Informe Mensual



Una para todos y todos para una Pág. 24

El BCE debe acertar con la política monetaria única adecuada a un conjunto de doce economías muy diversas

Política monetaria. ¿Un traje a medida? Pág. 36

La regla de Taylor ayuda a valorar la orientación de la política monetaria de los bancos centrales

Los bancos centrales se abren a la sociedad Pág. 34

Buena parte del acierto de las políticas monetarias reside en una adecuada política de comunicación

Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes Pág. 10

En Estados Unidos los tipos a largo plazo no han subido; de hacerlo, el mercado hipotecario se resentiría

Alza de tipos, riesgo moderado para el gasto familiar Pág. 68

El endeudamiento de las familias y la carga de la deuda en un entorno de tipos de interés más elevados



Previsiones

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

	2004	2005	2006	20	004			2005	
	2004	2005	2006	III	IV	I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL		Previ	siones						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	2,3	1,5	2,4	0,9	1,0	2,3	2,9	2,9
Reino Unido	3,2	1,7	2,1	3,0	2,5	1,7	1,5	1,7	1,7
Zona del euro	1,8	1,4	1,8	1,8	1,6	1,3	1,1	1,5	1,7
Alemania	1,1	0,9	1,3	1,1	0,5	0,6	0,7	1,4	1,2
Francia	2,1	1,5	1,8	1,8	2,0	1,8	1,1	1,8	1,4
Precios de consumo									
Estados Unidos	2,7	3,5	2,8	2,7	3,3	3,0	2,9	3,8	4,1
Japón	0,0	-0,2	0,1	-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	2,0	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	2,1	2,4
Francia	2,1	1,8	1,7	2,3	2,1	1,7	1,7	1,9	1,9
ECONOMÍA ESPAÑOLA		Previs	siones						Previsiones
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	4,4	4,4	3,7	4,7	4,7	4,6	4,6	4,4	4,2
Consumo de las AAPP	6,0	4,7	4,4	6,6	6,3	5,4	4,3	4,6	4,5
Formación bruta de capital fijo	4,9	7,3	6,3	5,3	6,2	7,2	7,6	7,4	7,1
Bienes de equipo	3,7	9,3	6,5	6,7	8,8	10,1	10,4	8,8	8,0
Construcción	5,5	6,3	5,8	5,3	5,2	6,0	6,2	6,3	6,4
Demanda nacional (contr. al \triangle PIB)	4,7	5,2	4,6	5,1	5,4	5,2	5,3	5,2	5,0
Exportación de bienes y servicios	3,3	0,5	2,8	3,5	2,3	-2,1	1,1	1,3	1,6
Importación de bienes y servicios	9,3	7,6	7,3	10,7	10,1	5,7	8,5	7,7	8,7
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	3,2	3,1
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	3,3	3,0	3,3	3,4	3,3	3,2	3,4	3,5
Costes laborales unitarios	2,8	2,4	2,4	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	
Saldo operaciones corrientes (% PIE	3) -5,8	-7,4	-7,3	-5,9	-6,7	-7,1	-7,9	-6,9	
Cap. o nec. financ. resto mundo									
(% PIB)	-4,8	-6,4	-6,4	-4,8	-5,7	-6,6	-6,7	-6,0	
Saldo público (% PIB)	-0,1	0,0	0,0						
MERCADOS FINANCIEROS		Previs	siones						Previsiones
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	1,3	3,2	4,7	1,4	1,9	2,4	2,9	3,4	4,0
Repo BCE	2,0	2,0	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
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	1,19

INFORME MENSUAL

Diciembre 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.

Índice

- 1 Editorial
- 2 La situación económica
- 6 Covuntura internacional
- 6 Estados Unidos

10 Tipos de interés y vivienda

- 12 Japón
- 15 Brasil
- 16 Argentina

19 Unión Europea

- 19 Previsiones de la Comisión
- 21 Zona del euro
- 23 Alemania

24 Política monetaria única

- 28 Francia
- 30 Reino Unido

32 Mercados financieros

- 32 Mercados monetarios y de capital
- 34 Bancos centrales y comunicación
- 36 Regla de Taylor

44 Coyuntura española

- 44 Actividad económica
- 49 Mercado de trabajo
- 54 Precios
- 59 Sector exterior
- 62 Sector público
- 64 Ahorro y financiación
- 68 Deuda de las familias
- 70 Índice del año

El BCE sube los tipos. ¿Es este el momento?

