Tipos de interés de préstamos y créditos de las entidades de crédito al sector privado. Nuevas operaciones



NOTA: Tasa anual equivalente.
FUENTE: Banco de España.

pulsando notablemente, aunque a un ritmo de crecimiento menor, del 13,7% interanual en febrero.

Recientemente el Banco de España ha publicado datos un poco más desagregados que llegan hasta diciembre de 2005. De acuerdo con ellos, la financiación de bancos, cajas y cooperativas de crédito para la compra de bienes de consumo duradero (coches, motos, electrodomésticos, muebles, etc.) crecía el 4% en el último trimestre del año pasado en relación con el mismo periodo del año precedente, mostrando una ralentización.

A pesar de la fuerte expansión del crédito al sector privado, la morosidad sigue en cotas muy bajas e incluso se redujo en el último trimestre de 2005, de acuerdo con los últimos datos conocidos. Así, la tasa de morosidad del crédito al sector privado se colocó en el 0,76% al final de diciembre de 2005. Todavía menor era el nivel de la tasa de morosidad del crédito para la compra de vivienda con hipoteca, menos de la mitad de la tasa total, situándose en el 0,37%. La buena coyuntura económica y los bajos tipos de interés han posibilitado que la morosidad haya caído hasta niveles mínimos.

La morosidad continúa en cotas muy bajas.

En efecto, el promedio de los tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios al sector privado era del 4,14% en febrero, menos de dos décimas por encima de la tasa de inflación. No obstante, se aprecia una moderada tendencia ascendente, siguiendo el gradual tensionamiento de los tipos de interés del Banco Central Europeo. Así, con relación al mes de julio de 2005, los tipos de interés a las empresas y familias subieron 39 puntos básicos.

Los tipos de interés bancarios continúan siendo muy reducidos en términos reales, pero comienzan a subir.

La expansión de los depósitos bancarios sigue disparada

Los depósitos totales de las empresas y familias residentes están creciendo con gran fuerza, alcanzando ritmos de expan-

Las preferencias de los inversores en los fondos de inversión se concentran en los fondos globales en el primer trimestre.

sión comparables a los de los préstamos. De esta forma, reflejan la gran liquidez todavía existente a pesar del giro alcista del Banco Central Europeo. Los depósitos a plazo a más de dos años, que disfrutan de una bonificación fiscal de los intereses del 40%, continúan avanzando de forma extraordinaria. Por otra parte, las cuentas a la vista y de ahorro se elevaron el 12,4% en los últimos doce meses, tasa un poco inferior a la registrada en enero.

Los fondos de inversión también siguen progresando. El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se incrementó en 8.659 millones de euros en el primer trimestre hasta alcanzar 254.514 millones, según la información proporcionada por Inverco, la asociación de gestoras. De este modo, el total de los activos de los fondos de inversión mobiliaria subió el 13,3% en marzo en relación con el mismo mes del año anterior. Las suscripciones netas acumuladas hasta marzo totalizaron 4.735 millones de euros, correspondiendo el resto de aumento del patrimonio a las plusvalías logradas gracias sobre todo a la favorable evolución de las bolsas.

Las preferencias de los ahorradores se han manifestado en función de las expectativas de rentabilidades por productos. Así, en el transcurso de los tres primeros meses del ejercicio, las mayores entradas netas de dinero se concentraron en los fondos globales, que tienen un patrón de inversión flexible e intentan aprovechar las oportunidades de los mercados internacionales. Los fondos de renta variable también anotaron importantes flujos de entrada. En cambio, las mayores salidas se produjeron en la renta fija, tanto a corto como a largo plazo.

Los fondos de renta variable de los mercados emergentes anotan unas plusvalías del 61%.

En cuanto a los rendimientos que han conseguido los fondos de inversión mobiliarios en el periodo de un año hasta marzo, presentan una gran variabilidad, si bien todas las categorías ostentan rentabilidades positivas. Las mayores ganancias fueron logradas por los fondos de renta variable emergentes, con un espectacular aumento del 60,6%, seguidos por los de Japón, con un 41,8%. La renta variable nacional también registró un magnífico 29,1%. En el otro polo, los fondos garantizados de renta fija sólo reportaron el 1,0% y los fondos de dine-

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Febrero 2006

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (**)	390.347	–6.008	–1,5	42.919	12,4	42,0
A plazo hasta 2 años (*)	194.305	3.789	2,0	28.564	17,2	20,9
A plazo a más de 2 años (*)	253.498	16.742	7,1	122.087	92,9	27,3
Cesiones temporales	72.535	–517	–0,7	–573	–0,8	7,8
Total (*)	**910.686**	**14.007**	**1,6**	**192.999**	**26,9**	**97,9**
Depósitos en monedas no euro	**19.391**	**3.752**	**24,0**	**13.427**	**225,1**	**2,1**
TOTAL (*)	**930.077**	**17.759**	**1,9**	**206.426**	**28,5**	**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.

ro, el 1,2%. El rendimiento promedio fue del 5,7%.

