NOVIEMBRE 2005

Informe Mensual

NÚMERO 285

Las exportaciones españolas pierden competitividad Pág. 57
Los costes laborales del sector manufacturero crecen mucho más que los de nuestros competidores

El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos Pág. 70
La otra cara de la moneda del galopante déficit corriente son unas crecientes necesidades de financiación exterior

La industria automovilística española, en la encrucijada Pág. 43
La producción de turismos baja un 13% este año por la caída de las ventas al exterior ¿Cuál es el futuro del sector?

El misterio de los tipos de interés Pág. 36
¿Por qué bajan los tipos de interés a largo plazo si los tipos a corto están subiendo?

El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario Pág. 64
Las operaciones de carácter financiero permiten redondear las cifras del Presupuesto

SERVICIO DE ESTUDIOS

"la Caixa"

Previsiones

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

	2004	2005	2006	2004		2005			
				III	IV	I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL		Previsiones						Previsiones	
Producto interior bruto									
Estados Unidos	4,2	3,6	3,3	3,8	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6
Japón	2,6	1,8	1,4	2,4	0,9	1,0	2,2	2,2	1,9
Reino Unido	3,2	1,7	2,1	3,0	2,5	1,7	1,5	1,6	1,8
Zona del euro	1,8	1,3	1,7	1,8	1,6	1,3	1,1	1,2	1,5
Alemania	*1,1*	*0,9*	*1,3*	*1,1*	*0,5*	*0,8*	*0,6*	*1,0*	*1,2*
Francia	*2,1*	*1,5*	*1,8*	*1,8*	*2,1*	*1,9*	*1,3*	*1,3*	*1,4*
Precios de consumo									
Estados Unidos	2,7	3,5	2,8	2,7	3,3	3,0	2,9	3,8	4,0
Japón	0,0	–0,2	0,2	–0,1	0,5	–0,2	–0,1	–0,3	–0,3
Reino Unido	2,2	2,3	2,3	2,1	2,3	2,2	2,2	2,4	2,2
Zona del euro	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,5
Alemania	*1,7*	*1,9*	*1,8*	*1,9*	*1,9*	*1,7*	*1,7*	*2,1*	*2,3*
Francia	*2,1*	*1,8*	*1,7*	*2,3*	*2,1*	*1,7*	*1,7*	*1,9*	*1,9*
ECONOMÍA ESPAÑOLA		Previsiones						Previsiones	
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	4,4	4,6	3,6	4,7	4,8	4,8	4,8	4,5	4,1
Consumo de las AAPP	6,0	5,2	4,7	6,7	6,4	5,5	4,6	5,2	5,5
Formación bruta de capital fijo	4,9	7,3	5,7	5,2	6,1	7,0	7,5	7,4	7,2
Bienes de equipo	3,7	10,2	8,1	6,7	8,8	10,0	10,4	10,5	10,0
Construcción	*5,5*	*5,6*	*4,2*	*5,3*	*5,1*	*5,7*	*5,8*	*5,6*	*5,5*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	*5,1*	*5,6*	*4,7*	*5,5*	*5,9*	*6,0*	*6,0*	*5,7*	*5,5*
Exportación de bienes y servicios	3,3	1,3	3,4	3,7	2,3	–1,9	1,9	2,2	2,9
Importación de bienes y servicios	9,3	8,3	7,8	10,4	10,2	5,6	8,0	9,6	9,8
Producto interior bruto	**3,1**	**3,4**	**3,2**	**3,1**	**3,2**	**3,3**	**3,4**	**3,5**	**3,4**
Otras variables									
Empleo	2,6	3,1	2,9	2,6	2,8	3,0	3,2	3,1	3,0
Tasa de paro (% población activa)	11,0	9,1	8,4	10,7	10,6	10,2	9,3	8,4	8,4
Índice de precios de consumo	3,0	3,4	3,3	3,3	3,4	3,3	3,2	3,4	3,6
Costes laborales unitarios	2,8	2,7	2,9	2,8	2,6	2,4	2,5		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	–5,9	–7,4	–8,5	–6,0	–6,9	–7,1	–8,0		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–4,8	–6,4	–7,5	–4,9	–5,8	–6,6	–6,8		
Saldo público (% PIB)	–0,1	0,0	0,0						
MERCADOS FINANCIEROS		Previsiones						Previsiones	
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	1,3	3,2	4,7	1,4	1,9	2,4	2,9	3,4	3,9
Repo BCE	2,0	2,0	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Bonos EEUU 10 años	4,3	4,3	5,0	4,3	4,2	4,3	4,2	4,2	4,6
Bonos alemanes 10 años	4,1	3,4	3,7	4,1	3,8	3,6	3,3	3,2	3,4
Obligaciones 10 años	4,1	3,4	3,7	4,2	3,8	3,6	3,3	3,2	3,4
Tipos de cambio									
$/Euro	1,24	1,25	1,21	1,22	1,30	1,31	1,26	1,22	1,20

INFORME MENSUAL
Noviembre 2005

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES
a 31 de diciembre de 2004

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

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

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO PARA 2005

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

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

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

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

Más información en www.estudios.lacaixa.es

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

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

Índice

2 La situación económica
6 Coyuntura internacional
6 Estados Unidos
9 Japón
11 China
13 México
15 Materias primas
18 Unión Europea
18 Zona del euro
20 Alemania
23 Francia
24 Italia
25 Reino Unido
27 Mercados financieros
27 Mercados monetarios y de capital
36 El misterio de los tipos
38 Coyuntura española
38 Actividad económica
43 Producción de automóviles
46 Mercado de trabajo
50 Precios
55 Sector exterior
57 Competitividad exterior
61 Sector público
64 ¿Déficit o superávit?
66 Ahorro y financiación
70 Necesidades de financiación

¿Bruselas? ¿Francfort? Tenemos un problema

Durante la semana previa, el Banco de España había efectuado intervenciones masivas –cercanas a los 20.000 millones de dólares– para defender la paridad de la peseta en el Sistema Monetario Europeo. Pero no pudo ser. Después de once horas de deliberaciones, el Comité Monetario decidía una devaluación de la paridad central de la peseta del 7%, situando el cambio frente al marco en 85,07 pesetas. Eran poco más de la una de la madrugada del lunes 6 de marzo de 1995. Fue la última devaluación de la peseta, la moneda española que sería sustituida por el euro en 1999. Casi de forma inmediata, el Banco de España, que pocos meses antes había obtenido su estatuto de autonomía frente al Gobierno, subía los tipos de interés para desvanecer las expectativas inflacionistas.

Más de diez años después, la economía española crece con fuerza y crea empleo, pero aparecen algunos síntomas de sobrecalentamiento, la inflación supera sistemáticamente la de la eurozona y, sobre todo, el déficit exterior camina hacia niveles astronómicos. Hasta hace muy poco, pensar que en 2006 el déficit comercial podía alcanzar el 10% del producto interior bruto hubiera sido calificado de disparatado. Ahora se trata de una hipótesis plausible. Plausible pero difícilmente aceptable para las autoridades económicas. El remedio de libro para frenar esta tendencia sería devaluar la moneda. O elevar los tipos de interés. Pero ni una cosa ni la otra son posibles. Por imperativo de la Unión Económica y Monetaria, las decisiones sobre el tipo de cambio del euro las adopta en Bruselas el ECOFIN, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas. Y las decisiones sobre los tipos de interés corresponden al Consejo del Banco Central Europeo, que se reúne el primer jueves de cada mes en Francfort. España apenas representa el 11% de la economía de los Doce y nuestros problemas no se parecen en nada a los de las principales economías de la región. Por ahí no va a venir la solución.

Si no podemos recurrir a los remedios tradicionales, habrá que echar mano de las medicinas alternativas, de efecto más retardado, pero que si están bien aplicadas pueden curar de forma más efectiva la enfermedad diagnosticada. En este sentido, la terapia consistiría por una parte en aplicar las reformas estructurales que permitan recuperar la competitividad exterior perdida. Por otra, en utilizar el último instrumento de gestión de la demanda que le queda al Gobierno: una política presupuestaria que alivie algo la presión de la demanda interior sobre las importaciones.

En la vertiente de la competitividad, la clave está en la industria. Mientras la construcción y los servicios siguen viento en popa, las empresas manufactureras, abiertas a la feroz competencia internacional, sufren una situación que debería merecer una mayor atención. Los episodios de deslocalización y desinversión son cada vez más frecuentes, y alcanzan ya a sectores clave, como el automóvil y componentes. La penetración de las importaciones a bajo precio procedentes de países emergentes lleva a algunas actividades, como el textil, a un punto crítico. Por tanto, es necesario redoblar los esfuerzos en dos direcciones que ya se están debatiendo en estos momentos: el refuerzo de la política de investigación y desarrollo y la reforma laboral. No se pueden salvar las empresas que no son capaces de competir en el mundo global, pero sí es posible apoyar los esfuerzos de los inversores más competitivos y facilitarles mayor apoyo y un entorno más flexible y eficiente.

26 de octubre de 2005

LA SITUACIÓN ECONÓMICA

Miedo a la inflación

Los índices de precios de consumo sufren una considerable subida en septiembre, lo que dispara las alarmas de los bancos centrales.

Octubre ha estado marcado por una cierta alarma debido a la inflación. A lo largo del mes se han ido conociendo los datos de los índices de precios de consumo correspondientes a septiembre, que recogen la fuerte subida del precio de los derivados del petróleo. El correspondiente a Estados Unidos pasó de una tasa del 3,6% en agosto al 4,7% en septiembre, un nivel que no se alcanzaba desde julio de 1991. En la eurozona, el índice armonizado se aceleró del 2,2% al 2,6%, la tasa más alta desde enero de 2002. En los principales países de la zona del euro, incluida España, las tasas interanuales sumaron entre cuatro y cinco décimas más que en agosto.

Si las expectativas de inflación aumentan, será difícil que la subida del petróleo no contamine al resto de precios de la economía, incluidos los salarios.

Los bancos centrales están preocupados. Uno de los mayores éxitos de la última década en materia de política económica ha sido la desinflación, es decir, el descenso de las tasas de inflación hasta niveles mínimos. La actuación de los bancos centrales, en un contexto de independencia de los respectivos ministros de finanzas, ha sido clave. Pero tras una subida de los precios de las materias primas del 80% en los últimos cuatro años, los responsables de la política monetaria afrontan el riesgo de que las expectativas de inflación se eleven, lo que daría pie a subidas de precios y salarios superiores a lo adecuado, con el riesgo de desencadenamiento de una espiral inflacionista, la pesadilla de la política económica de los setenta y los ochenta.

Es cierto que la inflación subyacente se mantiene estable, pero en un contexto de crecimiento o recuperación, la transmisión de los incrementos de las materias primas es más fácil.

A tenor del comportamiento de la inflación subyacente, estos temores pueden considerarse exagerados. Es decir, si de los índices de precios quitamos los componentes más volátiles, que suelen ser los alimentos y la energía, para así poder observar el componente más estable, vemos que tanto en Estados Unidos como en la zona del euro la inflación se halla en niveles bajos. En el primer caso, la subyacente se mueve en tasas algo superiores al 2%, un nivel más elevado que los mínimos de 2003, cuando apenas superaba el 1%, pero aceptable desde una perspectiva a medio plazo. En la eurozona, la inflación subyacente está en un nivel muy bajo, el 1,5%. El disparo de los precios del petróleo, por tanto, no se ha transmitido al resto de los precios. No estamos, desde esta óptica, en un episodio de alza generalizada de precios, que es lo que se entiende por inflación.

Pero también sabemos que la transmisión de la subida del petróleo y otras materias primas al núcleo de la inflación, si se produce, lo hace lentamente. Y que en un contexto de crecimiento fuerte, cual es el caso de Estados Unidos, o de inicio de la recuperación, como creemos que sucede en Europa, es más fácil que la subida de los costes de las materias primas contamine al resto de precios finales o a los salarios. Hacen bien los banqueros centrales en prevenirnos del riesgo de inflación.

Las primeras medidas adoptadas han sido las advertencias verbales. Miembros de la Reserva Federal, del Banco de Inglaterra, del Banco de Suiza o del Banco Central Europeo (BCE) han endurecido considerablemente su discurso monetario. Otros bancos centrales han optado por subir directamente sus tipos de referencia, como en los casos de Corea del Sur y Canadá.

De hecho, la Reserva Federal lleva más de un año subiendo sus tipos de interés de referencia en cada una de las reuniones del Comité monetario. Y lo seguirá haciendo, pese a que el impacto de los huracanes de agosto y septiembre hizo pensar en un primer momento que habría una interrupción. Lo cierto es que la economía americana no da señales de moderación del crecimiento. Así lo afirma el último *Beige Book*, un documento que la Fed elabora ocho veces al año, poco antes de las reuniones del citado Comité. Únicamente en las zonas afectadas por la devastación meteorológica se perciben algunos problemas. Ben Bernanke, que sucederá en febrero a Alan Greenspan como presidente de la Fed, recibirá la política monetaria más tensionada desde los tiempos del auge de la burbuja tecnológica a finales de 2000.

Ben Bernanke, el sucesor de Alan Greenspan, recibirá en febrero la política monetaria más tensionada desde los tiempos de la burbuja tecnológica.

En la zona del euro, el BCE aguanta el tipo y mantiene su índice de referencia fijo en el 2% desde junio de 2003. Hasta hace poco, las presiones, tanto de intereses privados como del propio Fondo Monetario Internacional, eran para que bajara los tipos todavía más, para así ayudar a consolidar una recuperación. Ahora prima más el miedo a la inflación, y los mercados ya descuentan subidas en los próximos meses. Pero la zona del euro todavía debe demostrar que la recuperación económica existe. Algunos destellos de esta mejora se vislumbran en la producción industrial, en la matriculación de turismos o en las ventas minoristas. Pero el empleo apenas crece y, por otra parte, se detecta un debilitamiento de la demanda exterior, que hasta ahora ha sustentado los escasos avances de la coyuntura comunitaria.

En la zona del euro, los mercados anticipan subidas del tipo de interés del Banco Central Europeo en los próximos meses.

En España, la inflación también es un problema

En España también hemos tenido nuestro susto inflacionista. El índice de precios de consumo (IPC) sufrió un brusco ascenso en septiembre, que llevó la tasa interanual al 3,7%, el mayor valor desde 2003. La culpa fue del grupo de carburantes y combustibles, que acumula una subida en lo que va de año del 22%. También contribuyó al cómputo mensual el comportamiento de algunos alimentos frescos y la subida de impuestos decretada por el Gobierno sobre las bebidas alcohólicas y las labores de tabaco, una medida destinada a obtener recursos para financiar el déficit que genera la sanidad pública.

No se trata de un episodio puntual. La inflación se está convirtiendo en un quebradero de cabeza, que se añade a la desazón que provoca el imparable déficit exterior. El Ministerio de Economía admite ya abiertamente que el año cerrará con un IPC muy próximo al 4%, el doble del objetivo oficial. La culpa es del barril de petróleo. Si eliminamos la subida de los combustibles del índice podemos considerar que la inflación se mantiene en una tasa más o menos estable. A lo largo de octubre, el precio del crudo ha tendido a moderarse, lo que abre una vía de esperanza. El ministro de Industria ha pedido a las petroleras que estrechen sus márgenes comerciales y favorezcan la utilización de energías renovables.

Pero el Gobierno no tiene mucho margen de maniobra. La situación del mercado energético ha obligado a autorizar en octubre la subida de las tarifas del gas en un 6% para los consumidores domésticos y un 18% para la industria. También ha subido la bombona de butano en octubre, la tercera vez que lo hace este año. Por otro lado, la sequía frena la producción de energía eléctrica en centrales hidráulicas y hay que quemar más petróleo para producir la misma electricidad, de manera que las autoridades están estudiando subir las tarifas eléctricas por primera vez en nueve años.

En España, la inflación también experimenta un considerable ascenso en septiembre por culpa del petróleo, lo que dispara las alarmas.

Un mayor IPC de lo previsto supone una subida automática de las pensiones y un incremento de los salarios, debido a las cláusulas de revisión automáticas.

Todo ello contribuye a acrecentar los temores de que la subida de la energía se difunda por el resto de precios de la economía. Los mecanismos de indexación que subsisten en la economía española son todavía muy potentes. El desbordamiento del IPC provocará automáticamente una subida complementaria de las pensiones públicas cuyo coste se estima superior a los 1.000 millones de euros. Por otro lado, la mayor parte de convenios colectivos contienen cláusulas de revisión automática en caso de que la inflación supere el objetivo oficial, de manera que la repercusión del precio del crudo en los salarios está inevitablemente garantizada.

La huelga de los transportistas propaga la subida del combustible hacia otros bienes y servicios.

El encarecimiento del combustible ha movilizado a determinados colectivos que se ven directamente perjudicados por el mismo. Durante unos días de octubre, los transportistas de mercancías agrupados en la patronal mayoritaria del sector pararon sus camiones, afectando notablemente al suministro de fábricas y al comercio. El paro se desconvocó tras los acuerdos entre transportistas y Gobierno, que supone una leve reducción de los impuestos que gravan el sector, además de otras ventajas, y entre transportistas y organizaciones de cargadores, que aceptan una subida del 14% de las tarifas. El ejemplo ha cundido. Los pescadores han iniciado una huelga para que se abarate el precio del gasóleo, mientras que algunas organizaciones de agricultores han efectuado movilizaciones entre sus afiliados.

Los tipos de interés reales negativos permiten que la alegría gastadora se prolongue.

Más inflación significa menor capacidad adquisitiva de los consumidores. Pero si éstos logran recuperar el poder adquisitivo que pierden mediante mecanismos de indexación como los comentados, la presión del gasto aviva el riesgo inflacionista. Además, si las condiciones monetarias no compensan estas presiones, vía un aumento de los tipos de interés, por ejemplo, el panorama se complica. Ahora mismo, los rendimientos de los títulos de la deuda pública española, cualquiera que sea su plazo, se encuentran por debajo del 3,7% de la tasa de inflación. Únicamente las obligaciones a 30 años presentan un rendimiento del 3,75% en el mercado secundario. Con tipos de interés reales negativos, empresas y familias siguen endeudándose a un ritmo muy elevado. Y siguen gastando. El consumo tampoco se frena. La escalada del combustible parece ajena a los conductores, puesto que las ventas de automóviles avanzan firmes, batiendo máximos históricos.

El Programa Nacional de Reformas es un instrumento adecuado en el medio plazo, pero no sirve para los problemas más inmediatos.

La acción del Gobierno, a tenor del Presupuesto 2006 que se está discutiendo en las Cortes, no va a contribuir a enfriar el gasto de consumo e inversión. Pero por lo menos debe resaltarse la presentación de un Programa Nacional de Reformas, que posiblemente no ha recibido la atención merecida. Se trata de una actuación que se enmarca dentro de la denominada Agenda de Lisboa, el plan de actuaciones comunitarias para conseguir que la Unión Europea no se quede rezagada respecto a las economías más dinámicas del globo. El Programa enumera un amplio catálogo de medidas para mejorar la renta, la capacidad productiva y la eficiencia. Este es el camino para reconducir los desequilibrios a medio y largo plazo. Pero en el corto plazo será necesario que los protagonistas de la economía tomen conciencia del momento que se está viviendo, no vaya a ser que pequeñas ganancias particulares de hoy signifiquen perjuicios generalizados mañana.

CRONOLOGÍA

2005

febrero	**2**	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia hasta el 2,50%.
	25	El gobierno aprueba el **Plan de Dinamización de la Economía**, un amplio programa de reformas económicas destinadas a aumentar la productividad y el empleo (BOE 14-3-05).
marzo	**4**	El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (10.940,55) con un alza del 1,5% en relación con el final del año 2004.
	22	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia hasta el 2,75%.
	23	Los jefes de Estado y de gobierno de los países miembros de la Unión Europea aprueban la reforma del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**, introduciendo más flexibilidad.
abril	**20**	El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** marca un mínimo anual (10.012,36) con un descenso del 7,1% respecto al final de 2004.
mayo	**2**	La **libra chipriota**, el **lat letón** y la **lira maltesa** se incorporan al Mecanismo de Tipos de Cambio.
	3	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,00%.
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 3,50%.
septiembre	**1**	El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 67,48 dólares por barril.
	17	Elevación de los **impuestos especiales** que gravan el alcohol y el tabaco para la financiación de la sanidad (BOE 17-9-05).
	20	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,75%.
octubre	**4**	El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (10.919,2) con una ganancia acumulada del 20,2%.
	13	El Gobierno aprueba el **Programa Nacional de Reformas de España**.

AGENDA

Noviembre

- **1** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- **3** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- **4** Índice de producción industrial (septiembre).
- **14** Avance de la contabilidad nacional trimestral (tercer trimestre).
- **15** Índice de precios de consumo (octubre).
- **16** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (octubre).
- **22** Ingresos y gastos del Estado (octubre).
- **23** Contabilidad nacional trimestral (tercer trimestre).
- **25** Índice de precios industriales (octubre).
- **29** Indicador adelantado del IPCA (noviembre).
- **30** PIB de la zona del euro (tercer trimestre).

Diciembre

- **1** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- **2** Índice de producción industrial (octubre).
- **13** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- **13 a 18** Sexta Conferencia Interministerial de la Organización Mundial de Comercio.
- **15** Índice de precios de consumo (noviembre).
- **15 a 16** Reunión del Consejo Europeo.
- **16** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (noviembre).
- **20** Ingresos y gastos del Estado (noviembre).
- **21** Encuesta trimestral de costes laborales (tercer trimestre).
- **22** Encuesta continua de presupuestos familiares (tercer trimestre).
- **26** Índice de precios industriales (noviembre).

Estados Unidos aguanta huracanes y crisis energéticas... por ahora

Estados Unidos mantiene la actividad, y los precios energéticos no se transmiten a otros sectores.

La vitalidad de la economía americana parece aguantarlo todo. Los efectos del huracán *Katrina* sobre el nivel de actividad han sido mucho menores de lo inicialmente esperado. En precios la cosa es distinta, ya que llueve sobre mojado. Los huracanes han añadido presión a unos ya altos precios energéticos que han derivado en un notable repunte inflacionista. Un alza que, sin embargo, no se está transmitiendo a otros sectores de la economía. Ahora, el peor efecto del encarecimiento del precio del petróleo no está ni en la reducción del crecimiento ni en la inflación generalizada, sino en el mayor deterioro de una ya deficitaria balanza comercial.

Las ventas minoristas siguen fuertes y sólo ceden las ventas de coches.

Por el lado de la demanda, los últimos indicadores disponibles muestran que los efectos del *Katrina* en el consumo están siendo limitados. En septiembre, las ventas minoristas mostraron fortaleza. Sin los vehículos a motor, componente importante pero errático, las ventas minoristas crecen un 10,3% respecto al mismo periodo del año anterior, y muestran un perfil no ya de mantenimiento sino de cierta aceleración. Tal vitalidad contrasta con la drástica caída que registró en septiembre el índice de la confianza del consumidor del Conference Board, que bajó desde el nivel de los 105,5 puntos hasta los 86,6. El consumidor americano, de forma lógica, concentra sus temores y recelos en las compras de bienes duraderos y, al mismo tiempo, defiende con vigor los niveles de consumo alcanzados en el resto de productos.

Por el lado de la oferta, el sector industrial y manufacturero continúa siendo la cenicienta de la dinámica economía america-

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	2,7	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6	–	...	–
Ventas al por menor	4,3	7,3	6,4	8,3	7,3	8,4	10,3	8,1	6,5
Confianza del consumidor (*)	79,8	96,1	100,4	96,1	104,2	102,3	103,6	105,5	86,6
Producción industrial	0,0	4,1	4,6	4,3	3,8	3,0	3,0	3,1	2,0
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	53,3	60,5	60,1	57,5	55,6	52,8	56,6	53,6	59,4
Venta de viviendas unifamiliares	11,7	10,0	–0,4	10,8	5,1	7,1	24,4	6,2	...
Tasa de paro (**)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,1
Precios de consumo	2,3	2,7	2,7	3,4	3,0	2,9	3,1	3,6	4,7
Balanza comercial (***)	–532	–651	–608	–651	–686	–709	–716	–723	...

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.

EL CONSUMO MINORISTA CRECE CON AVIDEZ

Variación intermensual del índice de ventas al por menor sin vehículos a motor (*)

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

na. En septiembre, el débil crecimiento de la producción industrial, un 2,0% interanual, se inscribe en una marcada tendencia de ralentización que dura desde la primavera de 2004. El hecho es que el sector ha tenido una recuperación pobre y corta en comparación con épocas pasadas. Sin embargo, los empresarios ven las cosas con algo más de optimismo, tal como demuestra la recuperación del índice de actividad manufacturera del Institute of Supply Management de agosto, que subió hasta los 59,4 puntos, nivel ya netamente superior a la referencia de 50, lo que indica que predominan los optimistas sobre los pesimistas. El índice de actividad no manufacturera evolucionó de forma contraria, con una drástica bajada hasta los 53,3 puntos, una pérdida que, sin embargo, será compensada en los próximos meses.

La producción industrial sigue débil.