Es como conducir un coche a ciegas o, como mucho, con la única ayuda del retrovisor. Así es como a menudo se explica cómo se toman las decisiones de política monetaria. No vemos lo que tenemos por delante (el futuro), sólo vemos lo que acabamos de pasar (y además los datos se reciben con retraso), pero debemos seguir avanzando, con el riesgo de salirnos de la calzada. Algo de esto debió sentir Jean Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo (BCE), cuando su anuncio de subir los tipos de interés de referencia del euro causó tanto revuelo. Porque las críticas han arreciado. Apenas empezamos a notar el calor de una recuperación todavía muy frágil en la eurozona. Los precios sobrepasan el 2%, pero sólo por el petróleo, porque no hay expectativas de alza de la inflación. Por tanto, ¿qué prisa hay para subir los tipos? ¿Una subida antes de tiempo no frustrará la esperada recuperación?

Cabe resaltar que es la primera vez que el banco emisor del euro anticipa claramente el próximo movimiento de su política monetaria, algo que hasta ahora era una exclusiva de la Reserva Federal. Quizás Trichet haya leído alguna de las muy elogiosas biografías sobre Alan Greenspan que han aparecido ahora que el *Maestro* está a punto de retirarse del cargo. Y una de las virtudes que se le otorgan a Greenspan es la de su conexión con los mercados, su sintonía con el mundo del dinero y las finanzas, que le concede una envidiable credibilidad. Para ello hay que ser transparente y predecible, lo cual exige coherencia a lo largo del tiempo y una comunicación seria y efectiva. Por tanto, el preanuncio de Trichet constituye un elemento de transparencia que debe valorarse positivamente en una institución como el BCE, todavía muy joven y creada a imagen y semejanza del Bundesbank, el banco central alemán, una institución que no se ha distinguido precisamente por su política de comunicación.

Pero ya antes de que Trichet efectuara su anuncio, los ministros de Economía y Finanzas del Eurogrupo advirtieron que era demasiado pronto, que el horno no está todavía para bollos. Y cuando fue a explicar su punto de vista al Parlamento Europeo, Trichet tuvo que aclarar que no se trata de iniciar una serie de subidas al estilo de la Fed, que en año y medio ha aplicado doce aumentos en su tipo de interés de referencia. Pero el caso es que el BCE no se encontraba cómodo con unos tipos de interés monetarios tan bajos. Durante dos años y medio los ha mantenido en el 2%, con fuertes presiones para que aún los recortara más (la Fed los bajó hasta el 1%). A la que los datos han confirmado la mejora de la economía de la euroárea, al BCE le ha faltado tiempo para abandonar la zona de tipos mínimos históricos.

Precipitada o no, la decisión del banco de Francfort será recibida con franco alivio por las autoridades económicas y monetarias españolas. España registra, junto con Grecia e Irlanda, las tasas de inflación más elevadas de la eurozona. Esto significa que los tipos de interés reales, es decir, los nominales excluida la inflación, son negativos. En una economía en la que buena parte de las rentas están indexadas a la inflación, esta coyuntura supone un estímulo casi irresistible para aumentar el gasto a base de incrementar espectacularmente el endeudamiento, tanto de familias como de empresas. Unos tipos de interés algo más altos pueden empezar a apaciguar esta dinámica, sin provocar ningún frenazo en la actividad. No es el remedio óptimo, pero es un paso. Bienvenidos sean.

28 de noviembre de 2005

LA SITUACIÓN ECONÓMICA

Perspectivas favorables para la economía internacional en el tramo final de 2005.

El riesgo de inflación explica la serie de subidas de tipos de interés que la Reserva Federal ha venido aplicando en el último año y medio.

Los bancos centrales de Japón y de la eurozona quieren también subir sus tipos de interés de referencia.

Mejoran las expectativas

La economía internacional encara el final de 2005 con ánimo optimista. Estados Unidos crece sin titubeos y sin que los agregados macroeconómicos se hayan visto afectados por los huracanes de agosto y septiembre; los datos relativos a Japón confirman la mejora general de su economía, gracias a la recuperación de la demanda interna; la zona del euro parece que por fin se recupera. Además, la inflación preocupa un poco menos que hace unos meses, debido al descenso del precio del petróleo en noviembre y a que la subida de los hidrocarburos no parece contaminar el resto de precios.

No todo es de color de rosa, claro. General Motors ha anunciado el despido de 30.000 trabajadores en Estados Unidos y la reducción de su producción en un millón de unidades. Al mismo tiempo, los consumidores americanos siguen comprando coches fabricados en Japón, en partidas que contribuyen a engordar el imparable déficit comercial de la economía estadounidense. Por no hablar de las entradas de camisetas, pantalones y ropa interior fabricada en China, artículos para los que Washington ha logrado alcanzar un acuerdo de limitación de importaciones con el gigante asiático con el fin de salvaguardar lo poco que queda de la industria textil estadounidense.

Pero la industria sufre en todos los países desarrollados por la presión de costes a la que es sometida por las producciones de los países emergentes. Es la globalización. La cara de la moneda está en que gracias a la misma una buena parte de los artículos que consumen las familias no suben de precio, por la competencia feroz de los productos importados. Esto da mayor poder adquisitivo a las familias y permite que en conjunto la suma sea positiva, si la economía es suficientemente flexible para reconvertirse. En Estados Unidos, por ejemplo, la tasa de inflación subyacente—es decir, eliminando los componentes más volátiles como la alimentación y la energía— no pasa del 2%, pese a las notables subidas de las materias primas industriales y de la energía.