Fuerte aumento del endeudamiento de las familias en 2005

La renta disponible de las familias (incluyendo las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, como instituciones religiosas, caritativas, sindicatos, etc.) aumentó el 7,3% en 2005, según estimaciones del Instituto Nacional de Estadística. Dado que en el mismo periodo el consumo de los hogares creció algo más, el 8,1%, el ahorro familiar, que procede de restar el consumo a la renta, marcó un nivel mínimo del 10,4% respecto a la renta bruta disponible, tasa inferior incluso a la del año 2000. Uno de los factores que explica esta evolución fueron los reducidos niveles de los tipos de interés tanto en términos nominales como reales, que desincentivaron el ahorro y animaron el consumo.

De este modo, el ahorro financiero neto de las familias, que se obtiene deduciendo los gastos de inversión del ahorro, fue negativo (1,4% del producto interior bruto), anotando el nivel mínimo desde que el Banco de España elabora las cuentas financieras separadamente para las familias. Este resultado fue debido a una gran inversión efectuada por los hogares en viviendas junto a un nivel mínimo de ahorro. Así, los hogares han dejado de ser una fuente de financiación para el resto de la economía (empresas, sector público), como era tradicional.

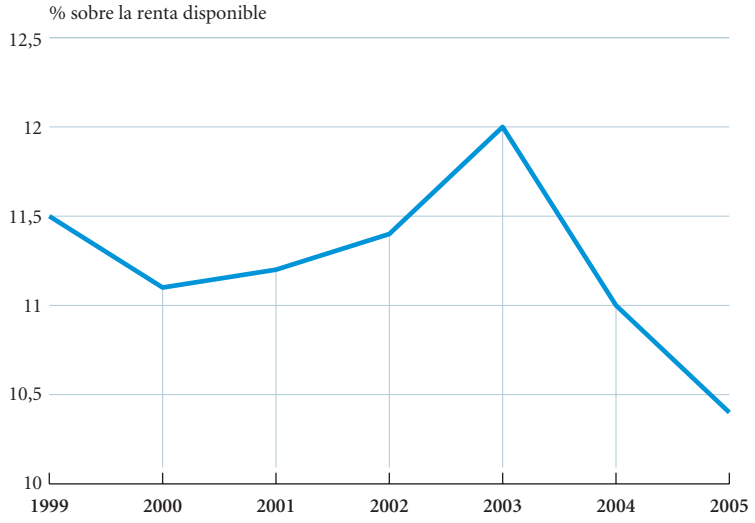
Nuevo retroceso del ahorro familiar en 2005.

Por otra parte, el ahorro financiero de los hogares es equivalente a la adquisición neta de activos financieros menos los pasivos financieros netos contraídos. El valor a precios de mercado de la cartera de activos financieros en 2005 ascendió a 1,56 billones de euros, el 11,8% más que en 2004 y representando el 173,0% del producto interior bruto (PIB). Por persona, los activos financieros ascendieron a 35.479 euros, con un aumento anual del 9,4%. A continuación se describirá la evolución de los activos de la cartera de las familias y luego la de los pasivos.

Las familias dejan de ser una fuente de financiación para el resto de la economía.

CAE EL AHORRO DE LOS HOGARES

Tasa de ahorro de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de las familias



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LAS FAMILIAS (*)

	2005			Variación anual		Variación en 5 años	
	Millones de euros	Estructura en %	% s/PIB	Millones de euros	%	Millones de euros	%
Activos financieros							
Efectivo	84.241	5,4	9,3	14.209	20,3	31.479	59,7
Depósitos	511.501	32,7	56,6	40.285	8,5	147.435	40,5
Valores distintos de acciones	52.032	3,3	5,8	11.092	27,1	25.379	95,2
Acciones y participaciones en fondos de inversión	640.636	40,9	70,8	78.969	14,1	217.569	51,4
Reservas técnicas de seguro	226.160	14,5	25,0	18.458	8,9	81.143	56,0
Otros	50.360	3,2	5,6	1.556	3,2	12.718	33,8
Total	**1.564.930**	**100,0**	**173,0**	**164.570**	**11,8**	**515.722**	**49,2**
Pasivos financieros							
Préstamos	653.955	93,2	72,3	113.651	21,0	362.810	124,6
Otros	47.429	6,8	5,2	–3.384	–6,7	–1.863	–3,8
Total	**701.384**	**100,0**	**77,6**	**110.267**	**18,7**	**360.947**	**106,0**
Riqueza financiera neta	**863.546**	**–**	**95,5**	**54.303**	**6,7**	**154.775**	**21,8**

NOTA: (*) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Los depósitos bancarios pierden participación en el total de los activos financieros.