El sector de la vivienda, uno de los protagonistas del momento presente, continúa ofreciendo una imagen general de fortaleza, que, por otra parte, ayuda al consumidor en esa defensa de sus niveles de consumo, ya sea aumentando su sensación de riqueza o facilitando su acceso a la financiación. Todos los indicadores del mercado inmobiliario continúan evolucionando al alza, en especial el precio de la vivienda de segunda mano, que en agosto registró un avance del 16,2% interanual. Sin embargo, y sin cambiar esta tónica general, la demanda de vivienda parece ralentizarse en algunas zonas del país. En este sentido, el paso del *Katrina*, que ha generado una mayor necesidad de inmuebles en zonas de acogida o de reconstrucción, podría estar enmascarando parte de esta ralentización, un aterrizaje suave que la Reserva Federal vería con muy buenos ojos.

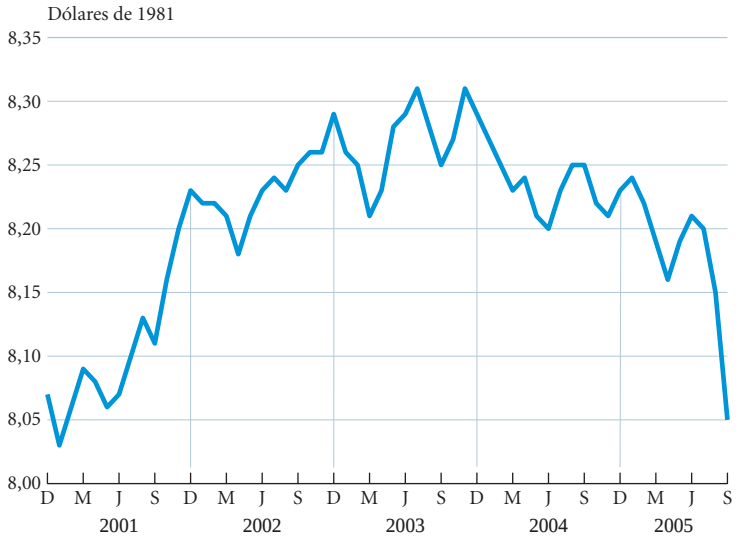
El vigoroso mercado inmobiliario presenta algún síntoma de moderación.

En el ámbito laboral, la economía americana sigue creando empleo. En septiembre se perdieron 35.000 puestos de trabajo, el primer retroceso desde mayo de 2003. Pero la disminución, ya de por sí pequeña, fue mucho menor de lo esperado, teniendo en cuenta las actuales circunstancias. Además, el dato de agosto se revisó al alza. Al final, la imagen que nos

Se crea empleo, pero los salarios pierden poder adquisitivo.

LOS SALARIOS PIERDEN PODER ADQUISITIVO

Salario por hora real (*)



NOTA: (*) Descontando la inflación.
FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

queda es la de un mercado laboral inequívocamente vigoroso. Pese a la robusta creación de empleo, en septiembre los salarios perdieron un 2,4% del poder adquisitivo que tenían en el mismo periodo del año pasado. El efecto negativo de esta menor capacidad de gasto sobre las ventas minoristas se está compensando por la fuerza de la vivienda. En el lado positivo, esta moderación salarial está evitando tensiones inflacionistas.

El aumento de la inflación se circunscribe a los sectores energéticos, gracias a la contención de salarios y márgenes minoristas.

Los precios energéticos hicieron que la inflación de septiembre se disparase al 4,7% interanual. Una tasa digna de principios de los años noventa, ya que no se alcanzaba desde julio de 1991. Pese a tan aparatoso avance, los efectos sobre el resto de sectores de la economía están siendo prácticamente nulos. En este sentido, el componente subyacente de la inflación, que excluye energía y alimentación, se desaceleró ligeramente y avanzó un 2,0% frente al 2,2% del mes anterior. La ya mencionada moderación salarial es la principal causa de esta evolución del componente tendencial de los precios, pero no la única. Los precios de producción de productos terminados fueron más allá que los precios de consumo, y avanzaron en septiembre un 6,7% interanual. En este caso, es la reducción de los márgenes minoristas el factor que impide que tales incrementos de precios lleguen al consumidor. Podemos preguntarnos cuánto durará la contención de márgenes y salarios, pero por ahora, la más acuciante influencia que los precios energéticos están teniendo está en un aspecto tan sensible como el déficit comercial.

El petróleo caro hace aumentar el déficit exterior.

El sector exterior está lejos de tocar fondo. Así, tras el pequeño respiro del segundo trimestre, volvió a intensificar su deterioro. La energía encareció el precio de las importaciones, y esto llevó al déficit comercial de agosto a empeorar respecto a julio. Así, el déficit acumulado de los últimos doce meses alcanzó la cifra récord de 723.000 millones de dólares. Una vuelta del precio del petróleo a niveles más moderados podría aportar cierta reducción del déficit exterior, pero las perspectivas no van en ese sentido, y hay que conside-

rar que el ahorro de los hogares americanos sólo representa un 0,3% de la renta disponible, lo que en nada ayuda a conjurar esa espada de Damocles que pende sobre la economía americana, y la de sus socios comerciales.

La economía japonesa prosigue su recuperación

Japón sigue asentando su recuperación. En estos momentos, el reto es mantener la fuerza de la demanda interna, hasta ahora principal protagonista del crecimiento. En la pasada década, el crecimiento japonés había estado demasiado escorado hacia el sector exterior, lo que provocó múltiples decepciones. Hoy, la continuidad del crecimiento japonés debe basarse en el vigor del consumo interno.

Los indicadores de demanda muestran un crecimiento moderado, sin avances espectaculares, pero cada vez vez más sostenido. En este sentido, las ventas minoristas mantienen su fuerza. En agosto recuperaron el pulso que se había perdido en julio y se reafirma la tendencia alcista que ha venido dominando los últimos meses. La venta de automóviles de septiembre baja en términos interanuales por tercer mes consecutivo, aunque hasta junio había evolucionado al alza. La confianza del consumidor sigue mostrando un tono más que aceptable para la pesimista idiosincrasia nipona. El ligero retroceso del tercer trimestre hay que considerarlo dentro de un proceso de estabilización en máximos de la década. Aun así, los niveles de confianza son inferiores a los de principios de los años noventa, cuando Japón aún no había entrado en su década perdida.

En el lado de la oferta, es la demanda interna la que da fundamento a un mayor optimismo, y esto es novedoso. Los pedidos de maquinaria de origen doméstico, indicador adelantado de la inversión, crecen en agosto un 6,6% interanual y siguen un perfil de crecimiento sostenido con una ligera tendencia al alza, pero los de origen foráneo vienen sufriendo una notable desaceleración. Japón tiene que pensar en un crecimiento más centrado en su demanda interna, lo que no había ocurrido hasta el presente año. Así, por ejemplo,

En Japón, los pedidos de maquinaria evolucionan favorablemente gracias a la demanda interna.

Las ventas minoristas mantienen el tono.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

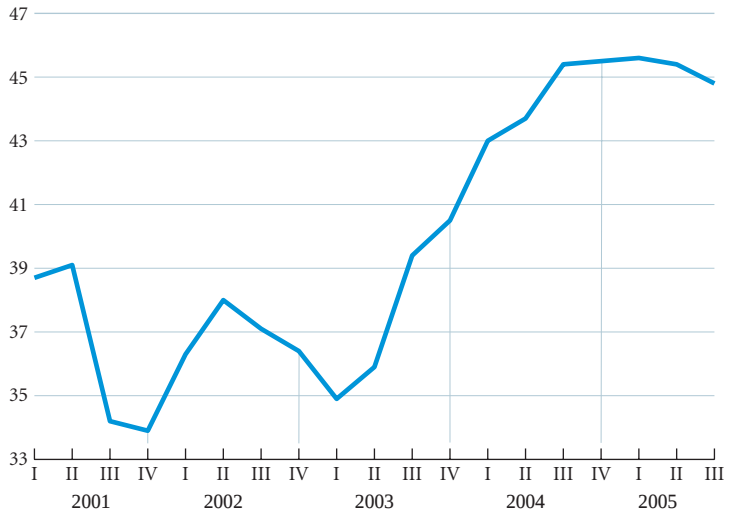
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004			2005			
			II	III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	1,4	2,6	3,1	2,4	0,9	1,0	2,2	–	...
Ventas al por menor	–1,7	–0,9	–1,7	–0,5	–0,4	1,1	3,2	0,6	1,6
Producción industrial	3,3	5,3	7,8	6,6	1,6	2,7	0,3	–1,1	0,3
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	–21,0	–0,5	0,0	2,0	1,0	–2,0	1,0	–	2,0
Viviendas iniciadas	0,6	2,6	–3,5	9,4	–0,1	1,5	2,1	8,2	7,0
Tasa de paro (**)	5,2	4,7	4,7	4,8	4,5	4,6	4,3	4,4	4,3
Precios de consumo	–0,3	0,0	–0,3	–0,1	0,5	–0,2	–0,1	–0,3	–0,3
Balanza comercial (***)	12,0	13,7	13,7	14,1	13,7	13,3	12,2	11,8	11,2

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

LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR JAPONÉS SE MANTIENE EN UNOS NIVELES ALTOS

Índice de confianza del consumidor



FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón y elaboración propia.

La deflación se resiste a desaparecer.

en los últimos 15 años los pedidos extranjeros han venido aumentando su peso hasta el 37,6% del total.

En un tono positivo, las quiebras empresariales de septiembre descendieron del millar por segunda vez en este año, y reforzando este hecho, el índice Tankan de condiciones de los negocios mejoró en el tercer trimestre, aunque menos de lo esperado. Después de las reestructuraciones, la salud de las empresas japonesas es la mejor de los últimos años, pero el sector bancario sigue siendo una asignatura pendiente. La producción industrial siguió representando en agosto el lado más débil de la actual recuperación, con un crecimiento interanual prácticamente nulo.

La venta de inmuebles aumenta en Tokio.

El mercado de la vivienda de septiembre siguió con su lenta recuperación, siendo lo más destacado el 22,2% que crece la venta de inmuebles en Tokio, y el mantenimiento de la tendencia alcista en todos los indicadores. Claramente el sector ya no es la losa sobre el crecimiento que constituyó en los años noventa.

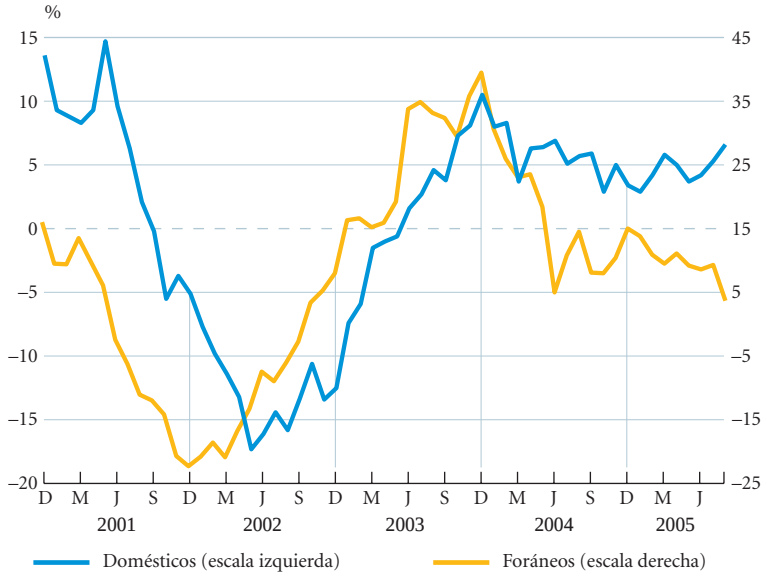
Los precios energéticos reducen el superávit.

En el frente de precios, el peligro de la deflación no acaba de ser conjurado. En agosto, el índice de precios al consumo volvió a retroceder un 0,3% interanual. El banco central asegura que a fin de año la deflación habrá desaparecido, pero lo cierto es que en Tokio los precios de septiembre volvieron a bajar un 0,6%, lo que no hace presumir que los precios de septiembre del conjunto de la economía suban, y el fin de año está cerca. La tasa de desempleo de agosto descendió ligeramente y se quedó en el 4,3% de la población activa. La mayor creación de empleo estuvo en el sector servicios, y las mayores pérdidas estuvieron en la construcción.

El superávit comercial japonés siguió menguando en agosto, pero las causas de esta reducción han cambiado. El petróleo tensiona al alza los precios de las importaciones, que crecen un 13,5% interanual, mientras que los de las exportaciones sólo aumentan un 0,6%, con el lógico efecto negativo sobre el superávit comercial, se entiende. En el lado positivo, la reducción de exportaciones a China, principal causa en este año del deterioro exterior, se relaja.

ESTA VEZ MEJORAN LOS PEDIDOS DE MAQUINARIA INTERIORES

Variación interanual de los pedidos de maquinaria (*)



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

China sigue creciendo, pero sin tensiones inflacionistas

La economía china creció un 9,4% en los nueve primeros meses de 2005, lo que apunta a una continuación del elevado ritmo de actividad en el tercer trimestre. La inversión y las exportaciones siguen siendo los principales motores del crecimiento, muy por encima del consumo privado, que continúa siendo la gran asignatura pendiente de la economía del gigante amarillo, y en este sentido el banco central ha expresado públicamente preocupación por el hecho. Una parte importante de las inversiones está destinada a suprimir cuellos de botella en infraestructuras y en producción de energía, con lo que las tensiones inflacionistas parecen lejanas, tal como muestran los datos.

Desde el punto de vista de la oferta, en este tercer trimestre, el sector industrial siguió protagonizando el mayor crecimiento, mientras que los servicios aumentaron ligeramente su tasa de avance. En este aspecto, como en tantos otros, China tiene una economía singular. La industria representa un 56,9% del producto interior bruto nominal, tasa que no cesa de crecer, mientras que la de los servicios evoluciona a la baja.

China crece con inversión e importaciones, y sin inflación.

Los indicadores de la oferta son coherentes con la sorprendente estabilidad macroeconómica que muestran las estadísticas. La producción industrial de septiembre, especialmente importante en China dado el peso de su industria, continúa creciendo por encima del 16,0%. En estos momentos, China parece absorber casi todo el crecimiento global de este indicador, que languidece en países como Estados Unidos y Japón. La industria pesada sigue creciendo más rápidamente que la ligera, mientras el peso del sector estatal respecto del total de la industria repite en agosto el 39,8% de julio, lo que muestra la rigidez que encuentra la reducción de los conglomerados estatales.

La industria, predominantemente pesada, manda.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2003	2004	2004			2005				
			II	III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	9,4	9,5	9,6	9,1	9,5	9,4	9,5	–	...	–
Producción industrial	16,7	16,3	17,6	15,8	15,0	14,5	16,5	16,1	16,0	16,5
Producción eléctrica	14,2	15,0	16,5	12,9	14,6	14,7	13,7	14,8	12,6	...
Precios de consumo	1,2	3,9	4,4	5,3	3,2	2,8	1,7	1,8	1,3	0,9
Balanza comercial (*)	25,5	32,0	13,6	20,4	32,0	57,1	79,2	87,8	93,9	96,4

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

El superávit comercial tiene un crecimiento explosivo por la moderación de las importaciones.

La vitalidad de este despertar chino queda refrendada también a nivel de producciones diversas. En los doce últimos meses hasta agosto, en comparación con el mismo periodo del año anterior, la producción de energía eléctrica sigue su marcha ascendente. La producción de vehículos a motor y de cemento, que parecía ralentizarse a principios de verano, cobra ahora nuevos bríos. Por último, merece una consideración especial la producción de microordenadores, que crece al 70,5% interanual, un ritmo que lleva ya tres años seguidos instalado en estos niveles. La cantidad de valor añadido sobre cada ordenador que tiene un orígen específicamente chino puede aún ser pequeña, pero va en aumento.

Las ventas minoristas crecen pero menos, consecuencia del moderado consumo interior.

Es en el lado de la demanda donde la economía China se muestra menos fuerte, de aquí las preocupaciones del banco central. Así, las ventas minoristas de agosto crecieron al 12,7% interanual. Aun considerando el alto nivel, el perfil es de cierta ralentización.

Los precios, a pesar del nivel de actividad, siguen moderando sus avances. En septiembre, los precios al consumo aumentaron un 0,9% interanual. Tal moderación sólo se entiende con un consumo que evoluciona por debajo de la inversión.

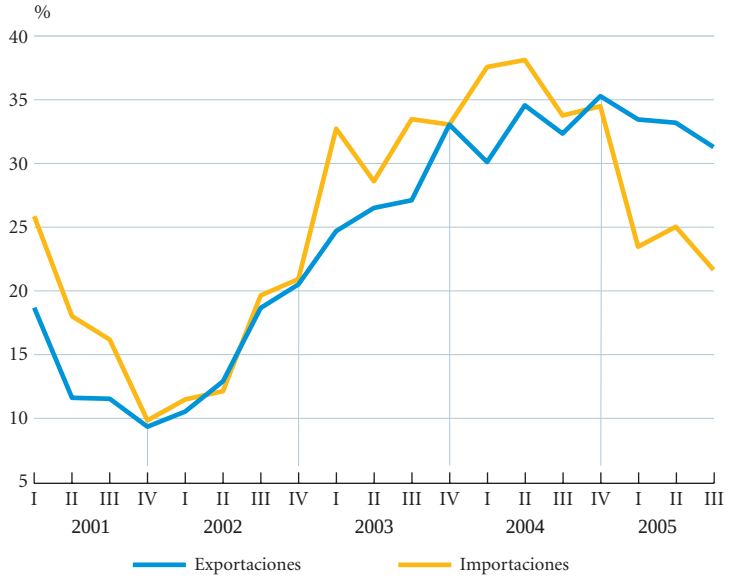
El sector exterior ocupa un lugar destacado en la coyuntura china y es motivo de tensiones con cierta frecuencia. El indicador más seguido es el explosivo superávit comercial: en los doce meses hasta septiembre alcanzó los 96.384 millones de dólares, cantidad cinco veces mayor que la del mismo periodo del año pasado, y que viene a representar un 5,0% de la economía china. Esta fuerte expansión del superávit comercial se espera que contribuya en un 30% al crecimiento de la economía en 2005. Cifras importantes, pero que quedan agrandadas por el actual tipo de cambio del renminbi. El saldo comercial está valorado a precios internacionales, que son más altos que los precios que operan en el interior de China, lo cual hace que en términos reales, descontando las diferencias de precios, el efecto sea mucho menor.

En este sentido, las tasas de crecimiento son elevadas, pero sus máximos han quedado atrás. Las exportaciones aumentaron un 32,2% interanual, y las importaciones crecieron un 19,2%. Dentro del fuerte crecimiento, hoy no puede hablarse de aceleración, sino de ralentización, sobre todo en el caso de las importaciones, principal causa del rápido aumento del superávit comercial.

Por productos, las exportaciones de manufacturas de los doce meses hasta agosto crecen un 33,6%, y las importaciones, un 15,4%, la mitad que en enero. Es signifi-

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES CHINAS SE ESTABILIZAN

Variación interanual de las exportaciones e importaciones trimestrales (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.
FUENTE: Oficina Nacional de Estadísticas de China.

cativa la fuerte desaceleración de las importaciones de maquinaria y equipo electrónico. Comparando el crecimiento en agosto con el de enero, en Alemania tenemos el 3,8% frente al 30,1%; en Japón, 4,6% frente a 26,0%; en Taiwan, 15,3% frente a 30,8%; y en España, 17,7% frente a 58,9%. En materias primas, la importación avanza a un ritmo considerable, pero menor que en 2004. La importación de acero repuntó hasta un 10,8%, una quinta parte de la media de 2004.

México recupera el tono, pero pierde competitividad

La economía mexicana creció un 3,1% interanual en el segundo trimestre de 2005, recuperando parte del tono de 2004. Esta recuperación está basada en la inversión, la reposición de inventarios y un mejor comportamiento exportador. Dentro del capítulo de inversiones, es la gubernamental la que tiene mayor dinamismo, lo que introduce dudas de sostenibilidad. Por sectores, los servicios bancarios y financieros, la construcción y el transporte son los que más fuerza muestran.

En México, las ventas minoristas se mantienen, y en la producción industrial mandan las maquiladoras.

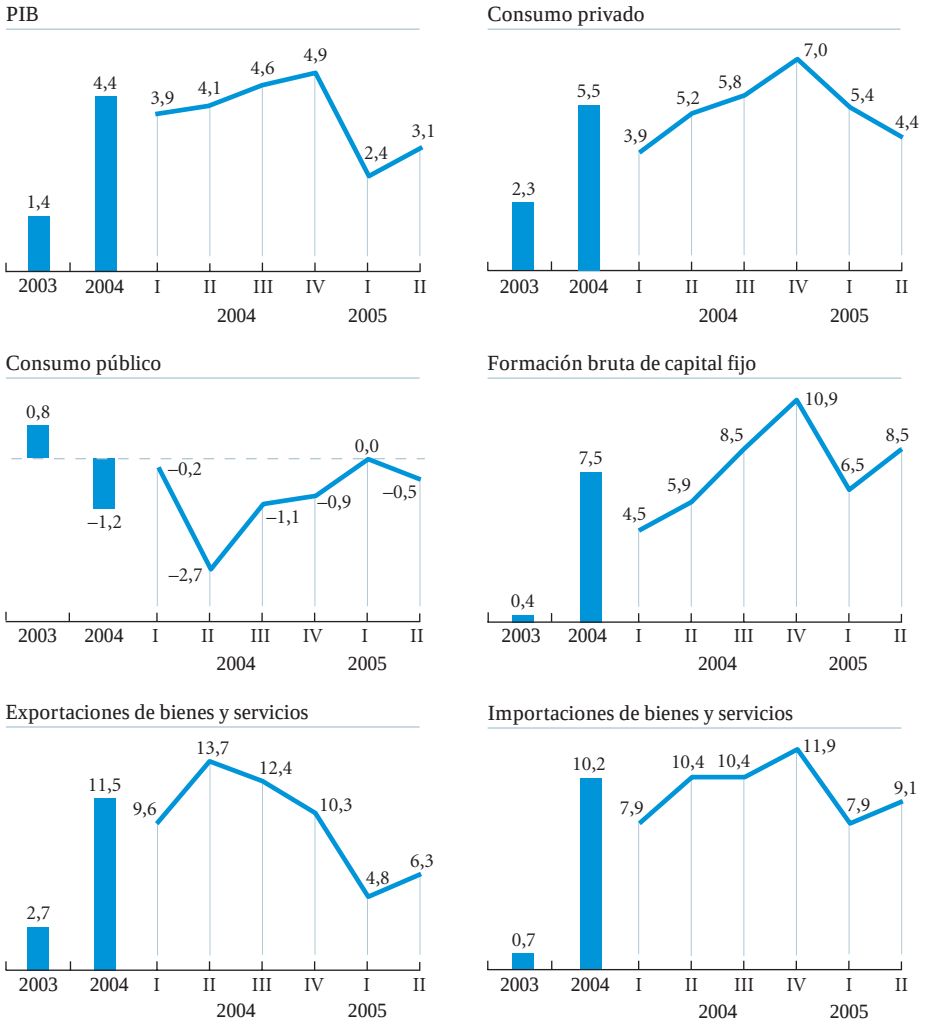
En el lado de la demanda, las ventas minoristas de julio crecieron un 3,3% interanual, tasa algo inferior a la media de los últimos meses. En el lado de la oferta, la producción industrial de agosto avanzó un 2,1% interanual, lo que supone una recuperación frente a los retrocesos de los meses anteriores. El tono positivo de este crecimiento está en el protagonismo del componente manufacturero. Siempre por delante de la industria local, la producción industrial de las maquiladoras, las empresas extranjeras que fabrican en México para exportar a Estados Unidos, avanza un 5,7%.

Crecimiento sin tensiones inflacionistas.

La tasa de paro general de agosto repuntó hasta el 4,1% de la población activa, pero la productividad manufacturera deja de perder terreno, aunque todavía es pronto para hablar de recuperación propiamente dicha. La nota más preocupante está en el fuerte

EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTE: Banco Central de México.

El desempleo está bajo control, pero los costes laborales unitarios crecen y dañan la competitividad.

aumento de los costes laborales unitarios, que crecen al 12,0%. El dato es preocupante porque México ya lleva tiempo sufriendo de una falta de competitividad. El fuerte aumento de los costes unitarios, sumado a que el peso mexicano está entre las divisas que menos valor han perdido de América Latina, implica crecientes dificultades para una balanza comercial que ya es deficitaria.

Los precios al consumo permanecen moderados.

En contrapunto positivo, los precios al consumo de septiembre, aumentaron un 3,5% interanual. Continúa así la moderación que ha prevalecido a lo largo de la primera mitad de 2005. El componente sin alimentos ni energía del mismo mes apunta en la misma dirección y mantiene la tasa del 3,2%.