El control sobre la inflación es un elemento clave para la estabilidad macroeconómica y la prolongación de la fase expansiva del ciclo. La Reserva Federal no dudó en recortar drásticamente los tipos de interés monetarios cuando apareció el riesgo de recesión. Pero tampoco tiembla la mano de Greenspan a la hora de subirlos, una vez se confirma el crecimiento y aparecen riesgos inflacionistas. Doce subidas consecutivas desde junio de 2004 los ha llevado al 4%, y no se detendrá ahí. Pero difícilmente van a encaramarse por encima del 5% en 2006. La Reserva Federal apunta a que el fin de la escalada está cerca, una vez que los tipos se han situado en una zona más neutra. Por otra parte, inquieta el aplanamiento de la curva (los tipos de interés a corto plazo son casi iguales a los de largo plazo) y su posible inversión (tipos cortos superiores a los largos), una situación que podría anunciar una futura recesión.

Mientras unos (la Reserva Federal) llegan, otros (el Banco de Japón y el Banco Central Europeo) comienzan su ruta de tensionamiento monetario. El emisor japonés parece deseoso de poner fin a su política monetaria de máxima relajación (tipos al cero por ciento) una vez que la recuperación nipona parece asentada. El problema es que el país todavía está en deflación, porque los precios siguen disminuyendo, pese a la subida del petróleo. Las intenciones del gobernador del banco central japonés han provocado una agria discusión con miembros del partido gobernante, que no ven tan clara la recuperación japonesa y no comprenden las prisas por terminar con la laxitud monetaria.

Salvando las distancias, algo parecido sucede en la zona del euro. El Banco Central Europeo (BCE) está preocupado porque la liquidez aumenta más allá de lo deseable, el crédito también y los precios rebasan el límite del 2%. El anuncio de los datos de crecimiento del tercer trimestre, algo mejores de lo esperado, y la difusión de las previsiones de la Comisión, relativamente optimistas, han dado argumentos para anunciar la subida de los tipos de interés. La reacción inmediata de las autoridades económicas del Eurogrupo (ministros de Economía y Finanzas de la zona del euro) ha sido de claro rechazo; las organizaciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos se han mostrado muy críticas; los analistas se han manifestado más divididos.

¿Frustrará la política monetaria la incipiente recuperación de la eurozona? Por un lado, el euro se ha depreciado a lo largo de 2005, lo que en términos financieros equivale a un recorte de tipos. No creemos que el alza de tipos en 2006 (medio o tres cuartos de punto, es decir, sin llegar al 3%) pueda abortar la deseada mejora. En 2006, la política monetaria de la zona del euro será todavía laxa, los países han anunciado que posponen el ajuste fiscal al 2007, la situación financiera de empresas y familias es en general favorable y el entorno internacional será expansivo. Cabe recordar,

además, el efecto retardado que un tensionamiento de la política monetaria tiene sobre la economía, de manera que sus efectos no se notarán hasta bien entrado el próximo año.

Los indicadores, de momento, no defraudan. En Francia, el producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre creció un 1,8%, una sorpresa positiva, en la que intervino decisivamente la mejora de la demanda interna. En Alemania, la cifra de crecimiento en igual periodo fue del 1,4% interanual, bastante por encima del 0,7% del segundo trimestre. Hay que desear que el nuevo gobierno de coalición consolide la mejora de las expectativas de empresas y consumidores y la economía germana mantenga el rumbo.

El tensionamiento de la política monetaria no perturbará la recuperación económica de la eurozona.

España: más crecimiento, más empleo

En el caso de la economía española, la subida de los tipos de interés no es mal recibida. Es una de las economías que más crecen de la zona del euro y en la que desde hace varios años el diferencial de tasas de crecimiento con relación a la media es ampliamente favorable. Unas condiciones monetarias algo menos laxas pueden contribuir a moderar las tensiones inflacionistas y a contener el creciente desequilibrio comercial.

Los datos correspondientes al tercer trimestre de 2005 son concluyentes. El Instituto Nacional de Estadística (INE) estima un crecimiento del PIB del 3,5%, en tasa interanual, el más elevado desde finales de 2001. Las perspectivas para los meses finales de 2005 apuntan al mantenimiento de las principales tendencias, de manera que el año terminará con un crecimiento del orden del 3,4%, superior a las expectativas existentes al inicio del ejercicio.

Un elemento positivo de la estimación del INE es un cierto menor desequilibrio en-

En el caso de la economía española, una política monetaria menos laxa contribuirá a moderar las tensiones inflacionistas y a contener el desequilibrio comercial.