Las adquisiciones netas de depósitos bancarios se cifraron en 40.384 millones de euros, las mayores de las distintas clases de activos financieros en 2005 sin tener en cuenta las revalorizaciones. No obstante, el saldo de los depósitos bancarios perdió un poco de peso en el total, pasando al 32,7%.

Renovado interés de las familias en la bolsa, después de la crisis del principio de la década.

La cartera de renta variable, incluyendo las participaciones en fondos de inversión, se incrementó el 14,1% y su participación en el total se elevó hasta el 40,9%. Las compras netas de acciones cotizadas poseídas directamente por los hogares ascendieron a 1.215 millones de euros después de dos años con ventas netas. De este modo, se detecta un renovado interés de las familias en la bolsa, después de la crisis del principio de la década. El valor de mercado de las acciones cotizadas ascendió el 19,5% y el de las no cotizadas el 15,5%. De esta manera, su cuota en el total se elevó hasta el 24,2%.

Las compras netas de participaciones de fondos de inversión totalizaron 17.015 millones de euros, muy superiores a las adquisiciones netas de acciones. Las participaciones en fondos de inversión aumentaron el 13,8% hasta alcanzar un máximo histórico, superando los niveles de finales de los años noventa. Su peso en el total se incrementó hasta el 12,5%.

Los productos vinculados al seguro crecieron notablemente, a un ritmo anual del 8,9%. Con todo, su participación en el total se redujo ligeramente por tercer año consecutivo hasta el 14,5%. Por clases, los más dinámicos fueron los fondos de pensiones, que aumentaron el 12,2% y su peso en el total ascendió hasta el 6,1%. Por su parte, tanto los seguros de vida como los distintos a los de vida crecieron menos que la media.

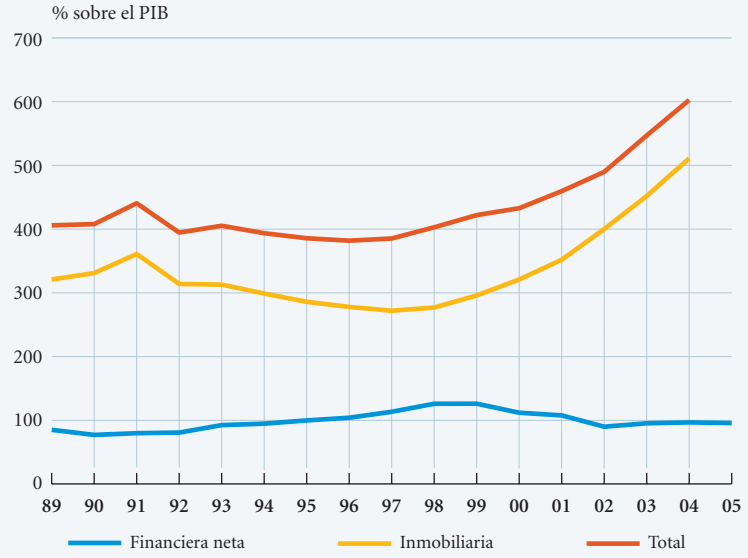
En 2005 más que a los activos el protagonismo correspondió a los pasivos financieros de las familias. La deuda de las

La modernización de los mercados financieros potencia el efecto riqueza

Es indudable que el consumo de las familias está determinado sobre todo por su renta disponible, como se discute en los recuadros de las páginas 24 y 46. Pero otros factores influyen marginalmente en la evolución del consumo de los hogares. Por ejemplo, un aumento de la bolsa o del precio de la vivienda puede ampliar la propensión al consumo, porque nos sentimos más desahogados económicamente, pensamos que ahorrar es menos importante y nos decidimos a comprar un coche más caro que el previsto en un primer momento o a hacer aquel viaje soñado desde hace muchos años. Esto es lo que llamamos efecto riqueza. Si la riqueza (activos financieros o inmobiliarios) aumenta más de lo esperado, el consumo también puede aumentar más de lo previsto según la evolución de la renta disponible. Es decir, es posible que ante un aumento importante de la riqueza real o financiera, los individuos decidan gastar parte de dicho aumento en el valor de los activos, o endeudarse contra los mismos para efectuar un mayor nivel de consumo.