El sector exterior mexicano es la parte más negativa de una economía que, por otro lado, crece sin presentar tensiones inflacionistas. El déficit comercial de los doce meses hasta agosto de 2005 se mantiene en los 9.527 millones de dólares, pero sin contar las exportaciones de petróleo, llega a los 38.400 millones de dólares, y es que el deterioro competitivo

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

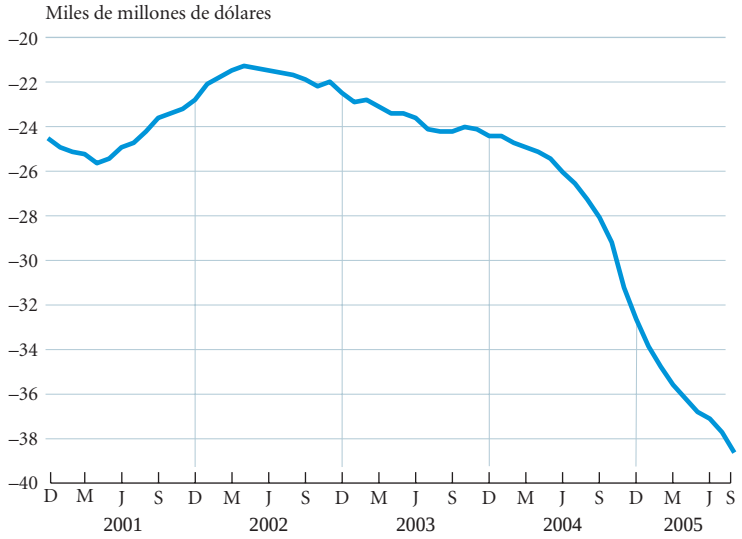
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

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

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

EL DETERIORO COMPETITIVO PESA SOBRE EL SALDO COMERCIAL MEXICANO

Saldo acumulado de 12 meses de la balanza comercial sin incluir exportaciones de petróleo



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

pesa. El déficit mexicano llama doblemente la atención en un momento en que el conjunto de las economías de la zona presenta superávit comerciales.

El precio del petróleo ofrece una tregua

Tras las notables subidas de los meses de julio y agosto y la fuerte incertidumbre registrada en septiembre debida al impacto del huracán *Katrina*, las cotizaciones del petróleo del mes de octubre han significado un alivio temporal. La evidencia de que las existencias de petróleo y de productos refinados se mantienen por encima de lo previsto y de que el impacto del huracán *Wilma* en materia petrolífera no será apreciable –y, por tanto, que los riesgos sobre el abastecimiento del mercado estadounidense se han reducido– ha llevado a las cotizaciones a situarse por debajo del umbral psicológico de los 60

El sector exterior empeora.

Una situación de abastecimiento en Estados Unidos mejor de lo previsto permite que el petróleo caiga por debajo de los 60 dólares por barril.

Los metales se moderan, pero en su conjunto las materias primas están un 11% más caras que hace un año.

dólares por barril de calidad Brent (entregas a un mes) en el promedio de octubre.

Con todo, no hay que olvidar que los niveles actuales siguen siendo históricamente elevados y son aún superiores en un 20% a los registrados hace un año. Ni tampoco que las condiciones fundamentales del mercado del petróleo no han mejorado significativamente. La relación oferta/demanda sigue siendo muy estrecha, y la evolución prevista para 2006 de ambas variables no invita al optimismo. Aunque se prevé un incremento de la oferta del 1,8% en el próximo año, la demanda crecerá dos décimas porcentuales más, un 2,0%.

Como tampoco hay que olvidar la evolución de las restantes materias primas. A diferencia del petróleo, durante octubre las materias primas, medidas por el índice «The Economist» en dólares, aceleraron su crecimiento hasta el 11% interanual, frente al 8% de septiembre. Las principales responsables de este repunte fueron las materias primas alimentarias y las agrícolas no alimentarias, mientras que los metales, que registraban un episodio alcista muy fuerte, aflojaron su ritmo. Mención aparte merece el oro que, acercándose ya a los 470 dólares por onza, crece más de un 11% en los doce últimos meses.

EL PRECIO DEL PETRÓLEO CAE POR DEBAJO DE LOS 60 DÓLARES

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

FUENTE: Thomson Financial Datastream.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2003	2004	2004		2005					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
Índice «The Economist» en dólares (*)										
General	**11,7**	**17,4**	**16,0**	**1,5**	**–2,3**	**–1,8**	**2,8**	**7,6**	**8,2**	**11,0**
Alimentarias	9,1	11,2	9,4	–7,3	–8,5	–7,7	–0,2	4,9	4,8	9,6
Industriales	15,9	26,1	25,1	13,8	5,9	6,3	6,8	10,9	12,1	12,6
Agrícolas no alimentarias	*21,8*	*9,2*	*6,8*	*–11,2*	*–10,7*	*–8,6*	*0,9*	*–0,8*	*2,3*	*10,6*
Metales	*11,8*	*38,2*	*38,3*	*31,5*	*16,1*	*15,5*	*10,2*	*17,4*	*17,5*	*13,7*
Índice «The Economist» en euros (*)	**–6,7**	**6,7**	**6,9**	**–6,5**	**–6,4**	**–6,0**	**4,8**	**7,1**	**7,9**	**15,4**
Petróleo (**)										
Dólares/barril	28,4	38,0	40,7	44,7	47,8	53,1	58,1	64,0	64,0	59,3
Tasa de variación	13,1	34,4	44,4	53,8	52,7	50,9	54,1	54,0	49,4	20,5
Oro										
Dólares/onza	364,0	409,6	401,9	434,0	427,3	427,8	424,7	438,1	456,2	468,7
Tasa de variación	17,3	12,7	10,6	10,6	4,6	8,6	6,7	9,1	12,3	11,4

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

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: la recuperación toma cuerpo, pero la inflación acecha

Acercándonos al final de 2005 ya podemos concluir que una incipiente recuperación está en marcha...

A medida que nos acercamos al final del ejercicio, la evidencia disponible que avala la recuperación de la eurozona es más amplia. Los indicadores de oferta, mucho más sensibles a las oscilaciones cíclicas, ya habían registrado la reactivación económica desde principios de verano. El más general de todos, el sentimiento económico, anotó un mínimo anual en junio pasado, para después sumar 2,3 puntos hasta septiembre. Este repunte es fruto de la mejora de la confianza en la totalidad de sectores: industria, servicios y construcción.

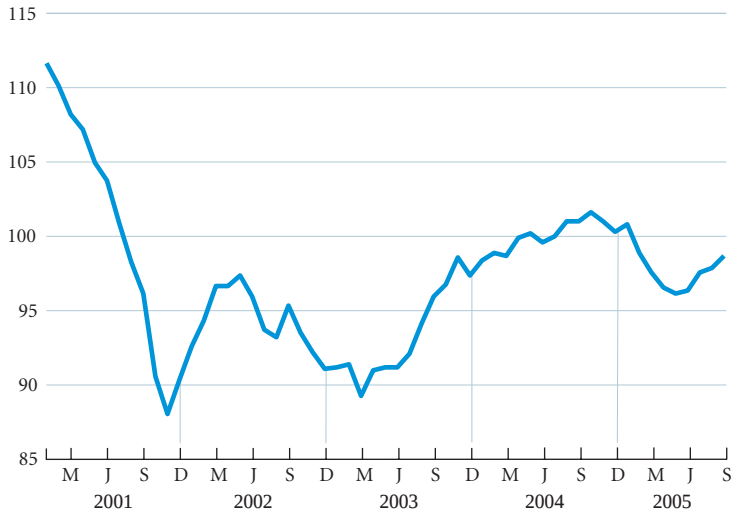
...ya que tanto los indicadores de oferta, con la producción industrial como dato destacado...

Y tras los indicadores cualitativos, basados en encuestas a los agentes económicos, han llegado los datos reales, entre los cuales cabe destacar la evolución de la producción industrial, que consolidó primero una suave recuperación en junio y julio, creciendo un 0,7% y un 0,5% interanual, respectivamente, para después acelerarse hasta el 2,7% interanual en agosto.

Pero las novedades más alentadoras provienen del lado de la demanda interna. La producción industrial de bienes de equipo ya había anunciado un comportamiento más expansivo de la inversión empresarial (crecimiento del orden del 2% interanual de junio a agosto). Ahora se le empieza a sumar el gran ausente del reciente ciclo europeo, un gasto de los hogares menos deprimido.

LA ACTIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO RETOMA EL CAMINO DEL CRECIMIENTO

Valor del índice de sentimiento económico



FUENTE: Comisión Europea.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	0,7	1,8	1,9	1,6	1,3	1,1	–	...	–
Ventas al por menor	0,4	0,9	0,7	1,1	1,1	0,5	–0,2	2,0	...
Confianza del consumidor (*)	–18	–13,8	–14	–13,0	–13,2	–14,4	–15	–15	–15
Producción industrial	0,3	2,0	2,8	1,1	0,7	0,6	0,5	2,7	...
Sentimiento económico (*)	93,3	99,9	100,6	100,9	99,0	96,3	97,5	97,8	98,6
Tasa de paro (**)	8,7	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	8,5	8,6	...
Precios de consumo	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	2,6
Balanza comercial (***)	80,3	80,7	84,9	64,8	64,8	51,5	44,2	39,1	...

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.

Aunque todavía no se puede dar por zanjada la etapa de debilidad del consumo, algunos indicadores relevantes empiezan a estar mejor. Así, el repunte de las ventas al por menor, especialmente apreciable en agosto, y el de las matriculaciones de automóviles, que han sumado tres meses, de junio a agosto, muy positivos, avalan el mejor tono de los hogares.

No obstante, la persistente debilidad de la confianza del consumidor ofrece un contrapunto preocupante. La consolidación definitiva del consumo deberá esperar a que el empleo se muestre más dinámico (apenas creció un magro 0,7% interanual en el segundo trimestre) y a que la tasa de paro se aleje de los niveles actuales (8,6% de la población activa en agosto).

Pasada revista a los elementos más favorables del escenario económico, conviene prestar atención a dos factores menos halagüeños: el debilitamiento reciente de la demanda externa y el rebote inflacionista. La contribución del sector exterior ha sido negativa desde el tercer trimestre de 2004, para empeorar adicionalmente en el segundo trimestre de 2005. Los datos de la balanza comercial de los últimos meses muestran que las importaciones siguen creciendo por encima de las exportaciones, fruto en parte del mayor dinamismo de la demanda interna anteriormente presentado, de manera que el saldo comercial acumulado de doce meses era, en agosto, un 46% inferior al un año atrás.

...como los de demanda, y aquí la novedad es que el consumo parece abandonar su etapa de atonía, apuntan hacia la reactivación.

Por lo que se refiere a la amenaza inflacionista, ésta ha suscitado una importante atención durante el mes de octubre. Los últimos datos disponibles permiten una interpretación abierta. Así, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado se situó en septiembre en el 2,6% interanual. Dicha tasa es cuatro décimas porcentuales mayor que la tasa de agosto y la máxima registrada desde enero de 2002. No obstante, si se detrae del índice general el componente energético, que crece un 15% interanual en septiembre, la tasa resultante arroja un aumento del 1,4% interanual, apenas una décima porcentual mayor que la de agosto.

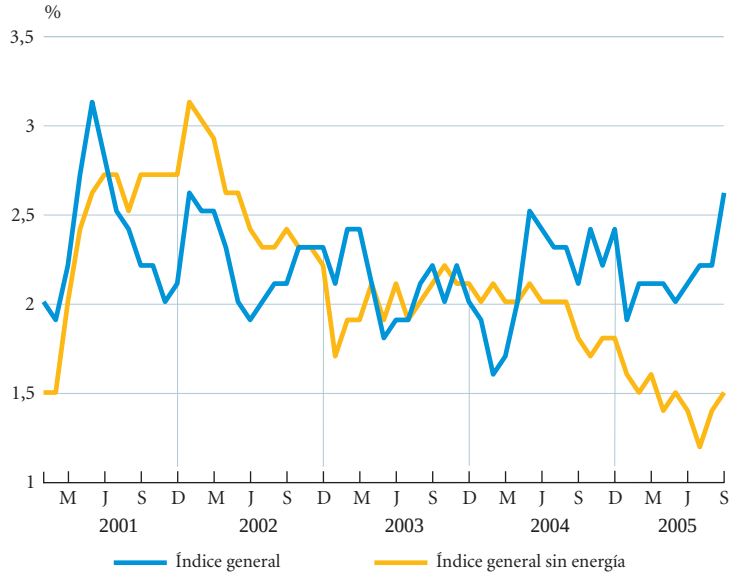
Pasemos revista a los riesgos: primero, la pérdida de ritmo de las exportaciones, que sin ser alarmante sí que complica el escenario...

El Banco Central Europeo (BCE), en su papel de garante de la estabilidad de precios en la eurozona, ha manifestado su preocupación por la escalada del petró-

...y, segundo, la inflación se dispara hasta el 2,6% por el petróleo y preocupan sus efectos a medio plazo...

INFLACIÓN AL ALZA EN LA EUROZONA POR CULPA DEL PETRÓLEO

Variación interanual del índice de precios de consumo armonizado



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

...que pensamos se acabarán produciendo, restando potencial de crecimiento a partir de la segunda mitad de 2006.

leo y su efecto sobre los precios, tanto actuales como, especialmente, futuros. Lo que inquieta es que los altos precios de la energía acaben trasladándose a incrementos más permanentes del conjunto de precios de la economía, lo que se conoce como «efectos de segunda ronda». Ello ha llevado al economista jefe del BCE, Otmar Issing, a comentar que aunque las previsiones oficiales del Banco siguen siendo del 1,9% para 2006, él considera probable que la inflación se acabe situando por encima del 2%, referencia central de la política monetaria común. En cambio, Joaquín Almunia, comisario europeo de asuntos económicos, ha negado que estemos a las puertas de una espiral inflacionista y que la recuperación en marcha no está amenazada.

¿Cuál es nuestro balance? En presencia de unos precios del petróleo todavía elevados y sin perspectivas claras de corrección en este frente, los efectos de segunda ronda se acabarán dando, si bien con una intensidad menor a la que históricamente se ha producido. Este menor impacto se explica por los cambios del entorno institucional de la economía (credibilidad antiinflacionista de los banqueros centrales, menor traslación a los salarios de la inflación gracias a la reducción de la práctica de la indiciación, etc.). El efecto será apreciable no tanto en la reactivación inmediata de los próximos trimestres como en un horizonte más lejano. Así, aunque prevemos que la eurozona acelere su ritmo de crecimiento, de forma que en la primera mitad de 2006 alcance niveles de aumento del producto interior bruto (PIB) del orden del 1,8% interanual, a partir de ahí entraremos en una etapa de falta de estabilización del crecimiento.

Alemania: gran coalición, ¿grandes reformas?

El 10 de octubre se dio luz verde a la «Gran Coalición» entre los democristianos (CDU/CSU) y el Partido Socialde-

mócrata (SPD). Si el pasado debe servir de lección, cabe recordar que en la historia de la República Federal de Alemania el único precedente existente fue la coalición CDU-SPD que se prolongó de diciembre de 1966 hasta octubre de 1969, y que sus resultados fueron, en términos económicos, satisfactorios.

El reto inmediato, en esos años, era sacar a Alemania de la crisis económica y consolidar lo que en el otoño de 1966 era una embrionaria recuperación, reconduciendo a un tiempo un déficit público considerado excesivo. La precondición, tal y como se percibía a mediados de los años sesenta, era restaurar la confianza de los alemanes en su futuro económico. Cerca de cuarenta años después, el contexto económico y político tiene poco que ver, pero la analogía histórica fundamental, la de la superación de la crisis de confianza, sí es relevante.

¿Estará la nueva coalición en condiciones de consolidar la recuperación, tan incipiente como la de 1966, gracias a una mejora de la confianza empresarial y del consumidor? Más allá de la figura de Angela Merkel, la primera canciller en la historia alemana, y de la distribución de carteras (con 8 ministros socialdemócratas y 7 de la CDU/CSU, además del puesto de canciller), el elemento fundamental es el contenido económico del programa de gobierno, todavía objeto de negociación en el momento de escribir estas líneas.

Abandonando la retórica electoral, ambos partidos coinciden en la necesidad de intensificar la consolidación fiscal, a fin de volver a situar el déficit público dentro del límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento comunitario y en el aumento del gasto público destinado a investigación y desarrollo. También existe concordancia en la simplificación del impuesto sobre la renta y en la rebaja de la fiscalidad empresarial.

Pero las discrepancias se antojan mayores que el consenso. La CDU propone una rebaja del impuesto sobre la renta, en fuerte contraste con el deseo de intensificar la presión fiscal sobre las rentas más altas de los socialdemócratas. Asimismo, los democristianos postulan el aumento del tipo del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del 16% al 18%, destinando el

Alemania ensaya la primera coalición entre democristianos y socialdemócratas desde 1966-1969.

Entonces, como ahora, el gran reto era recuperar la confianza del país en sí mismo, y lo cierto es que entonces se consiguió holgadamente.

Ahora, los desencuentros entre los socios de la «Gran Coalición», especialmente en materia fiscal y laboral, superan a los puntos de contacto en otras cuestiones, lo que con toda probabilidad laminará las ambiciones reformadoras del nuevo ejecutivo germano.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	–0,2	1,1	1,1	0,5	0,8	0,6	–	...	–
Ventas al por menor	–0,5	1,1	1,0	1,4	0,7	1,9	–2,7	2,2	...
Producción industrial	0,1	2,4	3,8	1,4	2,4	1,9	3,0	2,1	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	91,6	95,7	95,3	95,2	95,3	93,2	95,0	94,6	96,0
Tasa de paro (**)	10,4	10,6	10,6	10,8	11,7	11,8	11,6	11,6	11,7
Precios de consumo	1,0	1,7	1,9	2,0	1,7	1,7	1,9	1,9	2,4
Balanza comercial (***)	130	149	153	154	156	154,2	155,9	156,3	...

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.

La coyuntura, al menos, presenta una cara más favorable, lo que quizás podría facilitar la toma de algunas decisiones políticamente costosas.

aumento de recaudación a compensar la caída de ingresos que derivarían de una rebaja de las contribuciones a la seguridad social, una medida que trata de reducir los costes no salariales que soportan las empresas. La solución más probable, según las primeras noticias de la negociación, será posponer las reformas fiscales principales a una próxima legislatura.

La oposición de la SPD también es muy acusada en relación con la propuesta de la CDU de permitir, bajo determinadas condiciones, que las empresas desliguen algunos aspectos (fundamentalmente, revisión salarial y tiempo de trabajo) de sus convenios colectivos individuales de lo establecido en los convenios sectoriales. Los frentes abiertos se extienden, asimismo, al replanteamiento del cierre de nucleares decidido en 2000 y a la forma de rebajar la factura del sistema público de salud. Queda, en definitiva, mucho trabajo de negociación antes de que en la segunda mitad de noviembre, y una vez que sendos congresos extraordinarios de la CDU y del SPD hayan validado el pacto de gobierno, Angela Merkel logre la investidura como canciller en el Parlamento federal.

En esta tesitura, la mejora de la coyuntura económica, que empieza a ser perceptible, podría facilitar una acción de gobierno más dinámica de la que cabría esperar ante las importantes diferencias entre los socios de coalición. La recuperación parece tomar la forma habitual en el ciclo económico germano: el tirón de la demanda externa lleva a las empresas a aumentar su ritmo de inversión. Posteriormente, la mayor actividad empresarial conducirá a mejoras en el empleo y en el consumo privado. Por el momento, el canal de transmisión exportación-inversión es el que parece estar operando.

Así, las exportaciones crecieron en los meses de julio y agosto por encima del 8% interanual, casi doblando el ritmo del segundo trimestre, mientras que el componente de bienes de equipo de la producción industrial y los pedidos industriales, a pesar de su erraticidad, apuntan como tendencia de fondo al manteni-

MEJORES PERSPECTIVAS EN ALEMANIA

Valor del índice de actividad empresarial IFO

FUENTE: Instituto IFO.

miento de la expansión inversora del primer semestre del año. Incluso el alicaído consumo privado, que todavía no tiene visos de recuperación, debería acabar reflejando la mejora de la confianza de los consumidores registrada en agosto y septiembre.

El repunte industrial (la producción industrial creció un 2,5% interanual en la media de julio y agosto), junto con el repunte de la confianza empresarial medida por el índice IFO (hasta el nivel de los 98,7 puntos en octubre), son elementos adicionales de soporte al escenario de recuperación. No obstante, en línea con lo sucedido en la eurozona en su conjunto, el tensionamiento de los precios de consumo (2,4% en septiembre, a comparar con el 1,9% de agosto) y una tasa de paro que sigue elevada (11,7% en septiembre) son factores negativos que lastran las posibilidades de la economía germana.

Francia: presupuesto voluntarista para sacar al país del estancamiento

El ejecutivo galo presentó el presupuesto del Estado para 2006 el pasado 28 de septiembre. Se trata de un presupuesto razonablemente riguroso, con una previsión de aumento del gasto público cercana a cero en términos reales, fuera del nuevo paquete a favor del empleo. Asimismo, contempla otras medidas de austeridad presupuestaria, siendo la más representativa la reducción de 10.000 funcionarios de la plantilla del Estado. La anunciada reforma del impuesto sobre la renta, que rebaja tanto los tramos como el tipo máximo a aplicar, no tendrá efecto hasta 2007, con lo que se pospone su impacto sobre los ingresos públicos en el próximo 2006. El déficit público en 2006 se prevé de un 2,9% del PIB.

La recuperación de la industria y de la confianza empresarial reafirman el escenario de mejoría alemana.

Desgraciadamente, el talón de Aquiles del presupuesto son las previsiones de crecimiento en las que se basa. El gobierno ha elaborado su presupuesto partiendo de una horquilla de crecimiento del 2,0%-2,5% en 2006, por encima de las previsiones de la mayoría de analistas y, en particular, superior al 1,8% que manejamos en nuestras previsiones.

Francia: el presupuesto para 2006 es aparentemente riguroso, con un importante esfuerzo de contención del gasto, pero se verá afectado por las optimistas previsiones de crecimiento en las que se basa.

Aunque la economía parece que ha dejado atrás el momento de mayor debilidad del ciclo económico, como atestigua la continuada recuperación de indicador de sentimiento económico entre junio y septiembre, la debilidad del consumo privado en

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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 recuperación gala va concretándose, con un mejor comportamiento relativo del consumo interno, de la producción industrial y de las exportaciones, evolución que explica la recuperación del sentimiento económico.

el trecho central de 2005 y la falta de dinamismo exportador en el primer semestre del año prácticamente imposibilitan un crecimiento por encima del 1,5% en 2005, una cifra avalada incluso por el INSEE, el instituto estadístico galo.

Similar diagnóstico –recuperación, sí, pero contenida– se desprende de la evolución positiva de los indicadores más recientes en materia de gasto de los hogares (el consumo interno creció un 4,2% interanual en septiembre), producción industrial (aumento interanual del 1,0% en agosto) y exportaciones (aceleración hasta el 5,9% también en agosto, aunque el mayor incremento de las importaciones, del 8,2%, implicará que el sector exterior sigue drenando crecimiento).

En Italia, tras un primer atisbo de recuperación en el segundo trimestre, los indicadores del tercero confirman que la economía está remontando el vuelo, a pesar del lastre que significa la ausencia de pulso del consumo privado...

También es favorable la evolución de los precios de consumo. Aunque Francia no ha escapado al tensionamiento derivado del aumento de los precios del petróleo, la escalada presenta una menor intensidad comparada con otras economías de la eurozona. Así, en septiembre, el IPC crecía un 2,2% interanual (1,8% en agosto), pero una vez descontada la energía y los restantes componentes volátiles del índice, se situaba en un contenido 1,0% interanual. Menos satisfactoria es la lectura del mercado laboral, que sigue arrojando una tasa de paro del 9,9% en agosto, sin mejora respecto a julio y muy cercana a los elevados niveles relativos registrados desde 2003.

...como tampoco ayudará el empeoramiento del sector exterior.

En otro orden de cosas, cabe significar que las tibias reformas económicas lanzadas por el gobierno francés –y, en particular, la flexibilización parcial de la contratación laboral para las pymes– provocaron la convocatoria de una huelga general por parte de los sindicatos franceses. Finalmente, y aunque se superaron las 800.000 personas en un total de 143 manifestaciones en el conjunto del país, el seguimiento de la huelga del pasado 5 de octubre quedó por debajo de lo previsto.

Italia: el panorama político ensombrece la recuperación

La economía italiana está remontando el vuelo. Los datos macroeconómicos del segundo trimestre muestran una recuperación, ciertamente moderada, del consumo, la inversión y las exportaciones. Y los indicadores relativos al tercer trimestre apuntan a la continuidad de la reactivación, según se desprende de la evolución de la producción industrial (crecimiento interanual del 1,6% en agosto, su máximo desde mayo de 2004) y del aumento de más de cinco puntos en el indicador de sentimiento económico durante el tercer trimestre, por citar únicamente dos apuntes representativos.

La reducción de la tasa de paro en el segundo trimestre, hasta el 7,7% (7,8% en el primer trimestre) y el mantenimiento de la inflación en el 2,0% en los meses de agosto y septiembre son factores positivos adicionales que deben contribuir a consolidar la nueva etapa de aceleración económica.