Los datos referidos al tercer trimestre trazan una economía que crece con vigor, de la mano de una demanda interna algo menos fuerte pero todavía con un sector constructor boyante y un gasto de consumo de las familias elevado.

A su vez, el mercado de trabajo sigue creando un alto volumen de empleo, con una drástica reducción del paro, si bien la productividad apenas aumenta.

La inflación es algo menos mala de lo esperado, el déficit comercial ha dejado de empeorar y la situación financiera de las cuentas públicas parece francamente favorable.

tre la demanda interna y la exterior, aparte de la inesperada corrección que el INE ha efectuado de las cifras previas. En concreto, el fuerte empuje del consumo de las familias se atenuó ligeramente, al crecer al 4,4%, unas décimas por debajo de los registrados en los trimestres precedentes. También la inversión en equipo se desaceleró después de haber alcanzado crecimientos de dos dígitos en la primera mitad de 2005. En cambio, tanto el consumo público como la inversión en construcción aceleraron ligeramente su ritmo de expansión, ya de por sí elevado. En este último caso, el crecimiento interanual se situaba en el 6,3% conservando así su papel de locomotora de la actividad. Cabe esperar una moderación de este fuerte ritmo expansivo en los meses venideros, teniendo en cuenta la evolución de los principales indicadores de actividad y la suave contención de los precios de la vivienda.

Como causa y efecto del dinamismo de oferta y demanda encontramos de nuevo la favorable evolución del mercado de trabajo. Según la encuesta de población activa del INE, en el año previo al tercer trimestre de 2005 nada menos que 930.000 personas se incorporaron al mercado de trabajo, un aumento del 5,1%. En términos de trabajo equivalente a tiempo completo, los datos de la contabilidad trimestral estiman un crecimiento del 3,2%, es decir, algo menos de 600.000 empleos en un año. La diferencia con los datos de la encuesta refleja la importancia que ha adquirido el trabajo a tiempo parcial, que rápidamente se ha configurado como un elemento clave de integración laboral. Por otra parte, destaca el bajo crecimiento de la productividad en el trimestre citado, apenas un 0,3%, evolución ligada a la proliferación de los citados contratos a tiempo parcial y a la notable importancia de los contratos temporales, que a menudo se generan en los sectores de menor valor añadido de los servicios o en la construcción.

Si los empleos que se crean no son de alto valor añadido, por lo menos tienen la virtud de normalizar uno de los parámetros que tradicionalmente más ha inquietado a la economía española: el paro. Según la encuesta del tercer trimestre, el paro afectó a cerca de 1,8 millones de personas, que representaban el 8,4% de la población activa, un nivel que no se alcanzaba desde hacía muchos años. Esta cifra es incluso inferior a la media de la Unión Europea (UE), si bien habrá que esperar a los datos homogeneizados de Eurostat, la oficina estadística de la UE, para certificar este destacable suceso.

Los otros dos principales desequilibrios de la economía española, inflación y déficit exterior, han frenado algo su deterioro, según los datos más recientes. El descenso del precio de los combustibles en las últimas semanas ha quitado presión sobre el índice de precios de consumo, que ahora podría cerrar el año algo más alejado del 4% de lo que se esperaba hace un par de meses. En lo que se refiere al desequilibrio exterior, el buen tono de los mercados fuera de la UE y el retroceso del euro a lo largo de 2005 han acabado favoreciendo levemente a las exportaciones españolas, que en agosto y septiembre parecieron recuperar algo del tono perdido.

Por su parte, las cuentas del Estado gozan de buena salud. Los ingresos por impuestos sobre la renta, de sociedades y sobre el valor añadido elevaron la recaudación en los diez primeros meses del año un 14%, lo que permitió obtener un notable superávit en el periodo indicado. La volatilidad de los datos mensuales impide valorar plenamente estos resultados, pero ahí quedan como un dato más del vigor del momento económico.

CRONOLOGÍA

febrero	2	La Reserva Federal eleva el tipo de interés de referencia hasta el 2,5%.
represe		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		La libra chipriota , el lat letón y la lira maltesa se incorporan al Mecanismo de Tipos de Cambio. La Reserva Federal eleva el tipo de interés de referencia al 3%.
junio	30	La Reserva Federal eleva el tipo de interés de referencia al 3,25%.
agosto	9	La Reserva Federal eleva el tipo de interés de referencia al 3,5%.
septiembre	1	El precio del petróleo calidad Brent a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 67,48 dólares por barril.
	17	Elevación de los impuestos especiales que gravan el alcohol y el tabaco para la financiación de la sanidad (BOE 17-9-05).
	20	La Reserva Federal eleva el tipo de interés de referencia al 3,75%.
octubre	4	El índice de la bolsa española IBEX 35 anota un máximo anual (10.919,2) con una ganancia acumulada del 20,2%.
	13	El Gobierno aprueba el Programa Nacional de Reformas de España .
noviembre	1	La Reserva Federal eleva el tipo de interés de referencia hasta el 4%.