GRAN AUMENTO DE LA RIQUEZA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Riqueza de los hogares (a fin de periodo)



FUENTE: Banco de España.

Entre los distintos activos financieros de los hogares, los más susceptibles de revalorizaciones acusadas son las acciones. Las cotizaciones de éstas pueden subir por la perspectiva de mayores beneficios empresariales por ganancias de productividad. En este caso es normal que los accionistas anticipen una mayor riqueza futura e incrementen su consumo.

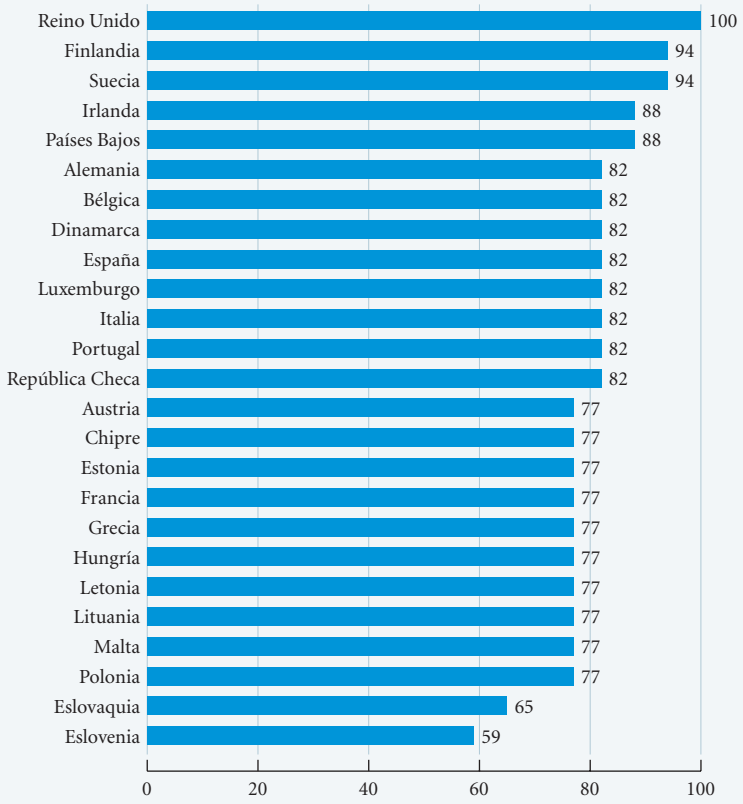
El otro gran componente de la riqueza de las familias es el patrimonio inmobiliario. Su efecto sobre el consumo se puede considerar similar al producido por la parte financiera. No obstante, tiene algunas particularidades. En efecto, el elemento más común del patrimonio inmobiliario de los hogares es la vivienda propia, que acostumbra a ser la misma por muchos años. Por tanto, el hecho de que normalmente no nos planteemos vender nues-

tra vivienda hace que el aumento de su precio de mercado no genere en un primer momento el aludido efecto riqueza. Con todo, es posible beneficiarse de un ascenso del valor de la vivienda: podemos venderla y comprar otra más barata, normalmente más pequeña. O pasar a residir en una vivienda de alquiler o una residencia, o bien transformar en activo líquido el incremento de valor de la vivienda acudiendo al mercado financiero. En este último caso hay varias posibilidades. Si se tiene una hipoteca, se podría refinanciar por una cantidad mayor, obteniendo liquidez. Por otra parte, hay créditos hipotecarios que permiten disponer de la cantidad amortizada del capital para el consumo; de este modo, las familias pueden obtener con facilidad crédito para la compra de bienes de consumo a tipos de interés favorables. También se puede recurrir a la hipoteca inversa, un producto apropiado para el segmento de mayor edad que posee una vivienda, pero tiene ingresos reducidos. Con la hipoteca inversa, el titular recibe ingresos complementarios mediante una renta mensual, que puede ser vitalicia o por un periodo determinado, a cambio de cederla eventualmente a la entidad financiera que concede la operación. El contratante mantiene la propiedad de su vivienda e incluso la puede transmitir a sus herederos, los cuales, no obstante, para recuperarla deberán saldar las deudas pendientes.