Por el contrario, la falta de recuperación de la confianza del consumidor, anclada en el nivel de los 21 puntos negativos durante todo el tercer trimestre, y el mal comportamiento de las ventas al por menor (cayeron un 2,1% interanual en julio) abundan en que el tono del consumo privado sigue siendo poco dinámico. Y tampoco es favorable la desaceleración de las exportaciones, que han pasado de crecer un 6,4% interanual en el segundo trimestre a hacerlo sólo un 3,7% en la media de julio y agosto. Con todo, el balance global sigue apuntando a un ritmo superior de actividad para los próximos meses, como pone de relieve, por ejemplo, que el indicador compuesto de indicadores avanzados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se haya situado en agosto en su máximo desde principios de 2004.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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

No obstante, este mejor pulso económico ha quedado en un segundo plano frente a las novedades del panorama político. En la antesala de la aprobación del principal instrumento de política económica, el presupuesto del Estado, el ministro de Economía, Doménico Siniscalco, dimitía el pasado 22 de septiembre. Más que por el pulso mantenido, y perdido, para lograr la dimisión del presidente del Banco de Italia, Antonio Fazio, ante la polémica actuación de éste en la operación de compra de las bancas Antonveneta y Nazionale del Lavoro, el detonante real fueron las discrepancias políticas sobre el presupuesto que Siniscalco mantenía.

Su sustituto, Giulio Tremonti, que ya había ocupado la cartera en dos ocasiones, ha elaborado un presupuesto que ha sido valorado por los analistas como poco ambicioso. De entrada, parte de previsiones de crecimiento del 1,5% para 2006, cerca de medio punto superiores a las que maneja el conjunto de los analistas, lo que reduce la posibilidad de situar el déficit en el 3,8% del PIB (4,3% en 2005), el hito más destacado del presupuesto. También ha suscitado dudas la capacidad real del ejecutivo de materializar la medida estrella del presupuesto, el recorte de 11.500 millones de euros de gasto público. Por otra parte, ha quedado fuera del presupuesto la rebaja fiscal del impuesto regional sobre actividades económicas, una medida reiteradamente demanda por el empresariado y que se daba por hecha.

Pero la coyuntura pasa a un segundo plano ante las complicaciones del panorama económico italiano, con la renuncia del ministro de Economía, Siniscalco, a las puertas de la aprobación del presupuesto y el nombramiento de Tremonti como sustituto, todo ello aderezado con la adopción de un presupuesto poco ambicioso.

Reino Unido: el repunte inflacionista complica la política monetaria

El panorama económico británico se sigue complicando al avanzar el año. Tras crecer un modesto 1,5% interanual en el segundo trimestre, las perspectivas son de mejoría contenida en la segunda mitad del año, y la primera publicación del PIB del tercer trimestre, que crece un 1,6% interanual, avala este escenario.

Con todo, los indicadores disponibles del tercer trimestre siguen mostrando una preocupante debilidad del consumo privado. Así, con las ventas al por menor creciendo un modesto 0,7% interanual en septiembre, la confianza del consumidor en mínimos anuales hasta septiembre y la producción industrial de bienes de consumo retrocediendo un 0,5% interanual en agosto, el impulso del gasto de los hogares será necesariamente limitado. El contrapunto positivo lo ofrece la inversión, que parece enfilar una senda alcista.

En el Reino Unido, tras tocar fondo en el segundo trimestre, la economía enfila una senda de modesta recuperación en el tercero, aunque el mal momento del consumo resta posibilidades a la reactivación.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	2,5	3,2	3,0	2,5	1,7	1,5	–	1,6	–
Ventas al por menor	3,0	6,1	6,7	4,7	2,9	1,5	1,4	1,0	0,7
Producción industrial	–0,5	0,8	0,4	0,0	–1,1	–1,8	–1,7	–1,9	...
Tasa de paro (*)	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
Precios de consumo	2,8	2,2	2,1	2,3	2,2	2,2	2,4	2,3	2,5
Balanza comercial (**)	–46,8	–55,3	–57,4	–59,7	–61,5	–62,6	–62,2	–62,5	...

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.

En esta tesitura de debilidad de la actividad combinada con un repunte de los precios, la política monetaria se encuentra ante el dilema de contribuir a consolidar la recuperación o frenar la espiral inflacionista antes de que se materialice; por el momento, el Banco de Inglaterra está a la expectativa y no toca los tipos de interés en sus últimas dos reuniones.

Tampoco se puede esperar una recuperación intensa proveniente del sector exterior. Aunque el crecimiento de las exportaciones está siendo satisfactorio, con una tasa de avance del 11% interanual en el segundo trimestre y un ritmo similar en el periodo de julio-agosto, la reciente aceleración de las importaciones está ampliando el déficit comercial británico.

El repaso de los indicadores de oferta, más afinados para detectar los cambios de ciclo, apunta a un tono levemente mejor, con el sentimiento económico recuperando terreno en el tercer trimestre, fundamentalmente gracias a la evolución de la confianza industrial y de los servicios. No obstante, los datos de producción industrial siguen siendo negativos (caída interanual del 1,9% en agosto).

En esta tesitura, de salida muy pausada de la etapa de bajo crecimiento, el repunte de los precios ha complicado el escenario. En septiembre, el IPC crecía un 2,5% interanual, mientras que los precios de producción lo hacían un 3,3%. Aunque el aumento del precio del petróleo es el responsable principal del tensionamiento inflacionista, lo cierto es que dificulta al Banco de Inglaterra la orientación de su política monetaria.

De entrada, su objetivo explícito de inflación, que establece que los precios de consumo no superen el 2,0% interanual, ha sido rebasado en medio punto porcentual. Además, las previsiones apuntan a que los niveles actuales de inflación apenas remitirán en los próximos trimestres, y no se espera que caigan por debajo del 2% en todo 2006. El dilema del Banco de Inglaterra –contribuir a consolidar la recuperación o frenar con urgencia la inflación– queda servido. Por el momento, en las dos últimas reuniones, de 6 de septiembre y del 8 de octubre, respectivamente, ha optado por mantener el tipo de interés de referencia en el 4,5%.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

El Banco Central Europeo empieza a dar señales alcistas

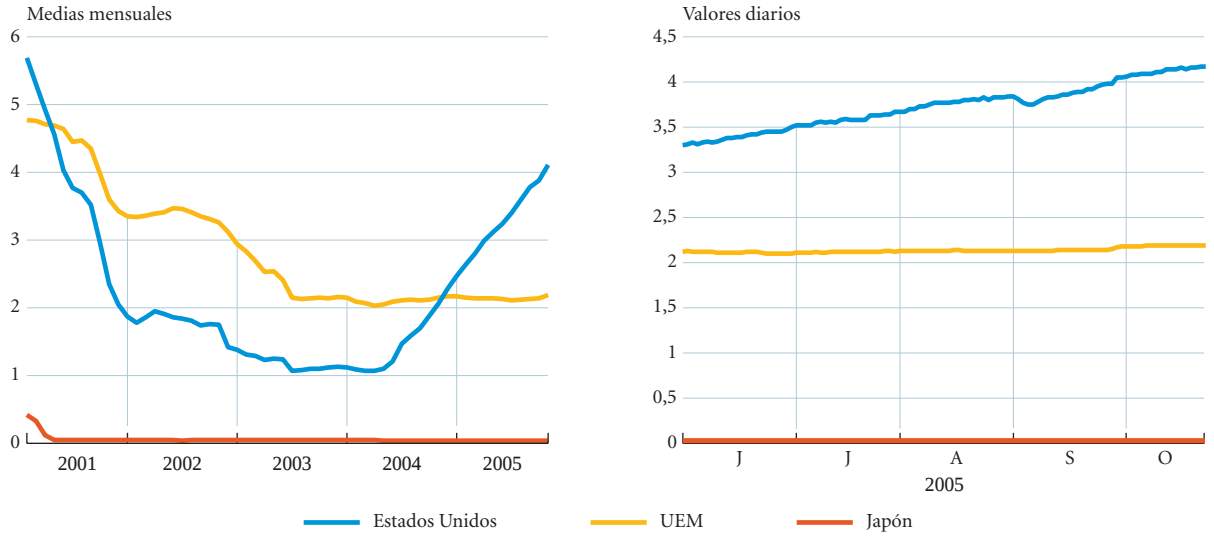
Los recientes repuntes en los índices de precios de consumo, reflejando el encarecimiento del petróleo en los últimos meses, han puesto en estado de alerta a las autoridades monetarias. Aunque por el momento el alza de los productos petrolíferos no se ha trasladado al núcleo más estable de la inflación, la denominada inflación subyacente, se han disparado las señales de alerta. No obstante, la respuesta de los bancos centrales ha sido matizada por las distintas coyunturas económicas de cada área. En Estados Unidos, la Reserva Federal probablemente tensionará más de lo que preveía el mercado su política monetaria. En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) ha empezado a preparar al mercado para un movimiento alcista, que se podría demorar todavía algunos meses. Asimismo, el Banco Central de Japón ha multiplicado los signos de que se vislumbra el fin de los tipos de interés en el 0%, aunque no de forma inmediata.

En Estados Unidos, en las primeras semanas de octubre se produjeron una serie de declaraciones de presidentes de bancos de la Reserva Federal, entre ellos los de Dallas, Filadelfia y San Luis, de tono alcista. La publicación de las actas de la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto del 20 de septiembre reafirmó la preocupación de la Reserva Federal por las tensiones inflacionistas.

Los recientes repuntes de los índices de precios de consumo han puesto en estado de alerta a las autoridades monetarias.

SE AMPLÍA EL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO ENTRE ESTADOS UNIDOS Y EUROPA

Tipos de interés interbancario a 3 meses, en porcentaje anual



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 25 de octubre.
FUENTES: Banco de España y Thomson Financial Datastream.

Los mercados monetarios de Estados Unidos ya anticipan que el tipo de interés oficial se situará en torno al 4,5% en 2006.

En este marco, el mercado intensificó sus expectativas de elevaciones de los tipos de interés. Si hasta entonces el debate se centraba en dónde se situaba el tipo de interés «neutral», el que es coherente con una senda de máximo crecimiento económico sin presiones inflacionistas, se empezó a especular con que la Reserva Federal posiblemente colocaría su tipo de interés oficial más allá del nivel neutral para contrarrestar la inflación. De hecho, la presidenta del banco de la Reserva Federal de San Francisco, Janet Yellen, estima que el tipo de interés neutral se sitúa en la banda 3,5%-5,5%. Así, el tipo de interés de los depósitos interbancarios a un año ha experimentado una sensible elevación en las primeras semanas de octubre hasta situarse por encima del 4,5%. De esta forma, los operadores monetarios ya anticipan que el tipo de interés de referencia de la Fed se colocará en torno a esta cota en 2006.

Es muy probable que la Fed suba sus tipos de interés el 1 de noviembre y el 13 de diciembre, las fechas previstas para las dos reuniones pendientes en este ejercicio, con lo que el nivel objetivo del tipo de interés para los fondos federales, los depósitos interbancarios a un día, se situaría en el 4,25% al final de 2005. La siguiente reunión de la Reserva Federal tendrá lugar el 31 de enero, fecha del relevo del actual presidente, Alan Greenspan. El presidente George W. Bush ha nombrado a Ben Bernanke, que ocupa el cargo de director del

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		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses	Tres meses	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses	Tres meses
		Tres meses	Un año						
2004									
Septiembre	2,02	2,12	2,38	1,59	1,88	0,00	4,75	4,85	0,67
Octubre	2,03	2,15	2,32	1,75	2,06	0,00	4,75	4,81	0,71
Noviembre	2,05	2,17	2,33	1,92	2,28	0,00	4,75	4,79	0,75
Diciembre	2,07	2,17	2,30	2,25	2,47	0,00	4,75	4,78	0,75
2005									
Enero	2,06	2,15	2,31	2,25	2,64	0,00	4,75	4,79	0,74
Febrero	2,06	2,14	2,31	2,50	2,80	0,00	4,75	4,80	0,75
Marzo	2,05	2,14	2,34	2,59	2,99	0,00	4,75	4,90	0,75
Abril	2,05	2,14	2,27	2,75	3,12	0,00	4,75	4,86	0,76
Mayo	2,05	2,13	2,19	2,99	3,24	0,00	4,75	4,81	0,76
Junio	2,05	2,11	2,10	3,01	3,40	0,00	4,75	4,76	0,75
Julio	2,05	2,12	2,17	3,25	3,59	0,00	4,75	4,57	0,75
Agosto	2,05	2,13	2,22	3,43	3,78	0,00	4,53	4,51	0,76
Septiembre (*)	2,06	2,14	2,22	3,60	3,88	0,00	4,50	4,52	0,76
Octubre (1)	2,06	2,19	2,43	3,75	4,17	0,00	4,50	4,53	0,83

NOTAS: (*) Cifras provisionales.
(1) Día 25.
(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 6-3-03 (2,50%), 5-6-03 (2,00%).
(3) Últimas fechas de variación: 10-11-04 (2,00%), 14-12-04 (2,25%), 2-2-05 (2,50%), 22-3-05 (2,75%), 3-5-05 (3,00%), 30-6-05 (3,25%), 9-8-05 (3,50%), 20-9-05 (3,75%).
(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%).
FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

Consejo de Asesores Económicos del Presidente y anteriormente había estado en el Consejo de la Reserva Federal, como su sucesor. Dado que el nuevo presidente de la Reserva Federal probablemente querrá afianzar su credibilidad antiinflacionista, es razonable pensar que la Reserva Federal elevará su tipo de interés por lo menos hasta el 4,5% en los primeros meses del próximo año.

En la eurozona, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidió mantener el principal tipo de interés del Eurosistema en el 2%, sin variación desde junio de 2003. No obstante, el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet endureció su retórica, manifestando que, si bien los tipos de interés se hallaban en el nivel adecuado, los riesgos para la inflación eran claramente al alza. Asimismo, manifestó su preocupación por la senda expansiva de los agregados monetarios y por el crédito al sector privado. De hecho, la tasa de crecimiento anual del agregado monetario amplio M3 se colocó en el 8,1% en agosto, alejándose del crecimiento de referencia del 4,5%. Por su parte, el aumento interanual de los préstamos al sector privado fue del 8,4%.

La principal preocupación del BCE es que el repunte del IPC general de la eurozona, que alcanzó el 2,6% de crecimiento interanual en septiembre, se traslade a la inflación subyacente. Ésta subió dos décimas en septiembre, pero todavía se coloca en un nivel bajo, del 1,5%. En este contexto, el euríbor a 12 meses, que permaneció en el 2,22% en promedio en septiembre, en las primeras semanas de octubre ha ascendido hasta por encima del 2,4%. Así, el mercado ha avanzado el momento esperado para el giro restrictivo de la política monetaria del BCE, situándolo al principio de 2006. De hecho, probablemente, el BCE no subirá sus tipos de interés mientras no se confirme el relanzamiento de la economía de la zona del euro y si no se producen los denominados efectos de segunda ronda, es decir, la aceleración de los salarios y los precios.

El Banco de Inglaterra también mantuvo su tipo de interés de intervención en el 4,5% en la reunión de su Comité de Política Monetaria de principios de octubre. Aunque posteriormente se especuló con que el siguiente movimiento a la baja estaba próximo, la publicación de las actas de la última reunión, que mostraban la unanimidad de los miembros del comité en la decisión adoptada, enfrió en cierta medida la perspectiva de una nueva relajación. Además, las presiones inflacionistas están incrementándose.

El Banco Central Europeo empieza a preparar al mercado para una subida del tipo de interés del Eurosistema.

Por otro lado, en la segunda semana de octubre el Banco de Corea del Sur anunció que elevaba su tipo de interés oficial por primera vez en más de tres años en 25 puntos básicos hasta el 3,5% para frenar las tensiones inflacionistas. Esta medida se produjo en el marco de una recuperación económica en el país oriental. Asimismo, el día 18 de octubre el Banco de Canadá aumentó de nuevo sus tipos de interés de referencia y situó el tipo diario en el 3,00%.

La principal preocupación del BCE es que el repunte de la inflación se traslade a la inflación subyacente.

Los bancos centrales de Corea del Sur y de Canadá elevan sus tipos de interés en octubre.

El apetito de los inversores por los bonos norteamericanos sigue apoyando al dólar

El dólar subió el 3,0% en el periodo enero-septiembre en relación con una cesta amplia de divisas. Esta apreciación fue impulsada sobre todo por un diferencial de tipos de interés favorable frente al euro y al yen y por un crecimiento económico relativamente alto. Los inversores extranjeros continuaron comprando activos estadounidenses, especialmente bonos, en cantidad suficiente para financiar el desequilibrio exterior. Así, la moneda norteamericana contrarrestó las presiones bajistas a consecuencia del gran déficit exterior de la economía de Estados Unidos.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Septiembre 2005

	Última sesión del mes		Datos mensuales				*Tipo de cambio 25-10-05*
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)	Tipo de cambio medio	% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2004	Anual	
Frente al dólar de EEUU							
Yen japonés	114,0	3,0	111,2	0,5	7,2	1,0	*115,0*
Libra esterlina (1)	1,765	–2,2	1,808	0,7	–6,3	0,8	*1,784*
Franco suizo	1,293	3,2	1,266	0,3	10,5	0,3	*1,276*
Dólar canadiense	1,168	–1,7	1,178	–2,2	–3,2	–8,5	*1,176*
Peso mexicano	10,79	0,0	10,78	0,9	–3,8	–6,2	*10,84*
Índice efectivo nominal (4)	*111,2*	*0,3*	*110,7*	*–0,1*	*1,6*	*–3,6*	*111,6*
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,204	–1,3	1,226	–0,3	–8,6	0,3	*1,202*
Yen japonés	136,3	0,1	136,1	0,1	–2,2	1,2	*138,8*
Franco suizo	1,556	0,5	1,550	–0,2	0,9	0,4	*1,544*
Libra esterlina	0,682	–0,1	0,678	–1,1	–2,5	–0,5	*0,677*
Corona sueca	9,327	–0,1	9,334	–0,1	3,9	2,7	*9,488*
Corona danesa (3)	7,462	0,1	7,458	0,0	0,3	0,3	*7,459*
Zloty polaco	3,919	–2,8	3,916	–3,2	–5,3	–10,5	*3,927*
Corona checa	29,55	–0,1	29,32	–0,9	–4,3	–7,2	*29,67*
Forint húngaro	249,6	2,1	245,8	0,6	0,0	–0,7	*253,1*
Índice efectivo nominal (5)	*101,3*	*–0,6*	*101,8*	*–0,5*	*–4,9*	*–1,2*	*101,4*

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.

La ampliación de los diferenciales de tipos de interés a su favor refuerza el dólar.

En las primeras semanas de octubre, el billete verde siguió apreciándose al intensificarse las expectativas de alzas del tipo de interés oficial de la Reserva Federal con la consiguiente ampliación de los diferenciales de tipos de interés. Asimismo, las repatriaciones de beneficios por una ley que concede ventajas fiscales si tienen lugar antes del fin de este año también lo favorecieron. Además, la publicación a mediados de octubre de un déficit comercial en agosto inferior al esperado también apoyó al dólar. Con todo, a medio plazo el dólar probablemente caerá, especialmente frente a las divisas asiáticas.

El euro bajó el 6,3% en los nueve primeros meses del ejercicio con relación al conjunto de las monedas de sus principales socios comerciales, tras una importante subida en el último trimestre de 2004. El modesto crecimiento económico de la eurozona, la ampliación del diferencial de tipos de interés en su contra respecto a otras monedas y el no a la Constitución Europea en los referéndums en Francia y los Países Bajos en mayo y junio, que abrieron una crisis política, menoscabaron a la moneda única europea. En las primeras semanas de octubre, el euro mantuvo posiciones, al vislumbrarse un giro alcista de los tipos de interés del

EL EURO RESISTE EL EMPUJE DEL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro

NOTA: Los datos alcanzan hasta el 25 de octubre.
FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

Banco Central Europeo y con la contribución de compras de bancos centrales asiáticos que deseaban diversificar sus reservas de divisas. En relación con el dólar, la divisa europea experimentó vaivenes, encontrando una resistencia a la baja en torno a la cota de 1,19 dólares.

El euro encuentra una resistencia a la baja en torno a 1,19 dólares.

El yen bajó el 5,2% en los tres primeros trimestres del ejercicio en relación con el conjunto de las principales monedas, perjudicado por un diferencial de tipos de interés en su contra respecto al resto de divisas debido a un tipo oficial de cerca del 0%. En las primeras semanas de octubre, la moneda nipona ha tendido a depreciarse a pesar de la mejora de las perspectivas económicas. Este movimiento se explica por las salidas de capitales en busca de mayores rendimientos en el exterior. Así, en la tercera semana del mes el yen marcó el nivel mínimo respecto al dólar desde septiembre de 2003. No obstante, el yen presentaba una subida frente al euro desde diciembre. En el futuro, la moneda japonesa probablemente subirá a causa de la mejora económica.

El yen se deprecia sensiblemente en lo que va de año, pero probablemente subirá a causa de la mejora económica.

Se rompe la tendencia descendente de las rentabilidades de los bonos

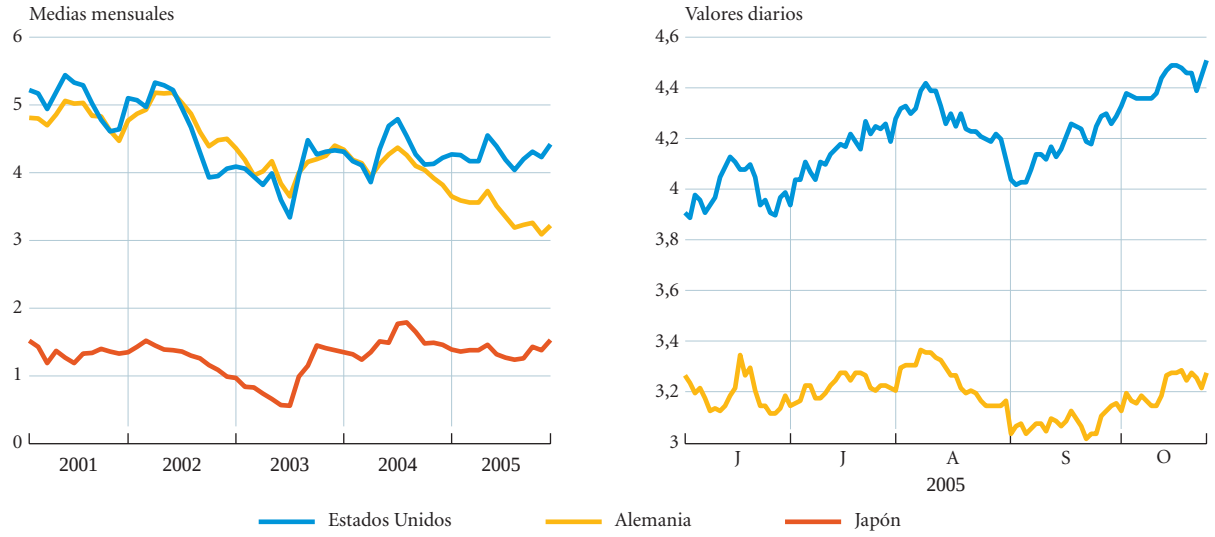
El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años ha tendido a remontar desde principios de septiembre con el aumento de las expectativas de elevaciones de los tipos de interés de la Reserva Federal. Así, en la cuarta semana de octubre se colocó cerca del 4,5%, volviendo al nivel de marzo.

La rentabilidad de los bonos del Estado alemanes a diez años rebotó en la cuarta semana de septiembre después de haber marcado la cota mínima de las últimas décadas en el 3,02%. Este repunte fue impelido por una creciente preocupación por la evolución de la inflación y por el avance esperado del momento de la subida del tipo de interés oficial del BCE. De esta manera, el tipo de interés de la deuda pública a largo plazo germana se situó alrededor del 3,3% en la tercera semana de octubre. Por otro lado, el diferencial con los bonos homólogos norteamericanos ha continuado ensanchándose en las últimas semanas hasta unos 120 puntos básicos.

El rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano sube al intensificarse las expectativas de alzas del tipo de la Fed.

EL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO ENTRE EL DÓLAR Y EL EURO SE SIGUE AMPLIANDO

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



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 25 de octubre.
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					
			I	II	Julio	Agosto	Septiembre	25 octubre
Estados Unidos	4,04	4,31	4,34	4,21	4,20	4,31	4,23	4,51
Japón	0,99	1,50	1,41	1,28	1,26	1,43	1,38	1,52
Alemania	4,10	4,07	3,63	3,35	3,23	3,26	3,09	3,28
Francia	4,13	4,10	3,64	3,38	3,27	3,30	3,13	3,31
Italia	4,24	4,24	3,75	3,53	3,44	3,46	3,29	3,47
España	4,12	4,10	3,63	3,36	3,22	3,23	3,09	3,25
Reino Unido	4,53	4,93	4,72	4,50	4,34	4,36	4,25	4,40
Suiza	2,47	2,57	2,15	2,04	1,95	1,94	1,82	1,92

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

Numerosas bolsas europeas, asiáticas y de mercados emergentes marcan las cotas máximas de los últimos años a principios de octubre.