AGENDA

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).
 - 30 Indicador adelantado del IPCA (diciembre).

Enero 2006

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

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos confirma su fortaleza económica

Estados Unidos continúa su expansión sin titubeos. Una expansión que, por aho-

Estados Unidos crece al 3,6%, sin inflación pero con desequilibrios.

ra, no crea tensiones inflacionistas apreciables, ayudada por el comportamiento del mercado de trabajo. El mayor riesgo sigue siendo el escaso ahorro de los hogares y de la administración, que genera un creciente déficit exterior, desequilibrio que aún no ha empezado a ajustarse.

En el tercer trimestre del año el producto interior bruto (PIB) creció un 3,6% interanual, según la primera estimación del Bureau of Economic Analysis, con lo que la ralentización anunciada por los analistas queda como mínimo para más adelante. Por componentes, el gran protagonista sigue siendo el consumo privado, que creció al 3,8% interanual. La inversión se toma cierto respiro, aunque la vivienda conserva su fuerza. El sector exterior empeoró respecto al segundo trimestre por la bajada exportadora, pero, aunque menos, volvió a contribuir positivamente al crecimiento. Hay que esperar, empero, nuevos deterioros del déficit comercial, a causa de la reposición de los niveles de existencias.

La reducción de gastos no encuentra apoyos en el Congreso.

El gasto público aumenta, más por las administraciones locales que por defensa. Mención especial merece el repunte del consumo e inversión públicos. El consumo público, de naturaleza más inflacionista, está creciendo en dólares corrientes un 7,2% interanual, inserto en una dinámica de aceleración desde finales de 2003. La causa no hay que buscarla ni en los efectos del *Katrina*, aún no plenamente reflejados, ni tampoco en los gastos militares de la guerra de Irak, que han ve-

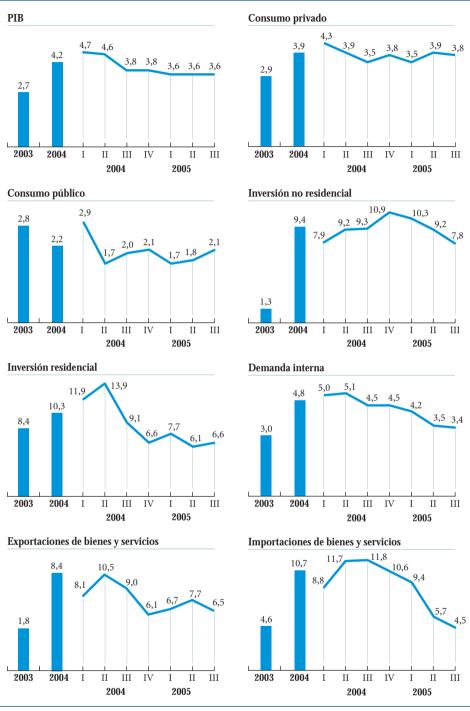
nido moderándose desde los fuertes incrementos de preparación de la guerra que culminaron a mediados de 2003, con la caída de Saddam Hussein. El hecho es que el gasto de las administraciones locales y estatales viene aumentando desde inicios de 2004 su contribución al crecimiento y sustituyendo al gasto militar. Una contribución que llega ya a los niveles de 2001, cuando el sector público apoyaba a una economía en dificultades, situación bien distinta de la actual.

Al gasto gubernamental creciente, se añade el proyecto de bajadas de impuestos de la administración Bush. La administración, debilitada por la mal valorada respuesta al Katrina, y por casos de corrupción, contribuyó a las derrotas republicanas en New Jersey y Virginia. Todo ello, a su vez, restó fuerza y apoyos al partido republicano, lo que provocó que fueran rechazadas en el Congreso sus propuestas de reducción de gastos sociales. Sin esa reducción de gastos, la bajada de impuestos, aunque popular, es insostenible, y es que el sector público contribuye a la mitad del déficit por cuenta corriente. En este sentido, el director del Fondo Monetario Internacional, Rodrigo Rato, afirmaba que de no controlarse el desequilibrio fiscal las consecuencias serían importantes.

Por el lado de la demanda, las ventas minoristas de octubre continuaron haciendo gala de una innegable vitalidad. El vestido, las ventas en grandes almacenes y el menaje fueron los componentes más fuertes, mientras que el automóvil siguió a la baja. Una crisis que se concreta en los malos resultados de Ford y General Mo-

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

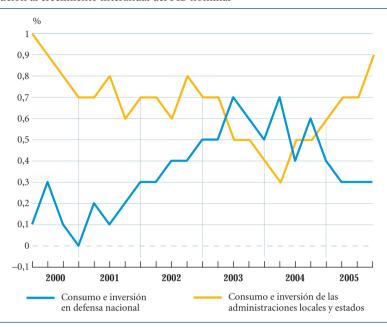
Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: EL GASTO DE LA ADMINISTRACIÓN LOCAL SUSTITUYE AL DE DEFENSA

Contribución al crecimiento interanual del PIB nominal



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

El consumo es el protagonista del crecimiento.