Obviamente, el efecto de una subida de las bolsas sólo afectará directamente a los poseedores de acciones, y lo mismo se puede decir de un *boom* inmobiliario. Por lo tanto, es lógico pensar que el efecto riqueza depende de

GAMA MÁS AMPLIA DE PRODUCTOS EN LOS MERCADOS HIPOTECARIOS MÁS DESARROLLADOS

Índice de disponibilidad de productos hipotecarios (*). 2005



NOTA: (*) Este índice sintetiza la disponibilidad de diferentes clases de hipotecas y para distintos tipos de prestatarios (familias jóvenes, prestatarios con bajo patrimonio, autónomos, segundas hipotecas…).
FUENTE: London Economics.

la distribución de la riqueza entre la población, así como de su estructura de edades. Asimismo, por lo dicho más arriba, puede influir el grado de desarrollo de los mercados financieros y otras variables, como la mayor o menor aversión al riesgo. Para conocer la importancia del efecto riqueza hay que proceder a la estimación empírica, pues la teoría económica no puede ofrecer resultados concluyentes en cuanto a su magnitud.

Las estimaciones empíricas indican que el efecto riqueza varía según los países y puede no ser constante en el tiempo. En general, el efecto riqueza es pequeño relativamente, de algunos céntimos de mayor consumo por cada unidad monetaria de incremento de la riqueza. Así, estimaciones recientes de la OCDE cifran la propensión marginal al consumo derivada de la riqueza entre el 0 y el 8% para los principales países desarrollados. Sin embargo, en periodos de *boom* de los activos puede llegar a ser notable. Así, el efecto de la subida de la bolsa podría haber añadido en torno a un punto porcentual a la tasa de crecimiento anual del producto interior bruto de Estados Unidos en promedio entre 1995 y 1999, según estimaciones de la Reserva Federal. A grandes rasgos se puede señalar que el efecto riqueza es mayor en los países con los mercados financieros más desarrollados. En especial, el efecto riqueza derivado del mercado inmobiliario es más importante en los países que cuentan con productos hipotecarios que permiten obtener liquidez fácilmente.

En España, en los últimos años ha mejorado la disponibilidad de estadísticas sobre la riqueza de las familias, tanto en datos agregados como detallados, lo que ha permitido la realización de estudios más fiables sobre el efecto riqueza. Entre ellos destacan los efectuados por el Banco de España. Llegan a la conclusión de que el efecto riqueza es apreciable en España, tanto el proveniente de la riqueza financiera como de la inmobiliaria. Así, se estima que la propensión marginal al consumo derivada de la riqueza inmobiliaria es del 1,5%. No obstante, se puede considerar que su magnitud es inferior a la correspondiente a los países con los mercados financieros más desarrollados.

En los últimos años la riqueza de las familias españolas ha aumentado fuertemente a consecuencia sobre todo del fuerte ascenso de los precios de las viviendas. Además, cabe mencionar que en España la proporción de hogares con vivienda en propiedad es una de las más elevadas de los países desarrollados. Asimismo, en los últimos años se ha producido un gran desarrollo del mercado hipotecario y se ha ampliado y popularizado la gama de productos disponibles. Productos como las hipotecas que permiten obtener créditos al consumo o las hipotecas inversas ya existen en el mercado español. Con ello, las familias españolas cuentan con más instrumentos para facilitar su elección temporal de consumo de acuerdo con sus preferencias y es muy posible que estos cambios institucionales aumenten la magnitud del efecto riqueza en el futuro.

familias aumentó el 18,7% hasta 701.384 millones de euros, 15.901 euros por persona. De este modo, la deuda continuó aumentando más rápidamente que los activos financieros. La mayor parte de los pasivos financieros de las familias está constituida por préstamos, el 93,2% del total en 2005. Los préstamos se incrementaron el 21,0%. De ellos, los contratados a corto plazo se elevaron el 17,6% y los a largo plazo, básicamente para la compra de viviendas, aumentaron el 21,2%. En relación con la deuda bruta disponible familiar, los préstamos se elevaron hasta el 112,5%, nivel inferior al del Reino Unido y Estados Unidos, pero superior a la media de la eurozona.

La riqueza financiera de las familias, definida como sus activos financieros menos sus pasivos financieros, resultó de 863.546 millones de euros en 2005, con un alza del 6,7% en relación con al año precedente. Sin embargo, con relación al PIB se redujo ligeramente. Esta baja se debe, entre otras razones, a un ahorro financiero negativo. Per cápita, la riqueza financiera fue de 19.578 euros, un 4,5% más que en 2004.

La riqueza financiera per cápita sube el 4,5% hasta 19.578 euros.

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)