Correcciones generalizadas de los mercados bursátiles en octubre

Con el impulso de unos resultados empresariales mejores de lo esperado y de unos bajos tipos de interés, numerosas bolsas europeas, asiáticas y de mercados emergentes alcanzaron las cotas máximas de los últimos años a principios de octubre, a pesar de los altos precios del petróleo. De este modo, consiguieron revalorizaciones mayores de lo previsto al comienzo del ejercicio. Sin embargo, posteriormente se acentuó la preocupación por la inflación y el repunte de los tipos de interés a largo plazo terminó por propiciar una corrección generalizada de los mercados bursátiles.

En este contexto, las bolsas de Estados Unidos empeoraron su comportamiento. Tras las ganancias logradas en 2004, las acciones norteamericanas mostraban una

cierta sobrevaloración respecto a otros mercados. Otro factor diferencial han sido las sucesivas elevaciones del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal a lo largo del año, que han lastrado las bolsas. De esta forma, en la cuarta semana de octubre los principales índices bursátiles estadounidenses se situaban por debajo de la par del ejercicio.

Por sectores, el energético, a causa mayormente de las revalorizaciones de las petroleras por la escalada del precio del crudo, y las compañías de servicios públicos registraron importantes plusvalías sobre diciembre. En el lado contrario, las sociedades de telecomunicaciones, de consumo cíclico y de materiales presentaban minusvalías en lo que va de año.

El índice DJ Eurostoxx 50, que incluye a las mayores empresas de la eurozona, el día 4 de octubre marcó la cota máxima desde mayo de 2002, con una plusvalía acumulada del 17,4%. La bajada del euro en el decurso del año, el mantenimiento de los tipos de interés del Banco Central Europeo en niveles muy reducidos y unos fuertes aumentos de los beneficios de las empresas europeas dieron alas a los mercados bursátiles del continente. A pesar de las correcciones de octubre, la mayoría de los principales mercados de la eurozona mostraban considerables ganancias en la cuarta semana del mes, encabezados por las plazas de Madrid y París.

En cuanto a la bolsa española, el índice IBEX 35 registró el máximo de los últimos cinco años el día 4 de octubre, gra-

Los principales índices norteamericanos se sitúan por debajo de la par del ejercicio...

...mientras que las bolsas europeas siguen acumulando sustanciales ganancias sobre diciembre...

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

30-09-2005

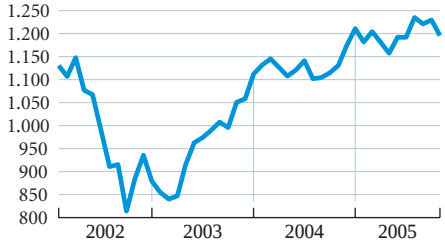
	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	*Cotización a 25-10-05*	
					% variación acumulada	*% variación sobre la misma fecha de 2002*
Nueva York						
Dow Jones	*10.568,7*	*0,8*	*–2,0*	*4,8*	*–3,8*	*22,9*
Standard & Poor's	*1.228,8*	*0,7*	*1,4*	*10,2*	*–1,3*	*33,3*
Nasdaq	*2.151,7*	*0,0*	*–1,1*	*13,4*	*–3,0*	*58,5*
Tokio	13.574,3	9,4	18,2	25,4	15,6	*52,2*
Londres	5.477,7	3,4	13,8	19,8	7,6	*27,9*
Zona del euro	3.428,5	5,0	16,2	25,8	11,6	*34,0*
Francfort	*5.044,1*	*4,4*	*18,5*	*29,6*	*14,5*	*57,1*
París	*4.600,0*	*4,6*	*20,4*	*26,4*	*15,1*	*43,8*
Amsterdam	*403,0*	*3,4*	*15,8*	*24,4*	*11,7*	*17,6*
Milán	*26.846,0*	*4,5*	*14,1*	*27,6*	*6,5*	*44,6*
Madrid	*10.813,9*	*8,0*	*19,1*	*34,7*	*15,4*	*72,0*
Zurich	6.898,9	5,9	21,2	26,2	21,9	*40,5*
Hong Kong	15.428,5	3,5	8,4	17,6	1,4	*48,4*
Buenos Aires	1.694,8	7,2	23,2	48,3	14,7	*255,1*
São Paulo	31.583,0	12,6	20,6	35,9	12,6	*194,6*

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.

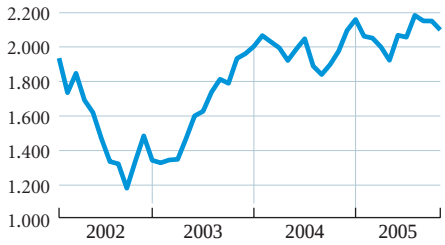
BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes

Nueva York (Standard & Poor's 500)

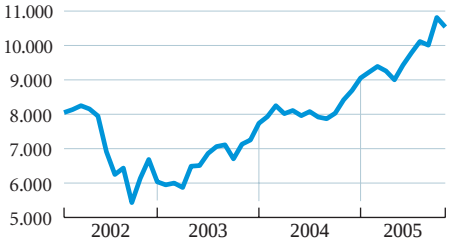


Índice Nasdaq de Estados Unidos



Zona euro (DJ Eurostoxx 50)

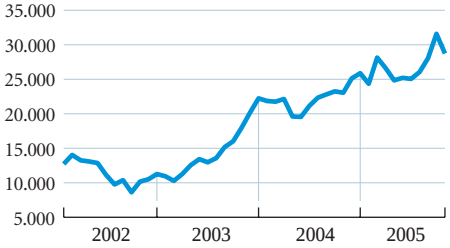
Madrid (IBEX 35)



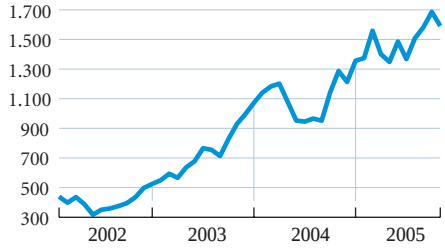
Londres (Financial Times 100)

Tokio (Nikkei 225)

São Paulo (Bovespa)



Buenos Aires (Merval)



NOTA: Octubre 2005, día 25.

FUENTE: Thomson Financial Datastream.

cias a unos favorables resultados empresariales. Luego cedió en cierto grado, pero, con todo, en la cuarta semana de octubre este índice mostraba alzas sobre diciembre del 15%. Cabe señalar que en la última semana del mes únicamente 7 de las 35 acciones del índice selectivo se colocaban por debajo del nivel del comienzo del ejercicio.

Fuera del área del euro, el índice Financial Times 100 de la Bolsa de Londres registró la cota máxima desde agosto de 2001 al inicio de octubre. El índice SMI de la bolsa suiza presentaba un alza sobre diciembre superior al 21%, a pesar de las correcciones de octubre. Por otro lado, el día 4 de octubre el índice Nikkei 225 de la bolsa japonesa anotó el nivel máximo desde mayo de 2001 impelido por la mejora de las perspectivas económicas. Después de los descensos posteriores todavía mostraba unas revalorizaciones acumuladas de dos dígitos.

...así como la bolsa japonesa.

Por lo referente a los mercados emergentes, algunos, como India, Corea del Sur, Brasil y Argentina marcaron máximos históricos al principio de octubre, reflejando la buena coyuntura económica actual y los flujos de capitales internacionales que se dirigen hacia estos mercados. De este modo, muchos mercados bursátiles emergentes lograban cuantiosas ganancias en los diez primeros meses del año.

Algunos mercados emergentes como India, Corea del Sur, Brasil y Argentina anotan máximos históricos al comienzo de octubre, pero luego retroceden.

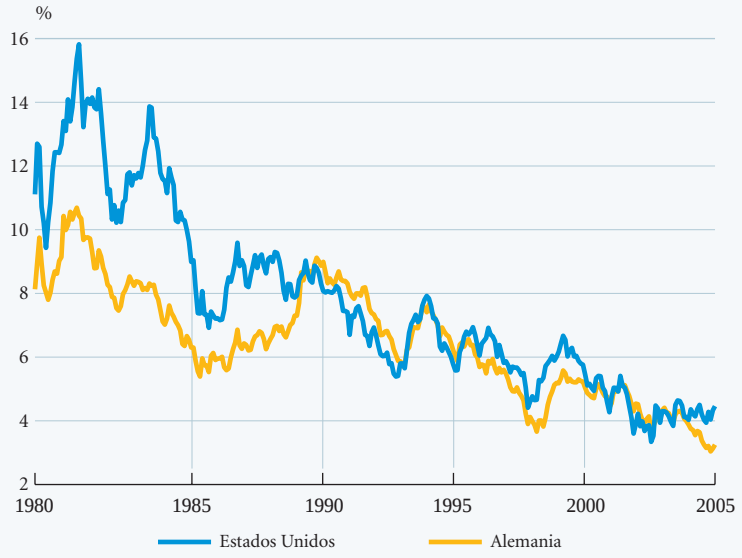
El misterio de los tipos de interés

Cuando la Reserva Federal inició el giro restrictivo de su política monetaria en junio de 2004 la rentabilidad de los bonos a 10 años del Tesoro de Estados Unidos se situaba en el 4,6%. Desde entonces, el tipo de referencia de la Fed ha subido desde el 1% al 3,75%, es decir, ha experimentado un incremento de 275 puntos básicos. Pues bien, en la tercera semana de octubre de 2005 el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericanos se sitúa en el 4,5%, ligeramente por debajo del inicio del movimiento contractivo de política monetaria. Esto es anómalo, pues normalmente los tipos de interés a largo plazo suben cuando empiezan a elevarse los tipos de interés a corto plazo. El mismo presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, admitió que el comportamiento de los bonos a largo plazo era un enigma. En la eurozona, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública todavía se colocan en niveles más bajos, habiendo marcado los alemanes la cota mínima de las últimas décadas en la cuarta semana de septiembre.

¿Qué es lo que explica esta extraña evolución? Cabe recordar que después de los choques petrolíferos de los años setenta, los rendimientos de los bonos públicos subieron mucho, como se puede observar en el gráfico adjunto. Los bancos centrales debieron emplearse a fondo para romper las expectativas inflacionistas en la década de los ochenta mediante políticas monetarias restrictivas. Gracias al proceso desinflacionista de los ochenta y de los noventa, las tasas de inflación disminuyeron hasta niveles muy reducidos (véase el gráfico adjunto) y los bancos centrales ganaron credibilidad, acrecentada al adquirir una mayor independencia.

LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO SE COLOCAN EN NIVELES MUY BAJOS

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



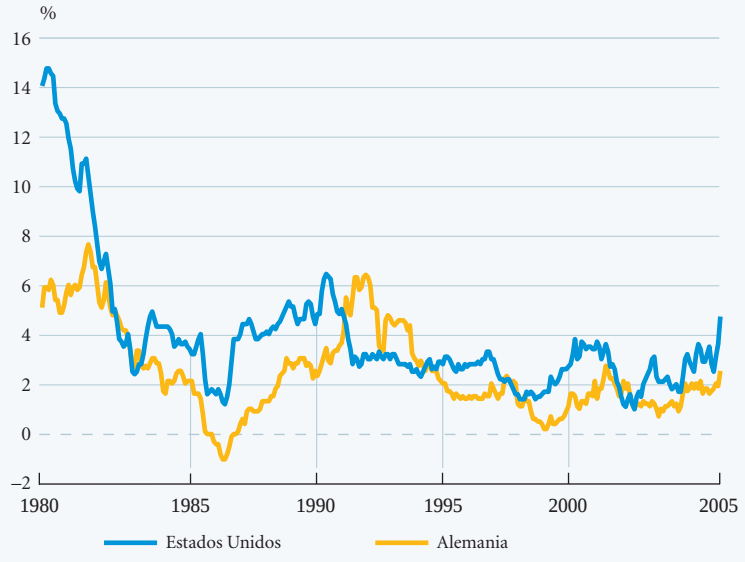
NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 20 de octubre.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

Evidentemente, éste es un factor que ha contribuido al mantenimiento de los rendimientos de los bonos en niveles bajos al contener las expectativas de inflación y disminuir la prima por riesgo de inflación al reducirse la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios. Pero por sí solo no explica del todo los reducidos niveles actuales. Otra causa está en el hecho de que en los últimos años se ha producido una fuerte expansión de las re-

servas exteriores internacionales, especialmente por parte de países asiáticos con monedas ligadas al dólar. Buena parte de estas reservas están materializadas en bonos del Tesoro de Estados Unidos. Las grandes compras de bonos norteamericanos por parte de los bancos centrales asiáticos han contribuido a deprimir los rendimientos de estos títulos. Por otra parte, también parece existir un exceso de ahorro global en relación con la demanda de inversión, lo que presionaría a la baja los tipos de interés a largo plazo.

LA INFLACIÓN TAMBIÉN SE SITÚA EN NIVELES BAJOS

Variación interanual del IPC



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

Sin duda, un factor importante lo constituyen las expectativas de inflación. Éstas, midiéndolas por la diferencia entre los rendimientos nominales de los bonos y los que están indiciados con la inflación, aparecen contenidas, aunque últimamente están tendiendo moderadamente al alza. Un fenómeno que ha contribuido significativamente a la atenuación de la inflación es la intensificación de la competencia global, con importaciones de productos procedentes de países con costes laborales bajos. Con todo, el exceso de liquidez ha provocado una fuerte subida de algunos activos reales, como la vivienda.

Por otro lado, en los últimos años los inversores institucionales, como fondos de pensiones y compañías de seguros, han tendido a aumentar la participación en sus carteras de los bonos, con lo que su demanda ha aumentado, sus precios han tendido a subir, y, por consiguiente, sus rentabilidades, que se mueven en sentido contrario a los precios, han tendido a bajar.

Aunque ahora parece que la tendencia bajista de los rendimientos de los bonos se ha roto, podemos preguntarnos qué elementos de los mencionados propician realmente un cambio de tendencia. Probablemente los precios del petróleo tenderán a subir en los próximos años por problemas estructurales, lo que puede incidir en las expectativas de inflación. El exceso de ahorro también se puede reconducir una vez que con la recuperación económica aumente la demanda de inversión. No obstante, los otros elementos parecen más permanentes. Por ello, nuestras previsiones son de una moderada subida de los rendimientos de los bonos, pero, por supuesto, sin llegar a los niveles de los ochenta. De todos modos, el comportamiento de los bonos seguirá siendo un misterio.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

La economía española mantiene un alto ritmo expansivo, aunque podría haber empezado a tocar techo.

En la industria, el buen dato de agosto no oculta la delicada situación que viven algunos sectores (el textil, la electrónica y la industria automovilística, entre otros).

Continúa la expansión, pero los desequilibrios no ceden

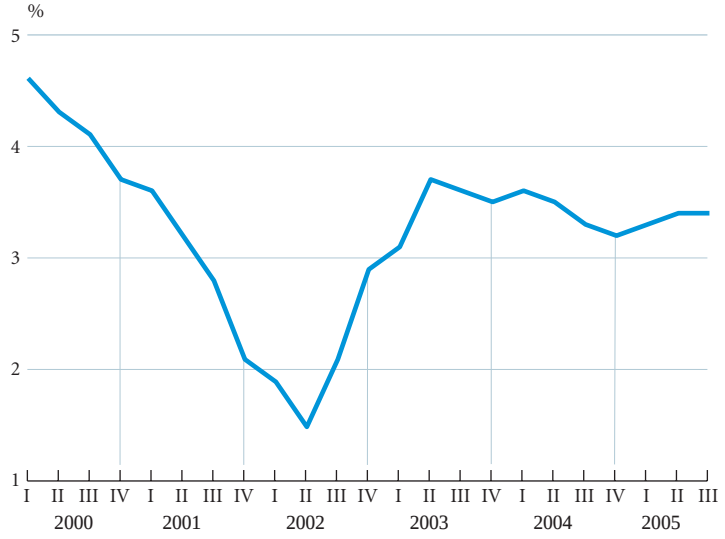
La economía española mantuvo una velocidad de crucero considerable durante el tercer trimestre de 2005, de acuerdo con la evolución de los principales indicadores de actividad. A la espera de que los datos de la contabilidad nacional lo confirmen, la información disponible hasta el momento apunta a un crecimiento estable de la actividad en los últimos meses. Podemos verlo en el gráfico siguiente, que muestra la evolución del indicador sintético de actividad (elaborado por el Ministerio de Economía y Hacienda a partir de un amplio conjunto de indicadores).

¿Es posible afirmar entonces que la aceleración de la actividad ha tocado techo? Con la debida cautela, sí. Salvo un giro inesperado en las tendencias actuales, se podría entrar en los próximos meses en una senda de mayor moderación, que en su vertiente más positiva contribuiría a aliviar la presión sobre los fuertes desequilibrios que sufre actualmente la economía española (la tasa de inflación ha saltado por encima de la barrera del 3,5% y el déficit corriente ha batido todos los récords durante los siete primeros meses del año).

En este contexto, la industria ofreció en agosto la primera señal positiva en mucho tiempo. En efecto, el índice de producción industrial registró un crecimiento interanual del 3,2% en dicho mes (teniendo en cuenta los ajustes de calendario), rompiendo de este modo la tendencia regresi-

EL CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD TIENDE A ESTABILIZARSE

Variación interanual del indicador sintético de actividad



NOTA: Serie de ciclo-tendencia.
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

va anterior. No obstante, hay que valorar con prudencia este dato porque se refiere a un mes caracterizado por la baja actividad estacional. Lo que no ha variado en absoluto es la delicada situación de algunas ramas industriales, entre ellas, las textiles, confección y peletería y la industria electrónica, con descensos acumulados en todas ellas cercanos al 10% interanual, por término medio, hasta agosto. Por su especial significación, hay que destacar también el descenso de casi el 6% del índice correspondiente a vehículos a motor durante estos ocho meses.

El aumento de la utilización de la capacidad de producción industrial, que sobrepasó el 81% durante el tercer trimestre, valor históricamente muy elevado, es un dato que no admite una interpretación sencilla en las actuales circunstancias. En principio, podría apuntar hacia una actitud prudente de las empresas en lo referente a la ampliación de su capacidad productiva. De momento, el signo más positivo es la leve mejoría de la cartera de pedidos señalada por la encuesta de la Comisión Europea, aunque está por ver si hallará confirmación en los próximos meses.

Por el contrario, la construcción continúa mostrando un considerable dinamismo, tal como señalan la mayoría de indicadores, entre ellos, el consumo de cemento, y

INDICADORES DE OFERTA

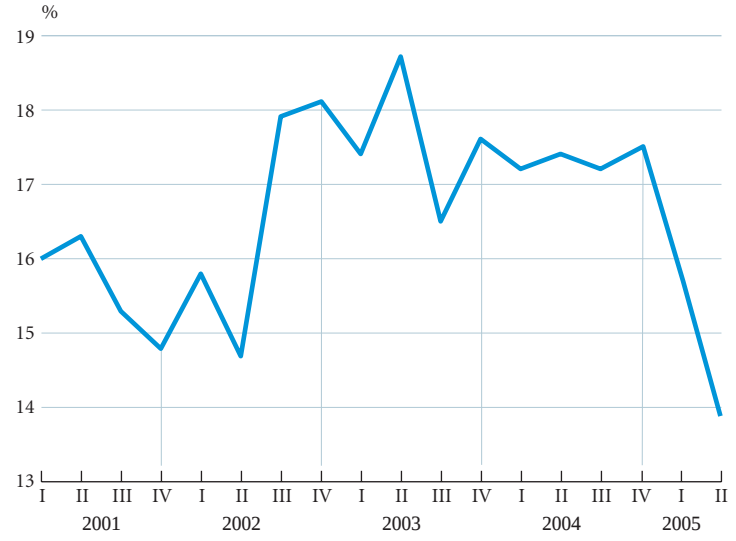
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	5,4	3,3	3,0	2,4	5,2	4,0	4,7	4,1	1,2
Índice de producción industrial (2)	1,4	1,6	2,2	0,4	0,3	0,1	–0,5	3,2	...
Indicador de confianza en la industria (3)	–0,9	–2,5	–2,7	–2,3	–3,3	–7,0	–5,0	–5,0	–4,0
Utilización capacidad productiva (4)	79,1	79,8	80,5	80,5	79,4	79,5	–	81,1	–
Importación bienes interm. no energ. (5)	6,2	6,6	6,0	4,7	0,7	3,6	–5,6	4,3	...
Construcción									
Consumo de cemento	4,8	3,8	3,7	3,9	–0,2	11,1	–3,3	13,3	0,9
Indicador de confianza en la construcción (3)	10,3	13,6	16,0	24,0	23,7	15,0	17,0	25,0	26,0
Viviendas (visados obra nueva)	21,4	8,0	14,9	0,5	3,7	7,6	–11,0	4,2	...
Licitación oficial	–10,9	17,9	65,5	37,7	5,8	37,0	–30,4	17,3	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	5,7	5,5	4,4	5,5	4,1	5,4	1,8	6,3	...
Turistas extranjeros	–1,0	1,6	–1,5	10,0	7,4	4,6	7,7	5,5	8,3
Ingresos turismo	4,4	3,8	5,2	8,5	–0,8	–0,3	7,9	...	...
Mercancías ferrocarril (Tm-km)	1,7	–3,5	–8,5	–16,7	–14,3	–4,7	–10,5	–4,1	...
Tráfico aéreo pasajeros	7,5	7,9	6,6	8,3	8,4	8,5	11,8	8,6	10,2
Consumo de gasóleo automoción	7,5	7,2	9,0	5,7	2,5	7,5	1,7	...	...

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.

SE MODERA EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LAS VIVIENDAS

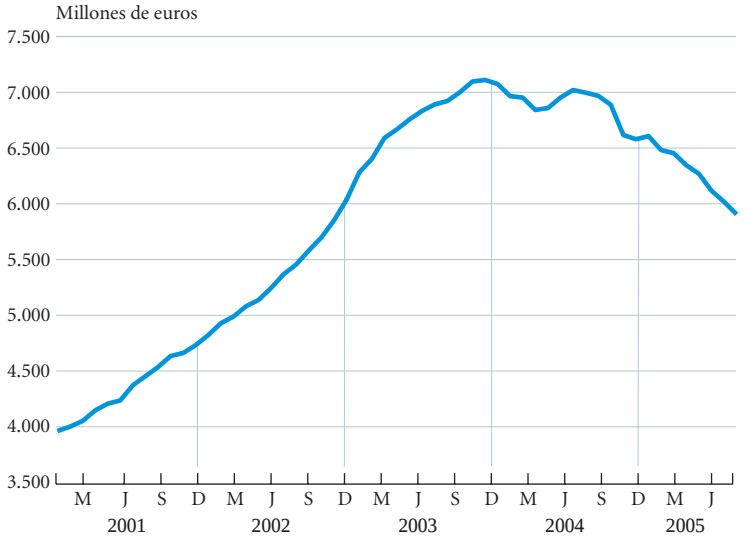
Variación interanual del precio medio por m² de la vivienda libre (*)



NOTA: (*) Nueva metodología desde el primer trimestre de 2005.
FUENTES: Ministerio de la Vivienda y elaboración propia.

SE DESACELERA LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN INMUEBLES EN ESPAÑA

Suma acumulada de los últimos doce meses



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

la persistencia de altos índices de confianza en el sector. De todos modos, aunque la construcción de viviendas sigue en auge, empiezan a percibirse en el sector inmobiliario algunos signos de agotamiento del «boom» vivido en los últimos años. Atendiendo a la evolución de los precios, que es una señal inequívoca del pulso del sector, se observa últimamente una mayor moderación en el ritmo de ascenso, tal como puede apreciarse en el gráfico adjunto. Otro hecho significativo es la desaceleración de la inversión extranjera, que es uno de los factores que ha alimentado en el pasado el «boom» aludido.

En cuanto a los servicios, el tono es en general positivo, con las tecnologías de la información y la comunicación, los servicios a empresas y el comercio situados entre los sectores más dinámicos. También el turismo, de capital importancia en el conjunto de la economía española, está teniendo un comportamiento bastante más positivo de lo que se auguró al inicio de la temporada. El turismo interior continúa creciendo a un ritmo muy notable y el flujo de visitantes extranjeros ha aumentado también considerablemente (la expansión de las compañías aéreas de bajo coste ha jugado indudablemente a favor de ello), pero eso sí, tendiendo a una mayor contención del gasto y al recorte de la estancia media.

La moderación de la escalada de los precios de las viviendas y la desaceleración de la inversión extranjera podrían marcar los inicios de una fase menos dinámica en el sector inmobiliario.