Los empresarios ven las cosas con optimismo.

La vivienda es un pilar que apoya al consumo... por ahora.

tors. La «General», cuya cuota en el mercado americano ha pasado de ser la mitad en 1980 a sólo un cuarto ahora, podría reducir 30.000 empleos y perder su posición de primer productor mundial a manos de Toyota. Sus modelos no se venden como antes por su alto consumo y son poco atractivos, se venden por sus bajos precios, con márgenes muy estrechos, con lo que cualquier disminución del volumen de ventas tiene efectos devastadores sobre el beneficio. En clave positiva, el retroceso de las ventas de combustible respecto a septiembre evidencia la vuelta a cierta normalidad. Coherentes con la buena marcha presente, las grandes cadenas esperan una buena temporada de ventas navideñas. A pesar de tales augurios, el índice de confianza del Conference Board no mejoró en octubre el ya debilitado nivel de septiembre, y es que el consumidor no acaba de fiarse, pensando tal vez aquello, ya no tan cierto, de que lo bueno para la General Motors, es lo bueno para América.

Por el lado de la oferta, la producción industrial tuvo cierta recuperación, pero las tasas de crecimiento siguen aún bajas. Sin embargo, los empresarios hacen gala de una mayor confianza que los consumidores a tenor del índice de actividad manufacturera del Institute for Supply Management de octubre. Tanto en manufacturas como en servicios, los optimistas ya vuelven a predominar claramente sobre los pesimistas.

El sector de la vivienda sigue siendo en estos momentos uno de los pilares de la economía americana. Si el precio de los inmuebles de segunda mano subió en septiembre un 14,1% interanual, las ventas tampoco cejaron, aumentando un 7,2%. Es significativo que, por ahora, no hay reducciones en el tamaño de los inmuebles, más bien al contrario. A diferencia del caso español, los precios no se expresan por metro cuadrado, sino por vivienda adquirida, con lo que si se comprasen inmuebles más pequeños, los precios subirían menos. Aun así, algunos ven

ESTADOS UNIDOS: LOS GRANDES ALMACENES VEN LAS COSAS CON OPTIMISMO

Ventas minoristas en grandes almacenes, variación interanual (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

síntomas de ralentización en el mercado, apoyándose en que las viviendas iniciadas retrocedieron en octubre un 2,3% interanual. Sin embargo, a la vista de la evolución de precios y ventas, aún es pronto para hablar de una verdadera desaceleración del sector.

El empleo es otra variable que avanza con vigor. En octubre se crearon 56.000 nuevos puestos de trabajo. El avance fue menor de lo esperado, pero fue compensado por la práctica cancelación de la pérdida inicialmente observada en septiembre. El hecho es que hoy la población ocupada es un 1,4% superior a la de hace un año, y los efectos del Katrina en el empleo han sido practicamente nulos. Los salarios recuperaron en octubre un 0,4% de poder adquisitivo respecto septiembre, pero la tónica aún es de contención, apoyada por los bajos sueldos de la inmigración, que ha aumentado en los últimos meses. En clave muy positiva está el buen dato de productividad laboral, que en el tercer trimestre repuntó al 3,0% interanual, lo que viene a redondear el carácter antiinflacionista del mercado laboral americano.

La inflación de octubre bajó del 4,7% al 4,3% interanual a causa de la relativa relajación de los precios energéticos. El componente subyacente, que excluye energía y alimentación, y es más fiel exponente de la tendencia general, se quedó prácticamente invariado en el 2,0%. Los precios de producción siguieron una evolución pareja desacelerándose del 6,9% al 5,9%. Hay que destacar que son los componentes subyacentes los que marcan la tendencia, una situación muy distinta a la de los años setenta, cuando todos los precios acababan siguiendo al componente energético. La energía, que sigue teniendo una innegable importancia estratégica, ha visto una paulatina reducción de su peso en el consumo privado desde mediados de los ochenta. Si a esto se le añaden las políticas monetarias, el cambio en las expectativas inflacionistas y los efectos de la globalización, se comprende la menor sensibilidad del nivel general de precios frente a los de la energía.

El empleo sigue fuerte y crece la productividad.