Para completar el panorama actual de la economía española, cabe añadir, desde la perspectiva de la demanda, que tanto el consumo privado como la inversión continúan creciendo a un ritmo sostenido, sin que exista razón alguna para que esta evolución se tuerza a corto plazo. El único motivo de inquietud es la persistencia de los elevados precios del petróleo. De momento, el impacto sobre la actividad ha sido bastante moderado, ya que los factores que impulsan a la economía española han contrarrestado los efectos negativos del alza del crudo. Sin embargo, si las ten-

La elevación de los precios del petróleo no causa de momento perjuicios visibles a la actividad económica española, pero si la situación se prolonga, el potencial de crecimiento (junto a los precios) podría verse finalmente afectado.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	0,2	–0,2	0,1	0,1	0,1	1,1	0,9	4,4	...
Importación de bienes de consumo (**)	10,9	13,4	9,7	8,3	6,5	8,4	4,4	10,5	...
Matriculaciones de automóviles	3,8	9,8	5,3	4,7	–0,0	4,9	–2,8	9,5	4,6
Crédito al consumo de bienes duraderos	1,6	5,5	4,4	9,2	8,8	...	–	–	–
Indicador de confianza de los consumidores (***)	–13,7	–10,8	–11,7	–10,3	–9,7	–11,3	–11,0	...	...
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	0,6	1,8	4,7	–1,7	–0,8	0,6	–3,9	4,1	...
Importación de bienes de equipo (**)	14,8	14,9	19,2	29,0	28,6	36,0	–8,0	44,3	...
Matriculación de vehículos industriales	13,5	11,7	9,4	9,4	9,2	18,0	10,3	22,4	11,8
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	8,8	9,8	8,9	9,0	5,7	9,0	–2,7	11,1	...
Exportaciones	6,9	5,2	6,7	4,3	–3,1	2,5	–6,0	5,2	...

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.

Tanto el consumo como la inversión están creciendo en conjunto a un ritmo muy estable en los últimos meses, destacando el fuerte tirón de las importaciones.

siones sobre los precios de los carburantes no se moderan, el potencial de crecimiento y los precios (los componentes más estables del IPC) podrían verse afectados en mayor o menor medida en los próximos meses.

En cuanto al consumo, el conjunto de indicadores apunta hacia un crecimiento global relativamente estable, aunque con evoluciones muy dispares entre ellos. Así, por ejemplo, las matriculaciones de automóviles de turismo aumentaron un 2,3% interanual durante el tercer trimestre, ritmo inferior al del trimestre precedente, aunque en cifras absolutas los valores registrados continúan siendo los más elevados de toda la historia. En cambio, el comercio minorista presentó un buen dato en agosto, con un aumento interanual, en precios constantes, cercano al 3% (superior al 4,5% en las grandes superficies), rompiendo la tónica mediocre de meses anteriores.

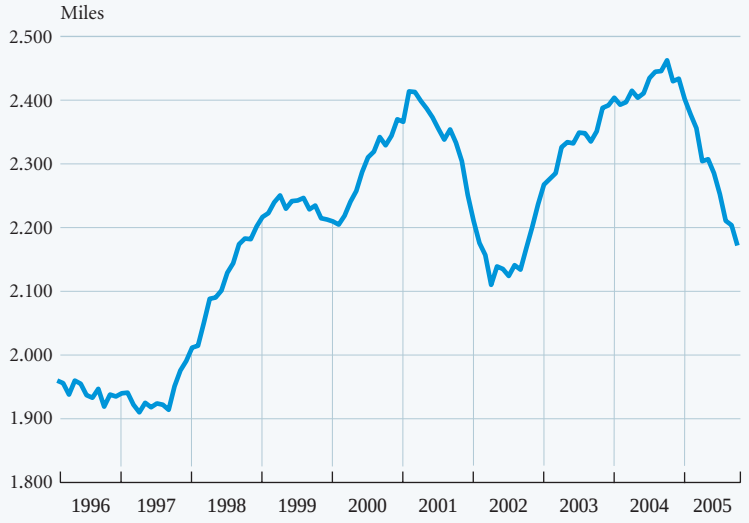
Por último, en lo referente a la inversión en bienes de equipo, el ritmo de avance de casi todos los indicadores continúa siendo muy alto, pero se ha frenado la fuerte aceleración anterior. En este capítulo, el dinamismo de las importaciones, que aumentaron por encima del 27% durante los ocho primeros meses, contrasta con el estancamiento de la producción interior.

La industria automovilística española, en la encrucijada

El sector de la automoción, considerado hasta hace poco el buque insignia de la industria española, no pasa ciertamente ahora por uno de sus mejores momentos. En efecto, durante los primeros nueve meses del año, la producción de vehículos en España acumuló un descenso de casi el 10%, con respecto al mismo periodo del año anterior. Y si nos ceñimos a los turismos, el renglón de mayor volumen (más de tres cuartas partes de la producción total), la caída fue todavía mayor, con un descenso superior al 12,5% (unas 200.000 unidades menos que en 2004).

CAE LA PRODUCCIÓN DE AUTOMÓVILES DE TURISMO EN ESPAÑA

Número de automóviles producidos. Acumulado de los 12 últimos meses



FUENTES: ANFAC, Banco de España y elaboración propia.

¿Se trata de una situación transitoria o es el reflejo de una crisis de mayor calado? En realidad, las causas son de índole muy diversa: la debilidad de la demanda exterior es uno de los motivos principales, pero, como telón de fondo, está el exceso de capacidad de la industria automovilística mundial en el nuevo marco competitivo actual, caracterizado por la presión de la oferta del bloque asiático. Tal como puede apreciarse en el gráfico siguiente, la cuota de producción conjunta de la Unión Europea (UE 15), Estados Unidos y Japón se ha reducido en cerca de 10 puntos porcentuales en los últimos cinco años, en beneficio principalmente de los países emergentes de Asia. España no ha podido rehuir tampoco esta tendencia, registrando una pérdida de cuota de casi medio punto porcentual en el periodo considerado.

La caída de las exportaciones españolas de automóviles de turismo (superior al 12,5% hasta septiembre) responde en parte al estancamiento de nuestros principales mercados de destino, ¡pero atención que el retroceso es muy superior al que puede haber provocado la contención de la demanda! Hay que señalar al respecto que, durante los nueve primeros meses de 2005, el aumento de las matriculaciones de turismos en la UE 15 fue muy limitado (no llegó al 1% interanual), pero mantuvo todavía el signo positivo, en contraste con la disminución de nuestras ventas al exterior. Sin duda que la especialización de la industria automovilística española en segmentos de gamas media y baja hace que tenga una mayor sensibilidad a las oscilaciones del mercado, como ya se ha puesto de relieve en anteriores ocasiones, pero dicho efecto se ha revelado esta vez con mayor intensidad. En

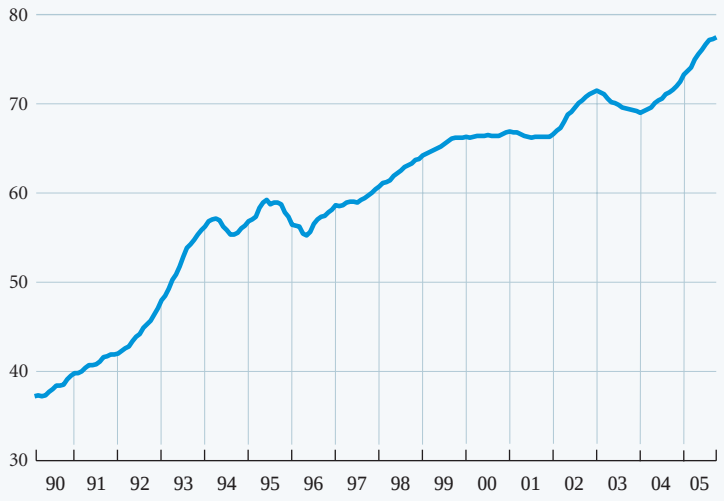
PRODUCCIÓN MUNDIAL DE VEHÍCULOS. UNIDADES

Cuota por áreas geográficas

	% sobre la producción total		
	1999	2004	Diferencia
UE 15	**31,0**	**26,3**	**–4,8**
Alemania	10,1	8,7	–1,4
Francia	5,4	5,7	0,3
España	5,1	4,7	–0,4
Resto de países	10,5	7,2	–3,3
NAFTA	**30,7**	**25,3**	**–5,4**
Estados Unidos	23,1	18,7	–4,4
Canadá y México	7,6	6,7	–0,9
Bloque asiático	**29,4**	**37,5**	**8,2**
Japón	17,6	16,4	–1,2
China	3,2	7,9	4,7
Corea del Sur	5,0	5,4	0,4
Resto de países	3,6	7,8	4,3
Otros países	**8,9**	**10,8**	**2,0**
TOTAL	**100,0**	**100,0**	

AUMENTA LA PROPORCIÓN DE TURISMOS IMPORTADOS EN ESPAÑA

Porcentaje de las importaciones sobre el total de matriculaciones



FUENTES: ANFAC, Banco de España y elaboración propia.

medios del sector se considera que la madurez de algunos modelos, que ya están al final de su ciclo comercial, ha podido contribuir también a este mal resultado.

En el mercado interior, la demanda continúa boyante, pero la tendencia de los últimos años apunta también hacia una progresiva pérdida de cuota de la industria nacional (en la actualidad, se importa casi el 80% de los turismos matriculados, el doble que en los inicios de la década anterior). Todo ello, en fin, compone un cuadro que es ciertamente complejo. Para ceñirnos sólo a los últimos días, en Estados Unidos –con una economía muy flexible que facilita los procesos de ajuste– General Motors ha pactado con los sindicatos un recorte del 25% de las prestaciones sociales y ha anunciado el despido de 25.000 empleados; Ford ha entrado en pérdidas y prepara un amplio plan de reestructuración que incluye cierres significativos de fábricas y supresión de empleos. En España, SEAT amenaza con un expediente de regulación de empleo (menos traumático, desde luego, que los simples despidos) si no se recortan la jornada laboral y los salarios en un 10%...

Sin pecar de alarmismo, habrá que seguir con atención la evolución de este sector, del que, no hay que olvidarlo, depende uno de cada diez puestos de trabajo y aporta cerca del 6% del PIB. Aunque, según la opinión más extendida, las 18 fábricas instaladas en España gozan de un nivel tecnológico y competitivo adecuado, sería necesario reconsiderar determinados aspectos como la flexibilidad laboral, la fiscalidad, la formación profesional y la inversión en investigación, desarrollo e innovación para asegurar un futuro sin mayores contratiempos.

Mercado de trabajo

El empleo mantiene un tono positivo tras la temporada veraniega

El empleo presenta un crecimiento estable y sostenido a final del tercer trimestre.

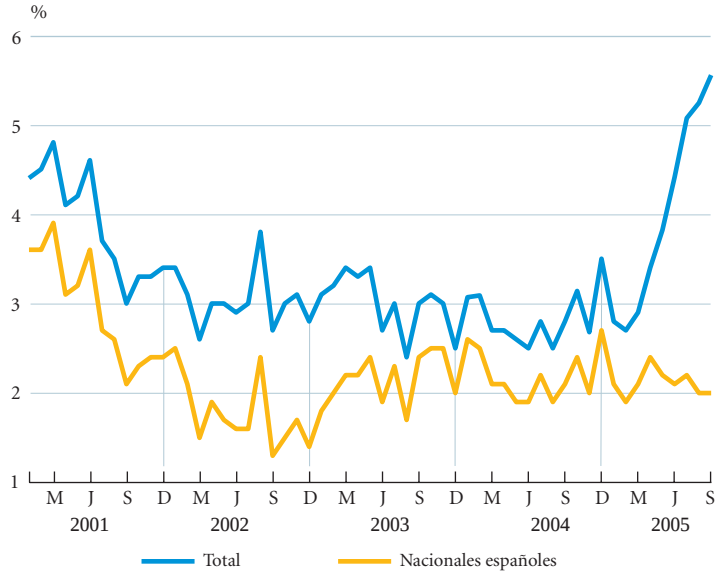
El mercado de trabajo continuó aparentemente con un tono favorable en los compases finales del tercer trimestre a tenor de la información dimanante de las altas a la Seguridad Social. No obstante, el proceso de regularización de empleo entre los ciudadanos extranjeros distorsiona de manera significativa este indicador que, por sí mismo, muestra un crecimiento espectacular, un 5,6%, y superior al de meses anteriores.

El proceso de regularización de trabajadores extranjeros toca a su fin.

Aislar con exactitud el efecto del proceso de regularización no es, por el momento, posible a tenor de la información disponible. No obstante, puede estimarse que el ritmo de aumento de la afiliación quedaría entre un 2,8% y un 3,5% descontando las altas que no son creación de empleo sino afloración del preexistente. En efecto, una vez culminada la regularización, pueden llegar a darse de alta en el régimen de la Seguridad Social 474.477 extranjeros que ocupaban un empleo con carácter irregular. Hasta el 27 de julio, los expedientes resueltos positivamente, es decir, que han finalizado con un alta en la Seguridad Social eran 352.522. Por lo que se refiere a los expedientes restantes (algo más de 120.000) se desconoce todavía la incidencia sobre las altas de agosto y septiembre, de por sí aparentemente muy elevadas.

LA REGULARIZACIÓN DE EXTRANJEROS DISTORSIONA LAS CIFRAS DE AFILIACIÓN

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



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

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

Una visión más aproximada de la tendencia, aunque sesgada a la baja, la ofrecen las altas de trabajadores españoles. En septiembre el ritmo de avance de los afiliados de este colectivo quedó en el 2,0%, algo por debajo de los meses centrales del año pero mostrando una notable estabilidad respecto a los registros durante todo el año. De ahí que pueda juzgarse como positiva la evolución del empleo en los últimos meses.

La tónica favorable del mercado de trabajo queda corroborada también por las contrataciones registradas a través de las oficinas del Servicio Público de Empleo. En el conjunto de los nueve primeros meses, los contratos registrados aumentaron un 3,4%, con un tono más positivo de los indefinidos que de los temporales, pese a ser éstos mayoría. El trabajo a tiempo parcial, por su parte, continuó siendo la fórmula de contratación que gozó de un mayor crecimiento, un 6,9% interanual, y llegó a representar el 22,7% de las colocaciones.

El paro registrado continúa con tendencia al leve descenso

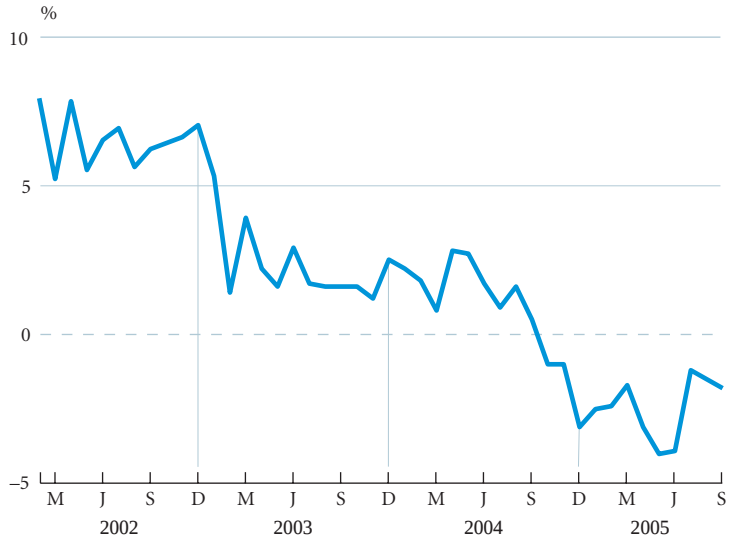
Se mantiene la favorable tendencia del paro registrado finalizado el verano.

El tono favorable del mercado laboral se aprecia también en las cifras de paro registrado. En septiembre, el número de inscritos en las oficinas del Servicio Público de Empleo disminuyó moderadamente, lo que supuso un cambio respecto al habitual aumento en ese periodo en los últimos años. De este modo, el paro registrado, 2.013.286 a final de mes, quedó un 1,8% por debajo del año anterior.

Pese a esta mejora, el balance acumulado del año fue algo menos favorable que el de los nueve primeros meses de 2004, el mejor de la década actual. El notable incremento del paro agrario y el comportamiento del desempleo industrial, con un descenso muy inferior al del pasado

PARO REGISTRADO: SIGUE LA MEJORA EN SEPTIEMBRE

Variación interanual en porcentaje del paro registrado



FUENTES: Servicio Público de Empleo y elaboración propia.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Septiembre 2005

	Parados	Variación sobre diciembre 2004		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	60.744	10.452	20,8	11.564	23,5	3,0
Industria	290.639	–12.943	–4,3	–5.789	–2,0	14,4
Construcción	218.645	–34.054	–13,5	–11.419	–5,0	10,9
Servicios	1.207.863	–56.922	–4,5	–16.302	–1,3	60,0
Primer empleo	235.395	–5.962	–2,5	–15.281	–6,1	11,7
Por sexos						
Hombres	784.260	–93.760	–10,7	–37.963	–4,6	39,0
Mujeres	1.229.026	–5.669	–0,5	735	0,1	61,0
Por edades						
Menores de 25 años	263.228	–5.585	–2,1	–6.283	–2,3	13,1
Resto de edades	1.750.058	–93.844	–5,1	–30.945	–1,7	86,9
TOTAL	**2.013.286**	**–99.429**	**–4,7**	**–37.227**	**–1,8**	**100,0**

FUENTES: INEM y elaboración propia.

año, explica la mayor parte de la diferencia. En la construcción y servicios, el descenso acumulado del desempleo se aproximó algo más al del ejercicio precedente aunque sin alcanzar su magnitud.

Por comunidades autónomas, la mejora de la situación fue especialmente visible en Madrid, País Vasco y Baleares, donde el nivel de desempleo quedó sensiblemente por debajo del año precedente.

Algo menos intensa, pero también apreciable, fue la acentuación de la caída del desempleo en Castilla y León, Galicia y Cataluña. Por el contrario, se aprecia un deterioro del desempleo en Extremadura, Andalucía, Aragón y Castilla-La Mancha, regiones donde el sector agrario tiene una importancia relativa mayor que la del resto de la economía española.

Precios

Brusco ascenso del IPC en septiembre

Los precios de la energía empujan al IPC hasta el 3,7% en septiembre.

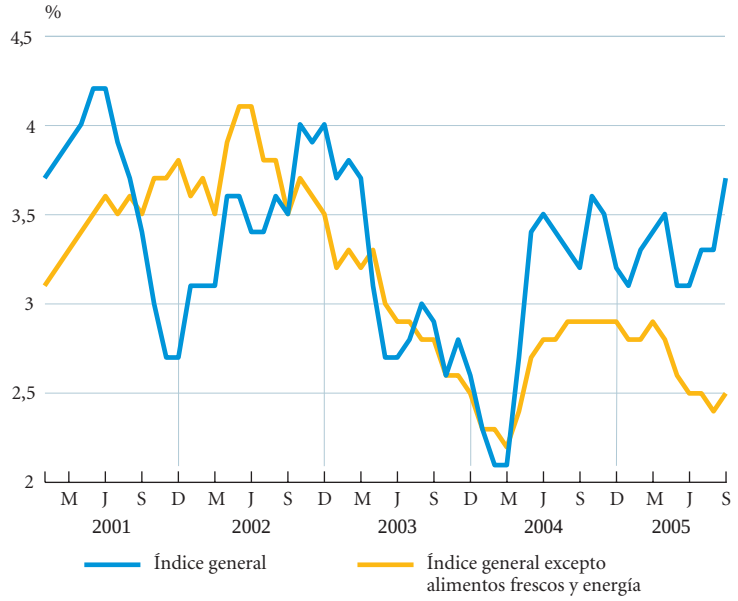
El índice de precios de consumo (IPC) experimentó un notable aumento en septiembre, muy superior al del mismo mes de 2004, lo que supuso un incremento de la tasa interanual de inflación de cuatro décimas porcentuales, hasta el 3,7%, el mayor valor desde principios de 2003. La energía, principalmente, pero también los alimentos frescos, enturbiaron un panorama marcado por una contención relativa de la inflación subyacente, la que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos frescos.

La inflación subyacente no compensa esta vez el alza por el repunte de los precios de los bienes industriales y la resistencia a la baja de los servicios.

La inflación subyacente, que subió una décima de punto para situarse en el 2,5%, se benefició de la estabilidad de los precios de los servicios y de los alimentos elaborados, que siguieron creciendo al mismo ritmo que el mes precedente a pesar, en el segundo caso, del aumento de la imposición indirecta sobre el alcohol y tabaco. Esta estabilidad no constituye, sin embargo, un signo especialmente alentador en la medida en que los precios de los servicios siguen creciendo a tasas muy elevadas, un 3,7% interanual, debido a las alzas de precios en ciertos mercados regulados o de servicios públicos (saneamiento, transporte, etc.) y del escaso nivel de competencia en otros sectores (servicios personales o del hogar) donde la fragmentación del mercado permite repercutir sin dificultades los incrementos de coste, en particular, salarial.

EL IPC EN MÁXIMOS DE TREINTA MESES

Variación interanual del IPC general y de la inflación subyacente



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

CARBURANTES, ALZA INTENSA EN SEPTIEMBRE

Variación interanual del componente de carburantes y combustibles del IPC

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La nota discordante, tras meses de contención, la dieron los precios de los bienes industriales no energéticos, en especial, del vestido, calzado y menaje del hogar, que mostraron una cierta aceleración pese a mantenerse en un crecimiento muy modesto, un 0,9% interanual. El retorno de las familias a la actividad normal tras el periodo vacacional se ha saldado con incrementos de precio superiores a los del año precedente, probablemente por el mantenimiento de un tono favorable del consumo privado.

Las perspectivas del IPC para final de año se acercan al 4%.

Claramente negativo resulta el comportamiento de los precios de los alimentos frescos que, en cierta medida, vinieron a reflejar ciertas tensiones en los precios de origen. Con todo, su crecimiento se mantuvo en cotas relativamente bajas aunque superiores a las de los dos meses precedentes. El mayor desequilibrio provino, no obstante, de la continuidad del alza del precio del petróleo y sus derivados. El incremento de los carburantes se situó ya en un 19,8% interanual afectando decisivamente al alza del índice general.

La subida de la inflación en septiembre supone un ligero cambio respecto al escenario de meses anteriores. El impacto de la subida de los hidrocarburos de los últimos cuatro meses se había visto amortiguado por una leve moderación de la inflación subyacente. En septiembre, esta tendencia a la suave desaceleración del núcleo menos volátil del IPC se ha visto frenada precisamente por una inflexión al alza de los precios de los bienes industriales, consistente tanto con las tensiones detectadas en los precios de origen, tanto

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Septiembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2004	2005	2004	2005	2004	2005
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	117,0	0,0	0,2	2,3	2,1	3,0	2,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	121,4	0,1	0,7	5,6	4,8	5,7	4,7
Vestido y calzado	108,5	3,0	3,4	–7,9	–8,7	2,1	1,2
Vivienda	116,3	0,2	0,4	3,3	5,3	4,0	6,1
Menaje	108,1	0,2	0,4	0,6	1,1	1,5	2,3
Medicina	106,3	0,1	0,1	0,0	0,7	0,2	0,9
Transporte	120,8	0,2	2,2	6,8	9,9	6,0	9,1
Comunicaciones	91,8	–0,1	–0,1	–0,2	–1,4	–1,0	–1,9
Ocio y cultura	103,5	–1,3	–1,3	0,7	0,3	0,5	–0,6
Enseñanza	117,9	0,8	0,7	1,4	1,3	4,0	4,1
Hoteles, cafés y restaurantes	120,6	–0,8	–0,7	3,8	4,0	4,0	4,3
Otros	114,5	0,2	0,2	2,6	2,9	2,9	3,1
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	115,5	0,2	0,2	3,7	2,3	4,3	2,8
Alimentos sin elaboración	121,8	–0,2	0,5	0,9	2,5	1,4	3,4
Conjunto no alimentario	113,5	0,2	0,7	1,8	2,6	3,2	4,0
Bienes industriales	110,1	0,8	1,8	0,3	1,9	2,6	4,2
Productos energéticos	*124,8*	*0,1*	*3,1*	*8,7*	*16,2*	*7,5*	*15,0*
Carburantes y combustibles	*132,6*	*0,1*	*4,2*	*11,4*	*21,5*	*9,7*	*19,8*
Bienes industriales sin productos energéticos	*105,5*	*1,1*	*1,3*	*–2,2*	*–2,4*	*1,0*	*0,9*
Servicios	117,6	–0,4	–0,4	3,4	3,3	3,8	3,7
Inflación subyacente (**)	112,6	0,2	0,3	1,4	1,0	2,9	2,5
ÍNDICE GENERAL	**114,5**	**0,2**	**0,6**	**2,0**	**2,5**	**3,2**	**3,7**

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

EL DIFERENCIAL CON LA ZONA DEL EURO SUBE UNA DÉCIMA

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

interiores como de importación, como con una solidez del consumo amparada en unas condiciones monetarias muy laxas. En suma, las previsiones para fin de año se sitúan ahora muy próximas a un incremento interanual del 4%, un notable desvío respecto al objetivo oficial del 2%.

En septiembre, el impulso alcista de los precios fue algo superior en España que en el conjunto de la Unión, a tenor del índice de precios de consumo armonizado. En efecto, el diferencial se elevó a 1,2 puntos porcentuales por el mayor impacto de los precios del transporte y enseñanza. La ampliación no fue mayor por la contención relativa de los precios de las bebidas alcohólicas y tabaco en España pese a la subida de impuestos.

Los precios en origen muestran alzas sostenidas

Los precios industriales reforzaron su tendencia alcista en septiembre al mantenerse ciertas tensiones en los precios de los productos alimenticios y continuar la presión de los precios de la energía y del resto de bienes intermedios. De este modo, el crecimiento interanual de los precios industriales alcanzó un máximo anual al situarse en el 5,4%. El resto de componentes mostró mayor estabilidad y un comportamiento más moderado.

El diferencial de inflación con la zona del euro se amplía ligeramente.

Los precios de importación continuaron también afectados por el precio del petróleo, y su crecimiento interanual acumulado subió hasta quedar en una media del 4,9% para los siete primeros meses del año, casi cinco puntos más que en el mismo periodo de 2004. Este impulso no provino exclusivamente de la energía, sino que también se vio favorecido por las tensiones en el resto de bienes intermedios industriales. Menos preocupante fue el comportamiento de los bienes de consumo, aunque el aumento medio de sus precios, un 1,2%, contrasta con el descenso que experimentaban en 2004.

Los bienes intermedios, los alimentos y la energía llevan los precios industriales a máximos anuales.

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	
2004											
Julio	11,2	4,1	2,8	1,6	5,3	7,2	3,8	5,0	–9,8	6,4	–
Agosto	–5,4	4,4	2,2	1,7	5,7	9,0	6,8	4,4	–1,8	9,9	4,1
Septiembre	–10,4	4,6	2,1	1,6	5,9	11,0	5,4	0,8	–3,1	9,6	–
Octubre	–5,1	5,4	2,3	1,8	6,2	14,2	5,2	1,7	–7,3	9,7	–
Noviembre	–0,4	5,2	2,2	1,5	6,3	12,6	4,6	1,8	–3,0	7,5	4,1
Diciembre	2,5	5,0	2,8	1,6	6,2	10,6	5,8	4,2	–3,7	9,4	–
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	4,3
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	4,2
Junio	–11,9	4,4	2,2	2,1	3,1	13,5	5,3	3,6	–1,3	7,7	–
Julio	5,2	4,6	2,0	1,9	3,0	15,7	8,2	0,6	10,4	11,7	–
Agosto	...	4,9	2,5	1,8	2,9	16,3	...	...	...	...	...
Septiembre	...	5,4	2,6	1,8	3,2	17,9	...	...	...	...	–

NOTA: (*) Datos brutos corregidos.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y elaboración propia.

Empeora la situación para los precios de importación y los agrarios.

Los precios agrarios tuvieron un comportamiento desfavorable en julio, aunque en términos interanuales siguieron presentando un retroceso. El empeoramiento de la situación continuará probablemente hasta fin de año, en la medida en que será difícil mejorar los registros del segundo semestre de 2004. Con todo, el incremento medio de los precios agrarios hasta julio se mantiene en un modesto 2,3%, registro algo más favorable que el del mismo periodo del año anterior.

Sector exterior

El déficit comercial prosigue su escalada

El déficit comercial siguió aumentando en agosto y alcanzó los 49.592 millones de euros en los ocho primeros meses del año, un 33,6% por encima de 2004. La apreciable recuperación de las exportaciones en agosto no evitó el deterioro del saldo exterior a causa de la continuidad del crecimiento intenso de las importaciones.

La recuperación de las exportaciones en agosto no ha alterado el balance acumulado del año. En efecto, el crecimiento de las ventas al exterior en los ocho primeros meses de 2005 quedó en un 3,9%, algo más de dos puntos por debajo del mismo periodo del año anterior. Además, este crecimiento se debió en su totalidad al factor precio, pues el volumen exportado fue inferior en un 0,5% al del pasado año. La caída de la exportación se concentra en la Unión Europea (UE), en contraste con el mercado de países terceros, que creció en conjunto un 3,1% real, alentado por el dinamismo de países como China o algunos países del Este y por la mejora del nivel de

Una exportación renqueante, sumada al dinamismo de la importación, ensancha el déficit comercial.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-agosto 2005

	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	20.251	39,0	13,6	3.834	18,3	3,9	–16.417	18,9
Bienes de consumo	42.360	8,6	28,5	37.709	–1,7	38,1	–4.651	89,0
Alimenticios	*8.849*	*5,1*	*6,0*	*12.155*	*2,0*	*12,3*	*3.306*	*137,4*
No alimenticios	*33.511*	*9,2*	*22,6*	*25.554*	*–5,2*	*25,8*	*–7.957*	*76,3*
Bienes de capital	17.082	24,5	11,5	9.049	7,3	9,1	–8.034	53,0
Bienes intermedios no energéticos	68.843	5,9	46,3	48.353	7,0	48,9	–20.490	70,2
Por áreas geográficas								
Unión Europea 15	87.679	6,4	59,0	69.317	2,2	70,1	–18.363	79,1
Zona del euro	76.220	6,2	51,3	57.691	1,8	58,3	–18.529	75,7
Otros países	60.857	21,9	41,0	29.628	8,2	29,9	–31.229	48,7
Rusia	*3.318*	*50,1*	*2,2*	*666*	*16,2*	*0,7*	*–2.651*	*20,1*
EEUU	*5.436*	*11,4*	*3,7*	*3.822*	*3,4*	*3,9*	*–1.614*	*70,3*
Japón	*3.828*	*3,6*	*2,6*	*746*	*–8,6*	*0,8*	*–3.082*	*19,5*
América Latina	*6.764*	*26,7*	*4,6*	*4.748*	*3,4*	*4,8*	*–2.016*	*70,2*
OPEP	*10.684*	*32,1*	*7,2*	*2.653*	*21,1*	*2,7*	*–8.031*	*24,8*
Resto	*30.828*	*19,9*	*20,8*	*16.993*	*9,6*	*17,2*	*–13.835*	*55,1*
TOTAL	**148.537**	**12,2**	**100,0**	**98.945**	**3,9**	**100,0**	**–49.592**	**66,6**

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

El mercado de la UE contrarresta la aceptable progresión de las exportaciones a países terceros.

renta relativo de los productores de petróleo.

El bajo tono de las ventas exteriores resultó claramente palpable en el automóvil y motocicletas, electrodomésticos y manufacturas de consumo, principalmente, calzado y juguete. Por otra parte, también en el ámbito de los bienes de equipo flojearon algunos sectores como la ofimática, constatándose en general caídas de precios. Las ventas exteriores de alimentos, tradicionalmente uno de los pilares de la exportación, también experimentaron una ligera contracción en volumen.

La balanza de pagos sigue sufriendo retrocesos, con números cada vez más rojos.

Las importaciones recuperaron en agosto parte del dinamismo perdido en los dos meses precedentes, y su crecimiento nominal acumulado se elevó al 12,2%, equivalente a un 6,8% en volumen. El notable incremento de precios de las importaciones, un 5,1%, deriva principalmente del alza de los precios del crudo y sus derivados, pues las compras exteriores no energéticas vieron aumentar sus precios un 2,1%. La recuperación de las importaciones en agosto, que debe interpretarse con prudencia por el carácter vacacional del mes, se concentró en el petróleo y derivados, electrónica de consumo y confección y buques.

El bajo tono industrial, una cierta moderación del consumo y el dinamismo de la inversión explican el comportamiento de las importaciones.

En lo transcurrido de 2005, las líneas maestras de las compras al exterior apuntan, en primer lugar, a un debilitamiento notable de las compras de bienes intermedios no energéticos, consecuente con el bajo tono de la industria. En segundo término se aprecia un menor incremento de las importaciones de bienes de consumo (crecen de modo intenso, un 7,4% en volumen, pero la mitad que en el periodo enero-agosto de 2004). Por último, un aumento de las de bienes de equipo que prácticamente triplica el del pasado año, lo que pondría de manifiesto el elevado tono de este componente de la demanda interna. Las compras exteriores de material de transporte, en particular aeronaves y material ferroviario, contribuyeron a este impulso.

El déficit corriente no tiene límite por el momento

La balanza por cuenta corriente continuó su senda de deterioro en julio con un déficit corriente que superó el del mismo periodo del año anterior, aunque se moderó ligeramente el ritmo de ampliación del desequilibrio exterior. De todos modos, el déficit acumulado en los doce últimos meses alcanzó los 59.595 millones de euros en julio. El deterioro se debió a un empeoramiento generalizado de las distintas rúbricas. El saldo comercial en los siete primeros meses del año subió un 40%, reflejando el impacto de la subida del petróleo y el imparable auge de las importaciones en un contexto de dificultades exportadoras.

En segundo término, el saldo por servicios cayó un 5% por los pobres resultados de una balanza turística que refleja la mayor propensión a viajar al exterior y el bajo nivel de gasto del turismo extranjero. Los ingresos por turismo aumentaron muy por debajo de la entrada de turistas extranjeros (un 1,3% frente al 6,0%) mientras los pagos crecieron cerca del 25%.

La balanza de transferencias, por su parte, ha experimentado una reducción importante de su superávit al menguar el saldo con la Unión Europea y, en contrapartida, aumentar de modo intenso las remesas de emigrantes al exterior. Por último, ya en la rúbrica de rentas, el aumento del déficit es atribuible a la caída de ingresos y al aumento de pagos. La cuenta de capital, por su parte, presentó en julio un superávit notable, aunque inferior al del mismo periodo del año anterior por las menores entradas procedentes de la Unión Europea. El saldo acumulado hasta julio quedó también por debajo del registrado en el mismo periodo de 2004 y fue insuficiente para cubrir el dé-

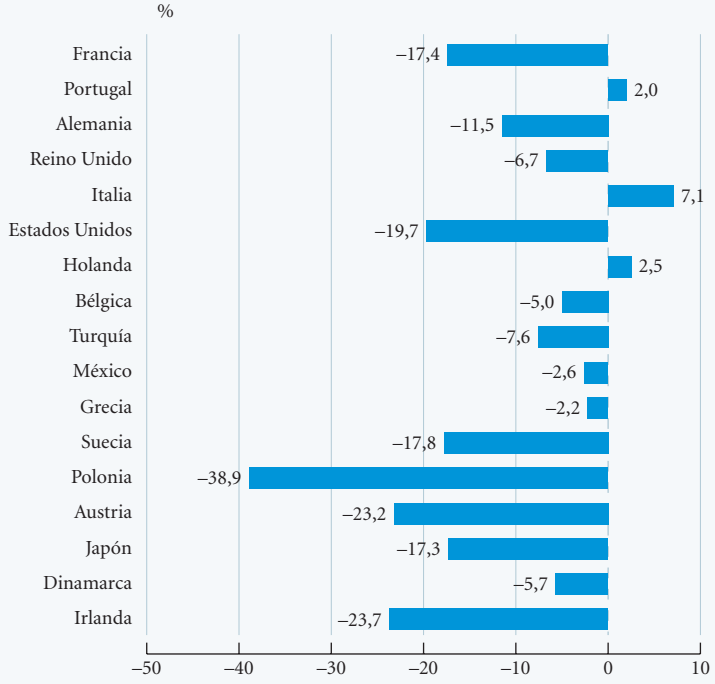
Las exportaciones españolas pierden competitividad

En los últimos tiempos, el déficit comercial es el desequilibrio de la economía española que más preocupa. No es para menos. En los primeros meses de 2005 ha sobrepasado el 7% del PIB, superando en estos términos al de Estados Unidos, que tanta tinta hace correr. Esto puede deberse a que importamos mucho, y posiblemente ahorramos poco, o a que exportamos poco, posiblemente porque no somos competitivos. La fuerte demanda interna alimenta el ímpetu importador y las exportaciones no logran compensar el agujero creado por las compras al exterior.

Y es que España tiene un grave y acuciante problema de competitividad exterior. Desde 1998, en términos de costes laborales unitarios del sector manufacturero, nuestros principales clientes han abaratado sus productos un 8,1% respecto a los nuestros. Antes de la adopción del euro, esta pérdida de competitividad podía suplirse con devaluaciones cambiarias, pero ahora no. Nuestra competitividad se mantiene frente a Portugal e Italia, pero frente a Alemania pierde un 11,5% y frente a Francia, hacia donde van un 19,4% de nuestras exportaciones, cedemos un dramático 17,4%. El deterioro es especialmente significativo frente a un nuevo miembro de la UE como Polonia, que ha reducido sus costes un 38,4% respecto a los nuestros.

ESPAÑA ES MENOS COMPETITIVA FRENTE A SUS COMPETIDORES

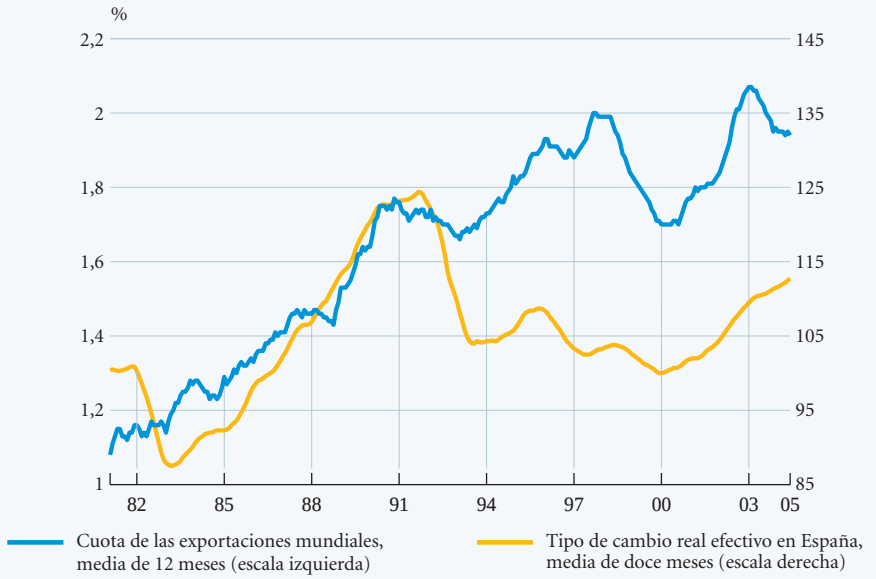
Evolución relativa respecto a España de los costes laborales unitarios de manufacturas desde 1998. Principales destinos de las exportaciones españolas ordenados de mayor a menor por importancia relativa sobre el total



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Ministerio de Comercio y elaboración propia

Con tal deterioro competitivo, no es de extrañar que España haya frenado su trayectoria de ganancias de cuota en el comercio internacional. Pero por lo menos hemos conseguido no perder terreno, que ya tiene mérito dadas las circunstancias. Las exportaciones españolas en términos nominales han mantenido su cuota en el total mundial, una cuota que había venido aumentando de forma secular, del 1,3% en 1985 y el 1,7% en 1994 hasta el 2,0% de finales de 1998, fecha de entrada en el euro. A partir de ahí empezó un declive que culminó a principios del 2001 con un retroceso hasta el 1,7%, al que ha seguido una fuerte recuperación desde entonces, a pesar de ciertos titubeos en el último año, que la han dejado en el 1,9%. El caso español contrasta favorablemen-

LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS RESISTEN



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

te con países como Francia, Reino Unido, Estados Unidos, y el mismísimo Japón. Todos ellos ven descender su participación en las exportaciones nominales mundiales de manera apreciable. Sólo China, entre los grandes, presenta un mejor balance exportador. La cosa no está mal.

Por penetración en zonas geográficas, el resultado es idéntico. La participación de nuestras exportaciones en las importaciones totales de la zona del euro ha pasado del 4,1% en 1994 al 4,5% en 2004. En zonas de importancia creciente, como entre los nuevos miembros de la Unión Europea, Polonia incluida, pasamos del 1,1% al 1,8%, y entre el resto de Europa oriental, del 0,9% al 1,9%. Esta buena situación no se limita a Europa. La participación aumenta en África y Oceanía y se mantiene en América Latina y en Asia sin Extremo Oriente. En dos zonas clave como Extremo Oriente y Estados Unidos, motores de la economía mundial, en los últimos años el retroceso ha pasado a ser avance, en especial en el caso de China, donde desde principios de año, las exportaciones españolas han doblado su cuota del total de las importaciones. Puede aducirse que en zonas de gran crecimiento la participación es menor, pero si este sesgo fuera tan marcado y determinante, la cuota de las exportaciones globales bajaría, lo que no sucede.

En esta trayectoria también influye, y mucho, la evolución del tipo de cambio. Las fuertes devaluaciones de la peseta en los años noventa impulsaron la competitividad exterior, situación que se consolidó con la entrada del euro. A principios de 1999, España era un país barato respecto a sus socios de la Unión Monetaria y respecto a otros de sus principales socios comerciales. Esto supuso un apreciable balón de oxígeno para nuestras exportaciones, un tiempo añadido que ha venido enmascarando el problema de la competitividad y ha retrasado sus consecuencias.

Unas consecuencias que ya empiezan a sentirse. Pese a una evolución general favorable, nuestras exportaciones presentan sombras. Las exportaciones de sectores relevantes como mueble, textil, juguete, calzado y automóvil están bajando o están estancadas. Peor es lo que ocurre con las importaciones. La penetración de productos foráneos en el mercado español hace aún más evidente nuestras carencias competitivas. Es preocupante que en estos momentos nuestra economía no esté especializada en sectores de alto valor añadido y de crecimiento, sino al contrario. El tipo de cambio ha dado a España un tiempo de descuento, el reto está en aprovecharlo para mejorar nuestra competitividad antes de que sea tarde.

El sector inmobiliario exterior, atractivo para los capitales españoles.

ficit corriente. De ahí que la necesidad de financiación resultante de los saldos de la balanza corriente y de capital se elevó a 33.283 millones de euros en el periodo enero-julio, un 85,9% más que en 2004.

En el ámbito financiero, la inversión extranjera directa en España retrocedió con notable intensidad tanto en el ámbito empresarial como en inmuebles. En este caso, la caída en el primer semestre se situó en el 17%, cifra importante si se tiene en cuenta el alza de precios en el sector. Únicamente la inversión exterior de cartera progresó con fuerza. La inversión española directa en el exterior aumentó, en cambio, de manera notable, gracias a la realizada en inmuebles y, especialmente, en cartera.

BALANZA DE PAGOS

Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Julio 2004	Julio 2005	% variación
Balanza corriente			
Balanza comercial	–45.607	–63.843	40,0
Servicios			
Turismo	*26.442*	*25.547*	*–3,4*
Otros servicios	*–4.329*	*–3.903*	*–9,8*
Total	22.112	21.644	–2,1
Rentas	–11.848	–16.452	38,9
Transferencias	621	–943	–
Total	**–34.722**	**–59.595**	**71,6**
Cuenta de capital	**8.358**	**8.316**	**–0,5**
Balanza financiera			
Inversiones directas	–10.838	–27.373	152,6
Inversiones de cartera	32.488	91.876	182,8
Otras inversiones	15.670	–16.820	–
Total	**37.320**	**47.683**	**27,8**
Errores y omisiones	434	–1.689	–
Variación de activos del Banco de España	–11.390	5.285	–

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.

Sector público

Los Presupuestos Generales del Estado para 2006

El proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para el 2006 presenta como objetivo prioritario de política económica alcanzar un modelo de crecimiento equilibrado, sostenible y competitivo. Esta política económica se articula, según el proyecto de PGE, a través de un impulso decidido a la productividad, la estabilidad presupuestaria y la potenciación de la cohesión social.

Para la consecución de sus objetivos, los PGE-06 presentan un gasto consolidado del Estado, Seguridad Social, organismos autónomos y entes públicos de 301.332 millones de euros. Esta cifra representa un aumento del 7,7% respecto al año anterior, es decir, un punto por encima del crecimiento nominal previsto para la economía. Este gasto consolidado no incluye el que realizan las administraciones territoriales (comunidades autónomas y ayuntamientos) ni tampoco las actuaciones del sector público empresarial y fundacional u otros entes públicos como la Corporación de Radio y Televisión Española.

Las dos partidas más importantes del gasto público consolidado son las pensiones, que concentran el 31,4% del total, y las

El Estado, la Seguridad Social y otros organismos de la administración central gastarán 300.000 millones de euros en 2006.

PRESUPUESTOS CONSOLIDADOS DEL ESTADO, ORGANISMOS AUTÓNOMOS, SEGURIDAD SOCIAL Y ENTES PÚBLICOS PARA 2006

Millones de euros

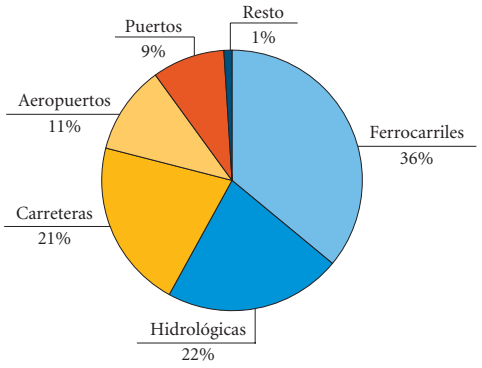
	Gastos	% var. (*)
Operaciones corrientes		
Gastos de personal	27.381	8,0
Bienes corrientes y servicios	7.248	6,9
Gastos financieros	17.490	–9,5
Transferencias corrientes	176.366	8,5
Total	**228.484**	**6,8**
Operaciones de capital		
Fondo de contingencia	3.323	33,4
Inversiones reales	12.467	6,2
Transferencias de capital	7.794	15,0
Total	**20.261**	**9,5**
Total operaciones no financieras	**252.068**	**7,3**
Activos financieros	17.695	21,6
Pasivos financieros	31.569	4,2
Total operaciones financieras	**49.263**	**9,8**
TOTAL PRESUPUESTO	**301.332**	**7,7**

	Ingresos	% var. (*)
Operaciones corrientes		
Impuestos directos y cotizaciones sociales	184.190	9,8
Impuestos indirectos	45.302	5,2
Tasas y otros ingresos	4.233	0,6
Transferencias corrientes	12.537	2,7
Ingresos patrimoniales	3.511	11,8
Total	**249.773**	**8,4**
Operaciones de capital		
Enajenación de inversiones reales	564	–0,6
Transferencias de capital	2.773	6,8
Total	**3.337**	**5,5**
Total operaciones no financieras	**253.110**	**8,4**

NOTA: (*) Variación respecto al Presupuesto inicial de 2005.
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

INVERSIONES PÚBLICAS EN INFRAESTRUCTURAS

Distribución de la inversión de las administraciones y sector público empresarial no territorial por actuaciones en 2006, en porcentaje del total



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

Las partidas principales del gasto público tienen poco margen de maniobra.

transferencias a las administraciones territoriales, que suponen el 20,8%. Ya a mucha distancia, el servicio de la deuda pública, con un 6,5% del total, y el desempleo, con un 5,0%, constituyen las siguientes partidas en importancia. En definitiva, cuatro grandes finalidades absorben más del 60% del gasto.

La mayor parte de las políticas de gasto son expansivas y se benefician del margen abierto por los menores pagos en concepto de intereses de la deuda pública.

Por otra parte, cabe reseñar que la mayor parte de las políticas de gasto se benefician de unas dotaciones que crecen por encima del nominal de la economía gracias a la contracción de los pagos por intereses. Únicamente crecen menos que el producto interior bruto (PIB) nominal (6,6%) las dotaciones a agricultura y pesca, a la administración financiera y tributaria, a los programas de fomento del empleo y a los servicios de defensa.

La inversión en infraestructuras llega al 1,7% del PIB, mientras que los recursos dedicados a I+D+i quedan en el 0,7%.

En el polo opuesto, es decir, con comportamientos muy expansivos, destacan las actuaciones económicas en el ámbito del comercio, turismo y PYMES (38% de aumento), investigación, desarrollo e innovación (29,7%), política exterior (23,2%), acceso a la vivienda (20,0%), subvenciones al transporte (19,0%) y educación (16,6%), aunque en este último caso la dotación en términos absolutos es relativamente modesta, habida cuenta de la descentralización administrativa en el sistema. Los programas relacionados con las infraestructuras, por su parte, crecen un 12,4% alcanzando los 12.688 millones de euros. Esta cifra no incluye determinadas actuaciones consignadas fuera de presupuesto, por lo que la cifra real de inversión en infraestructuras será sensiblemente superior, llegando a los 16.118 millones de euros, es decir, un 1,69% del PIB estimado para 2006. Las prioridades son el ferrocarril y a continuación las inversiones hidrológicas.

El incremento del gasto en el ámbito del comercio, turismo y PYMES se explica principalmente por acciones de promoción internacional y por la poca dotación relativa de estas políticas. En el campo de la I+D+i, el impulso proviene de varios programas y proyectos entre los que destaca especialmente el programa Avanz@ de desarrollo de la sociedad de la información, con una dotación de 634 millones de euros. En conjunto, las dotaciones presupuestarias de todo tipo alcanzan los 6.510 millones de euros, es decir, un 0,7% del PIB.

En vivienda, la mayor parte del gasto se orienta a subvenciones, ayudas y subsidiación de intereses por un importe cercano a los 900 millones de euros. Por otra parte, se arbitran medidas para fomentar la construcción y la promoción para el alquiler en el marco del programa de la vivienda 2005-08, que entre otras actuaciones contempla la intervención sobre 277.900 operaciones de adquisición de vivienda, 164.600 de alquiler y 159.500 de rehabilitación.