La inflación se modera por la relajación de los precios energéticos.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2004	20	04		2005					
	2003	2004	III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	
PIB real	2,7	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6	-	3,6	_	_	
Ventas al por menor	4,3	7,3	6,4	8,3	7,3	8,4	10,3	8,2	6,6	5,7	
Confianza del consumidor (*)	79,8	96,1	100,4	96,1	104,2	102,3	103,6	105,5	87,5	85,0	
Producción industrial	0,6	4,1	4,6	4,3	4,0	3,1	3,1	3,0	1,7	1,9	
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	53,3	60,5	60,1	57,5	55,6	52,8	56,6	53,6	59,4	59,1	
Venta de viviendas unifamiliares	11,7	10,0	-0,4	10,8	5,1	6,9	22,6	2,7	-0,1	•••	
Tasa de paro (**)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,1	5,0	
Precios de consumo	2,3	2,7	2,7	3,4	3,0	2,9	3,1	3,6	4,7	4,3	
Balanza comercial (***)	-532	-651	-608	-651	-686	-709	-716	-723	-738		

NOTAS: (*) Valor.

El déficit exterior empeora por la debilidad exportadora.

El déficit comercial volvió a marcar nuevos máximos, superando ya los 738.000 millones de dólares en los doce meses hasta septiembre. Las importaciones se recuperan, no sólo por la entrada de petróleo aún caro, sino por la lógica necesi-

dad de ir reponiendo los niveles de existencias, que en los últimos meses habían bajado ostensiblemente. Asimismo, y esto es lo grave, son ahora las exportaciones las que se ralentizan.

Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes

Se dice que los estadounidenses suelen hacer las cosas a lo grande. Últimamente, también se les atribuye una cierta exuberancia, en célebre frase de Alan Greenspan, gobernador saliente de la Fed. Grandeza y exuberancia suenan a tópico, pero describen bien la actual encrucijada de la locomotora económica mundial, que crece al 3,8%. El consumidor americano, caricaturizado injustamente como devorador de hamburguesas con gustos extravagantes, aporta tres cuartos de ese crecimiento y, además, compensa a los ahorradores compulsivos de otras partes del mundo. Cabe preguntarse si esta exuberancia del gasto es racional y si un cambio en las condiciones económicas alteraría los actuales desequilibrios.

Ningún factor lo explica todo por sí solo, pero el alza del precio de la vivienda, auspiciada por los hasta ahora bajos tipos de interés, puede arrojar cierta luz. Un sector inmobiliario en auge apoya al crecimiento general a través de tres vasos comunicantes. El gasto de inversión en vivienda estimula la actividad de otros sectores; los precios altos de los inmuebles, por efecto riqueza, dan alas a los consumidores; y, en tercer lugar, la refinanciación de las hipotecas con unos menores tipos de interés supone una inyección de liquidez para los hogares. El caso es que, hasta hoy, estos tres vasos comunicantes han estado fluyendo a un nivel muy superior a lo normal.

^(**) Porcentaie sobre población activa.

^(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

EEUU: EL PRECIO DE LA VIVIENDA VUELVE A ESTAR ALTO

Precio de la vivienda respecto al PIB nominal, 1999 = 100

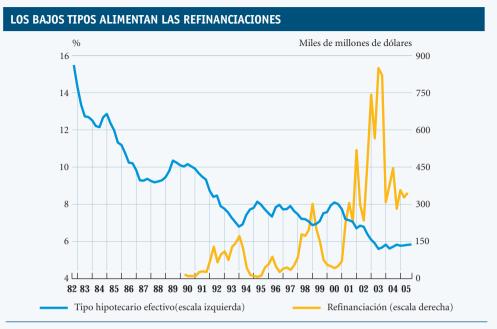


FUENTES: Office of Federal Housing Enterprise Oversight, Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

La inversión en vivienda no sólo representa un 6% del PIB en términos corrientes, el máximo de los últimos 50 años, sino que supone un 9,1% del crecimiento del PIB. Los precios en el segundo trimestre de 2005 crecieron al 13,4%, y en áreas emblemáticas como la conurbación de Nueva York o California el avance llegó al 17,6%, y al 21,5%, respectivamente. Desde 1999, los precios han subido un 21% más que el PIB. Lejos de frenarse, la venta de viviendas de segunda mano aún avanza con fuerza, claro exponente del vigor del mercado. El tercer vaso comunicante, las refinanciaciones, son nuevas hipotecas que, aprovechando unos menores tipos de interés, amplían el capital prestado sin variar en exceso la cuota. La ampliación no es para comprar inmuebles, sino para gastos de consumo. En el segundo trimestre de 2005, según la Mortgage Bankers Association, la mitad del montante prestado en hipotecas fueron refinanciaciones, que aunque ya no en máximos, suponen un 11% del PIB y un 16% del gasto de consumo. Con tal fluir, la locomotora del consumo parece tener mucho gas.