La holgura que muestran los PGE-06 en las distintas políticas de gasto se fundamenta, en buena medida, en las favorables previsiones de ingresos. En términos consolidados, los ingresos por operaciones no financieras alcanzan los 253.110 millones de euros y aumentan un 8,4% sobre el presupuesto inicial de 2005. Este incremento sería menor si se calculase sobre la recaudación efectiva de 2005, que será mayor a la inicialmente prevista.

La presión fiscal (impuestos directos, indirectos y cotizaciones sociales) en términos de presupuestos iniciales alcanza en 2006 el 24,0% del PIB, medio punto más que en los presupuestos iniciales de 2005.

El incremento de la recaudación impositiva se debe principalmente al aumento de impuestos directos, tanto renta de personas físicas –pese a la deflactación de la tarifa– como de sociedades. Respecto a presupuestos iniciales, el incremento de los directos queda en un 12,6% (un 9,7% si se calcula sobre la previsión de recaudación). Los indirectos crecen un 5,2% (o un 5,1% en el segundo caso), porcentaje sorprendentemente inferior al aumento de la demanda interna y poco probable a tenor del aumento de los impuestos especiales sobre alcohol y tabaco. El incremento de la recaudación por cotizaciones a la Seguridad Social se cifra en un 7,7% y se explica por la actualización de bases y aumento de afiliación.

La resultante de la actuación económica de las administraciones públicas centrales, al exceder los gastos a los ingresos, es una necesidad de endeudamiento neta de 14.082 millones de euros equivalente al 1,5% del PIB.

Formalmente, los Presupuestos Generales del Estado para 2006 presentan un superávit consolidado en términos de contabilidad nacional de 2.876 millones de euros, es decir un 0,3% del PIB. Este superávit procede del excedente de las cuentas de la Seguridad Social (0,7% del PIB) que compensa el déficit del Estado (0,3%) y del resto de administraciones centrales (0,1%). Si a estas cifras le añadimos el déficit previsto para las administraciones territoriales (0,1%) el saldo final del conjunto de administraciones públicas en 2006 quedaría en positivo por un 0,2% del PIB.

La presión fiscal por impuestos directos, indirectos y cotizaciones sociales sube hasta el 24% del PIB.

Los Presupuestos presentan un superávit consolidado del 0,3% del PIB.

El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario

Los Presupuestos Generales del Estado para 2006 presentan un superávit en términos consolidados del 0,3% del PIB. Este saldo positivo resulta de la compensación entre los excedentes de la Seguridad Social y los déficit respectivos del Estado, organismos autónomos y otros entes públicos como el Consejo de Seguridad Nuclear, el Consejo Económico y Social, la Agencia Estatal de Administración Tributaria, el Instituto Cervantes, la Agencia Española de Protección de Datos, el Instituto de Comercio Exterior, el Centro Nacional de Inteligencia y el Museo del Prado.

DÉFICIT NO FINANCIERO Y NECESIDAD DE ENDEUDAMIENTO EN LOS PRESUPUESTOS DEL ESTADO PARA EL AÑO 2006

	Millones de euros		En % del PIB	
	Estado	Consolidado	Estado	Consolidado
Ingresos no financieros	128.591	253.110	13,4	26,5
Gastos no financieros	133.947	252.068	14,0	26,4
Saldo de caja (+ superávit, – déficit)	–5.356	1.041	–0,6	0,1
Variación neta activos financieros	8.726	15.124	0,9	1,6
Necesidad de endeudamiento neta	–14.082	–14.082	–1,5	–1,5
Variación pasivos financieros	31.348	31.569	3,3	3,3
Necesidad de endeudamiento	45.430	45.651	4,8	4,8
Pro-memoria: saldo según contabilidad nacional	**–3.946**	**2.876**	**–0,4**	**0,3**

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

Pese a este saldo positivo, los PGE presentan una necesidad de endeudamiento neta, es decir, un desequilibrio financiero, de 14.082 millones de euros, equivalente a un 1,5% del PIB. Esta circunstancia no es nueva de este ejercicio, sino que es un recurso habitual en la presentación de las cuentas públicas. Año tras año, las necesidades financieras netas del Estado han excedido sus ingresos totales.

¿Por qué se produce esta discrepancia? Las normas contables permiten que, por ejemplo, se registren como inversiones financieras ciertos flujos de salida que, por su naturaleza, se asimilarían más a un gasto de inversión real. Un ejemplo es la aportación dineraria del Estado al Administrador de Infraestructuras Ferroviarias (ADIF), que más parece una inversión a fondo perdido (como son las inversiones públicas en infraestructuras) que una inversión financieramente recuperable.

El resto del recurso al aumento de activos financieros se orienta en una línea similar. En general, se trata de concesión de préstamos o aportaciones patrimoniales a empresas integradas en el sector público empresarial, a instituciones pertenecientes al sector público fundacional y a una serie de entidades de derecho público sin personalidad jurídica propia, como el Fondo de Ayuda al Desarrollo (FAD), el Fondo para Inversiones en el Exterior, Fondo para la Concesión de Microcréditos (desarrollo social exterior), el Fondo para la Modernización de la Infraestructura Turística (FOMIT) y el Fondo para la Inversión en el exterior de la pequeña y mediana empresa.

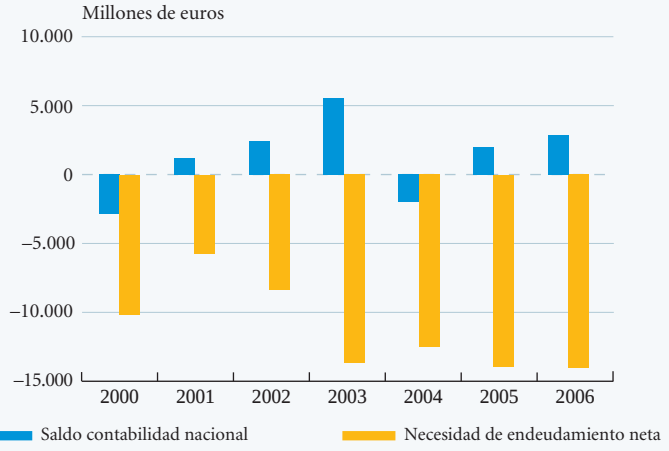
En concreto, las aportaciones más destacables contenidas en los PGE 2006 van, entre otras finalidades, a programas de investigación y desarrollo de los ministerios de Industria (2.773 millones de euros) y Educación y

Ciencia (860 millones), al ADIF (1.851 millones), al FAD (850 millones), a préstamos a promotores de infraestructuras de carreteras (679 millones), a la sociedad RENFE-operadora (404 millones), a la nueva Sociedad Estatal de Infraestructuras de Transporte Terrestre (400 millones), a políticas de reindustrialización de zonas desfavorecidas (215 millones), y al FOMIT (70 millones). En apariencia, estas operaciones tienen una naturaleza más cercana al gasto que a la inversión financiera.

Al margen de las actuaciones a través de las cuentas financieras, los PGE contienen también unas autorizaciones de aval que, a la postre, significan también más gasto público en la medida en la que cubren las pérdidas de la Corporación de Radio y Televisión Española y de las empresas públicas con resultados negativos. Estos avales, contabilizados como déficit dentro de las cifras de contabilidad nacional, no aparecen, sin embargo, en las cuentas financieras de los presupuestos.

EL SUPERÁVIT PÚBLICO SE CONTRAPONE AL AUMENTO DE NECESIDADES FINANCIERAS DEL SECTOR PÚBLICO

Saldo presupuestario según contabilidad nacional y necesidad de endeudamiento neta (*)



NOTA: (*) Datos consolidados sin administraciones territoriales.
FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Las cifras avaladas, por otra parte, son muy importantes: 226,59 millones de euros para cubrir las pérdidas atribuidas a RTVE (al margen de la subvención de explotación, por importe de 578,58 millones de euros) o los 180,30 millones para RENFE-operadora. Más significativo es el importe de los avales que puede realizar la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales en beneficio de sus empresas participadas para determinadas operaciones de crédito o garantía. El límite máximo a avalar es de 1.210 millones de euros, cifra superior a las pérdidas netas estimadas del sector público empresarial (1.022,56 millones).

Pese a estas elevadas necesidades de financiación, lo cierto es que en términos de PIB han perdido importancia relativa, ya que el crecimiento nominal de la economía ha superado el volumen de estas necesidades públicas. Así se explica la tendencia a la baja que presenta la deuda pública con relación al PIB, una tendencia indicativa de la salud de las cuentas públicas en los últimos años y que en 2006 se espera que descienda al 43,0% frente al 46,6% de 2004.

Ahorro y financiación

Fuerte aumento del crédito a las familias

La disipación de las expectativas de un recorte del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo motiva un repunte de los tipos de interés.

Los tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios repuntaron ligeramente en general en el mes de agosto. Así, el tipo de referencia de bancos y cajas de ahorros subió 9 puntos básicos hasta el 3,84%, algo por debajo del existente doce meses antes. El repunte de los tipos de interés bancarios ocurrió una vez que se disiparon las expectativas de un recorte del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo.

El tipo de interés de los préstamos para la vivienda también repunta livianamente.

Por otra parte, en septiembre de 2005 el tipo de interés de los préstamos hipotecarios permaneció en el 3,2%. De esta forma, permaneció 17 puntos básicos por debajo del mismo mes de 2004.

La financiación al sector privado sigue aumentando a un fuerte ritmo. En agosto, la financiación a las empresas y familias registró un crecimiento del 18,6% con relación al mismo mes del año anterior, 2,5 puntos más que la tasa anual anotada en diciembre. La demanda de recursos financieros ha sido impulsada por el buen clima económico y por unas holgadas condiciones de financiación. De esta manera, la financiación a las empresas y familias, incluyendo los préstamos del sistema financiero, tanto interior como exterior, las titulizaciones y los valores de renta fija, aunque no las acciones, creció con el ritmo más alto desde septiembre del año 2000 y dobló el del conjunto del área del euro. El mayor incremento interanual correspondió a los

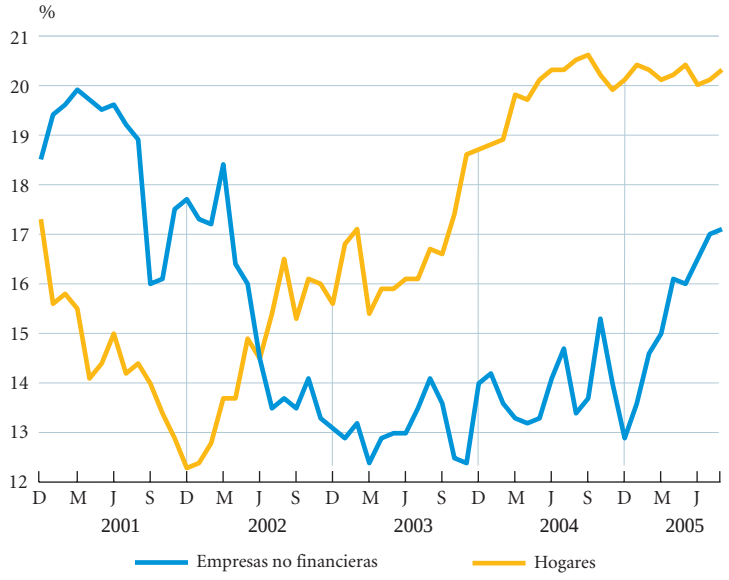
LIGERO REPUNTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS BANCARIOS

Tipo de interés sintético de préstamos y créditos. Nuevas operaciones. Entidades de crédito. Tasa anual equivalente

FUENTE: Banco de España.

SE AVIVA LA FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS

Variación interanual de la financiación total por sectores institucionales



FUENTE: Banco de España.

hogares, del 20,3%, levemente superior al registrado en los meses anteriores. Las hipotecas continúan impulsando la financiación a las familias.

Por lo referente a los fondos obtenidos por las empresas no financieras, se elevaron el 17,1% respecto al mismo mes de 2004. Del total de la financiación, el crédito concedido a las sociedades no financieras por las entidades de crédito residentes y los fondos de titulización ascendió el 22,0% en el último año.

Los depósitos bancarios continúan creciendo a un ritmo elevado

Los depósitos totales de las empresas y familias siguieron elevándose a un fuerte ritmo en agosto en relación con el mismo mes del año anterior, mucho más rápidamente que en la eurozona. Sin embargo, su aumento en términos absolutos en los últimos doce meses fue notablemente menor al de los créditos. Para compensar este desequilibrio en los balances las entidades emitieron valores y acudieron a los mercados exteriores.

Por otro lado, en junio entró en vigor una nueva normativa contable para las entidades de crédito a consecuencia de la adopción por parte de la Unión Europea de las Normas Internacionales de Información Financiera relativas a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad. A resultas de esto, el saldo de los depósitos a plazo, básicamente a largo plazo, se incrementó como contrapartida de la vuelta al balance de algunos activos titulizados que habían causado baja cuando la anterior regulación estaba en vigor. Así, el aumento interanual de los depósitos a plazo y del total aparece sobrevalorado. No obstante, no hay duda de que la mayor alza anual correspondió a las cuentas a plazo a más de dos años, que gozan de una bonificación fiscal de los intereses del 40%. Los depósitos en monedas distintas del euro también anotaron una gran elevación. Por otra parte, las cuentas a la vista y de ahorro registraron un considerable ascenso del 11,7%.

La financiación al sector privado crece el doble que en la eurozona.

Los depósitos del sector privado crecen más que en el área del euro, pero menos que los créditos.

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

En cuanto a los tipos de interés bancarios de pasivo del sector privado, en agosto apenas subieron, continuando en niveles muy bajos. El tipo de interés sintético de las empresas no financieras aumentó en 7 centésimas hasta el 1,23%, 4 puntos básicos por encima de un año antes. El tipo de interés sintético de las familias se elevó en 3 puntos básicos hasta el 1,14%, colocándose en el mismo nivel de doce meses antes.

El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se incrementó en 3.527 millones de euros en septiembre hasta 242.067 millones de euros, con un crecimiento del 13,8% respecto al mismo mes del año precedente, según la asociación de gestoras Inverco. Este aumento de los activos es atribuible a fuertes plusvalías debido al buen comportamiento de los mercados bursátiles en el mes y también a unas suscripciones netas de participaciones –deduciendo las ventas– de 1.083 millones de euros. Las mayores entradas netas de dinero en septiembre se dirigieron a los fondos globales, a los garantizados de renta fija y a la renta variable europea. En el lado contrario, los fondos que anotaron las mayores salidas fueron los de dinero, los garantizados de renta variable y los de renta fija a corto plazo. En cambio, en el periodo enero-septiembre las suscripciones netas se centraron en la renta fija a corto plazo, cifrándose en 6.083 millones de euros, el 43% del total, reflejando la aversión al riesgo de muchos ahorradores.

En septiembre, las mayores entradas de dinero en los fondos de inversión se dirigen a los globales, a los garantizados de renta fija y a la renta variable europea.

El número total de partícipes de los fondos de inversión mobiliaria se elevó hasta 8.341.634 al final de septiembre. De esta manera, aumentaron el 4,7% en los últimos doce meses. En este periodo, las modalidades de fondos que registraron un mayor crecimiento de partícipes fueron los garantizados de renta fija y los fondos de renta variable nacional, con incrementos interanuales del 20,6% y del 14,2%, respectivamente.

El rendimiento medio anual ponderado logrado por los fondos de inversión mobiliarios fue del 6,1%, sensiblemente por encima de la inflación. Si bien todas las categorías de fondos de inversión mobiliaria registraron rentabilidades anuales positivas hubo una gran dispersión. Así,

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

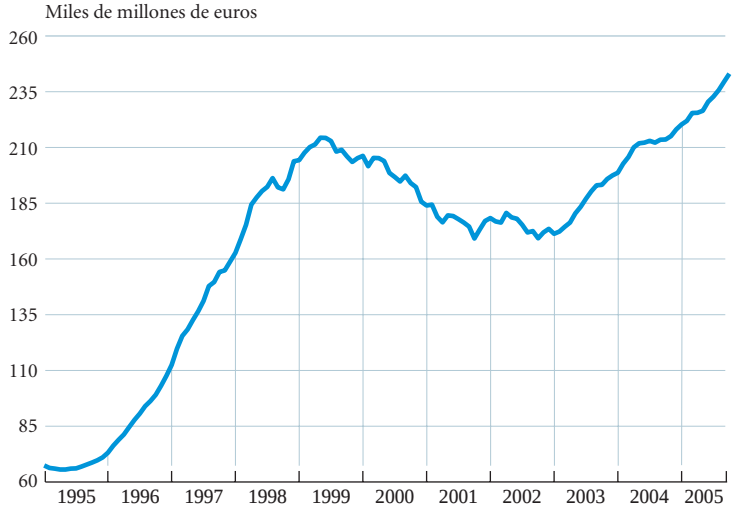
Agosto 2005

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (**)	367.012	21.938	6,4	38.409	11,7	44,4
A plazo hasta 2 años (*)	181.360	20.893	13,0	25.738	16,5	21,9
A plazo a más de 2 años (*)	200.133	72.665	57,0	93.396	87,5	24,2
Cesiones temporales	70.745	–9.904	–12,3	–7.281	–9,3	8,6
Total (*)	**819.250**	**105.592**	**14,8**	**150.262**	**22,5**	**99,1**
Depósitos en monedas no euro	**7.774**	**1.927**	**33,0**	**2.639**	**51,4**	**0,9**
TOTAL (*)	**827.024**	**107.519**	**14,9**	**152.901**	**22,7**	**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.

GRAN INCREMENTO DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.

mientras que los fondos de renta variable internacional de los mercados emergentes reportaron un extraordinario rendimiento anual del 55,5% y la renta variable nacional, del 35,6%, los fondos de dinero sólo rentaron el 1,2%.

El volumen de activos de las sociedades de inversión mobiliaria (SICAV y SIM) ascendió a 26.930 millones de euros al final de julio de 2005. El número de accionistas a 30 de junio de 2005 era de 395.412.

Por su parte, a raíz del auge inmobiliario los fondos de inversión inmobiliaria han experimentado una gran expansión. El patrimonio de esta clase de fondos de inversión se cifraba en 6.024 millones de euros al final de septiembre, con un crecimiento del 37,6% sobre diciembre. El número de partícipes era de 126.566, con un aumento del 19,1% en lo que va de año. La rentabilidad media ponderada anual en el último año resultó del 5,7%.

Los fondos de inversión mobiliaria anotan un rendimiento medio anual del 6,1%, sensiblemente superior a la inflación.

El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos

Cuando un país presenta un déficit en su balanza de pagos corrientes, es que vive por encima de sus posibilidades. Gasta más de lo que produce. Y, al igual de lo que sucede en una familia o empresa, necesita endeudarse para mantener su ritmo de dispendio. Esto a veces es bueno si se trata de un país en vías de desarrollo que ofrece un potencial de crecimiento amplio y concentra su gasto en inversiones que rendirán en el futuro e incrementarán su capacidad de crecimiento. No suele ser tan bueno si el desequilibrio proviene del gasto meramente de consumo, de manera que se acumula deuda –que deberá pagarse en el futuro– para poder pagar los gustos de hoy. Puede ser el «pan para hoy, hambre para mañana».

La economía española sufre un galopante déficit comercial que provoca un creciente agujero en la balanza corriente. Gastamos más de lo que ingresamos. Para mantener este desequilibrio, debemos financiarnos cada vez más en el exterior. Es decir, como la balanza de pagos debe estar equilibrada, los números rojos que originan las operaciones corrientes deben estar compensados por las entradas de capital. Hay que resaltar que no tenemos problemas de financiación; estar dentro de la zona del euro ha cambiado radicalmente el panorama tradicional de la economía española, que antes encontraba en la financiación exterior un cuello de botella infranqueable. Pero, a pesar de todo, debemos preguntarnos si es sostenible recurrir de forma creciente al ahorro excedentario de otros países.

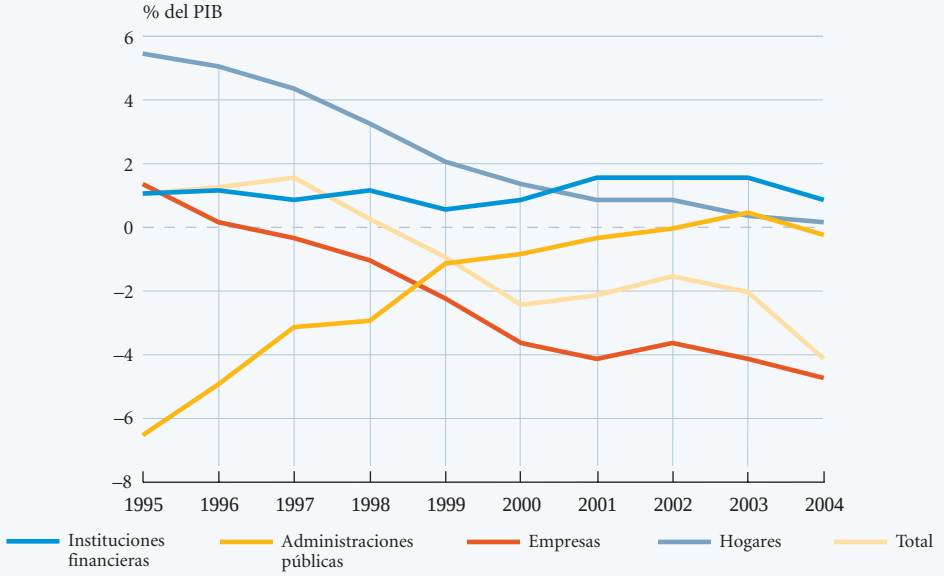
Para tratar de clarificar este importante problema, podemos descomponer estas necesidades de financiación en los distintos segmentos de la economía nacional. Esta descomposición de las necesidades de financiación del sector privado y del sector público es la que proporcionan las cuentas financieras del Banco de España. En 2004, superaron los 30.000 millones de euros, situándose en el 4,2% del producto interior bruto, cifra que coincide con el déficit de la balanza corriente más la de transferencias de capital de la balanza de pagos. Hasta hace unos años, el esquema habitual era, por una parte, las familias, que proporcionaban una elevada capacidad de financiación al resto de la economía, gracias a que la compra de vivienda (que es el único gasto de inversión que hacen las familias) era claramente inferior al ahorro bruto, es decir, a lo que queda de la renta después de efectuar el gasto de consumo. Por otra parte, estaban las empresas no financieras, cuya posición respecto al resto de la economía variaba según la coyuntura. Por último, figuraba el sector público, cuyo déficit continuado comportaba unas enormes necesidades de financiación. La suma de estos tres, más la posición de las entidades financieras, daba como resultado un saldo exterior positivo o negativo según la coyuntura.

En los últimos años este esquema ha cambiado. Como se observa en el gráfico adjunto, el sector público ha corregido su déficit y ya no requiere financiación. En cambio, las empresas se han instalado en la zona negativa, con unas necesidades de financiación cercanas al 5% del PIB. Pero el cambio más notable es que las familias han seguido una trayectoria parecida, de manera que en 2004 desapareció prácticamente toda su capacidad de financiación. Es decir, la reconducción del desequilibrio público no ha sido suficiente como para compensar el gran deterioro financiero del sector privado. Pero, ¿qué es lo que ha originado esta evolución del sector privado?

La respuesta es la inversión. El ahorro bruto de los hogares ha disminuido, pero el cambio principal es que las familias se han lanzado a comprar viviendas, apurando al máximo toda su capacidad. Algo parecido sucede

TODOS LOS SECTORES INSTITUCIONALES REDUCEN SU CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN

Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación de los sectores institucionales de la economía española



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

con las empresas: han reducido ligeramente su ahorro aumentando al mismo tiempo su inversión, dentro de la cual la correspondiente a la construcción es importante. El descenso de los tipos de interés y la subida vertiginosa del suelo y de la vivienda no son ajenos a esta evolución.

Si el déficit exterior respondiera a un aumento de inversión, podríamos juzgar benévolamente este déficit. Pero en la medida en que responde exclusivamente al componente de construcción, el veredicto varía. En 1995, el peso de los bienes de equipo dentro del PIB era del 6,0%, para pasar al 6,7% en 2004. La construcción, en cambio, en el mismo periodo ha pasado del 12,3% al 16,2%. En el globalizado mundo actual, la inversión en tecnologías de información y telecomunicaciones se dice que es la que más futuro reporta. En cambio, la inversión en vivienda no parece que eleve el potencial de crecimiento futuro de nuestra economía.

Por lo que se refiere a las empresas, buena parte de su inversión se dirige también hacia actividades vinculadas a la construcción. Pero aquí el asunto más relevante es preguntarse por la baja capacidad de generación de ahorro de las empresas no financieras. Comparando con lo que sucede por ejemplo en Estados Unidos, donde el ahorro empresarial es ampliamente positivo, puede apuntarse a la insuficiente capacidad de mejorar la productividad como explicación a esta discrepancia. En definitiva, la creciente necesidad de financiación surge del modelo de crecimiento seguido en los últimos años, caracterizado por la escasa capacidad de mejora de la productividad, en el caso de la industria, y de un exceso de inversión en el sector constructor.

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)