Viendo tanto máximo histórico, ¿estamos asistiendo a un fenómeno irracional? La respuesta es que no. La inversión en vivienda ha sustituido a la inversión en nuevas tecnologías, que venía de un periodo de registros altísimos seguido de un *crash* bursátil. No es raro que la vivienda haya constituido pues una atractiva inversión alternativa. Los precios de los activos no son torres de Babel que deben caer inexorablemente y, además, son aquí la consecuencia de un doble éxito, de eficiencia bancaria y de los bajos tipos, fruto de la victoria contra la inflación. En los primeros años ochenta, para comprar un piso se pagaban tasas bancarias de constitución de hipotecas del 2,5% del capital prestado, y ahora sólo la séptima parte. El tipo de interés hipotecario ha pasado del 16% al 6%. Considerando además el aumento del plazo de amortización medio, las cuotas hipotecarias en términos reales han subido un moderado 10% desde 1999, y están un 14% por debajo de los máximos de 1989 y un 20% respecto de los de 1982. La refinanciación de las hipotecas evidentemente aumenta la deuda de los hogares, pero en Estados Unidos un 73% de las hipotecas concedidas son a tipos fijos, a diferencia del caso español, donde predominan los tipos variables. Vistas así, las cosas no dan tanto vértigo.

<mark>☆ "Ia Caixa" INFORME MENSUAL DICIEMBRE 2005 11</mark>



FUENTES: Federal Housing Finance Board, Mortgage Bankers Association y elaboración propia.

La exuberancia es pues racional, pero el problema es que una sola variable puede cortar simultáneamente el fluir de los tres vasos comunicantes, y esta es el tipo de interés. Con tipos más altos, la sabia de la refinanciación se secaría. Además, hoy la sensibilidad de las cuotas hipotecarias respecto al tipo de interés es alta. Una subida de un 1% de los tipos subiría las cuotas de nuevas adquisiciones en un 11%, no se crearían morosos entre los que ya gozan de tipos fijos, pero ventas y precios sufrirían. La inversión en vivienda, con mayores costes financieros y con menores expectativas de apreciación, también mermaría.

Sin tales bríos, con unos hogares que no ahorran y que deben afrontar el pago de la deuda contraída, ya en el máximo histórico del 14% de su renta disponible, al consumo le quedarían pocas bazas, y por ende también al crecimiento. Hay que recordar que el saldo vivo hipotecario casi iguala ya a la deuda de las empresas, algo que nunca se había dado. Y si las luces se apagan en Estados Unidos, otros muchos pueden pasarlo mal. Hasta ahora, los tipos hipotecarios no se han visto afectados en exceso por las sucesivas subidas de la Reserva Federal, pero esto podría ya estar empezando a cambiar, como lo demuestran tímidos signos de moderación en indicadores adelantados, como las viviendas iniciadas. La exuberancia es racional, pero ello no significa que esté exenta de riesgo. El riesgo del crecimiento hoy es su extraordinaria dependencia respecto al tipo de interés.

Japón revitaliza su recuperación, pero no sus precios

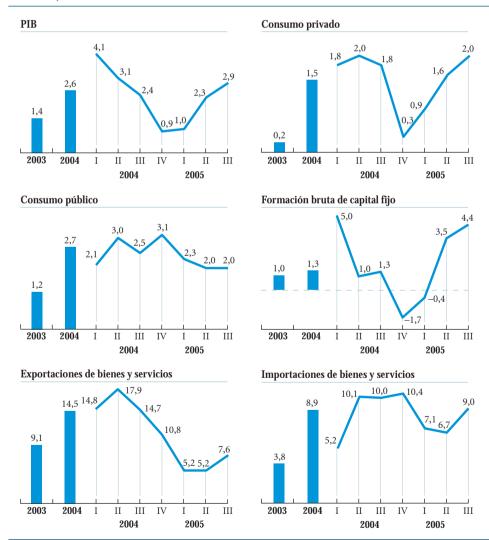
Hidenao Nakagawa, jefe político del gobernante partido liberal democrático, ha tenido una agria discusión con Toshihiko Fukui, gobernador del banco central japonés, sobre la intención de este último de reducir la laxitud monetaria en el Japón. El hecho es que Nakagawa tiene más dudas que Fukui sobre la fuerza del crecimiento, dudas también compartidas por el primer ministro Koizumi. Difícil es saber cuál de los dos tiene razón. La situación japonesa es ciertamente insólita, para su historia reciente y para cualquier observador. La demanda interna se afirma cada vez más como el principal motor de un crecimiento cada vez mayor, pero al mismo tiempo, persiste la disminución de precios, algo que debería precisamente desincentivar esa demanda.

Pese a tales discusiones, la economía japonesa creció un 2,9% interanual en el tercer trimestre, apoyada en el consumo privado y la inversión. Pero el sector exterior, tradicional locomotora de la economía, volvió a restar fuerza al crecimiento. Esta revitalización del crecimiento tiene, sin embargo, un talón de Aquiles en los precios. El deflactor del PIB retrocedió un 1,2% en términos interanuales, y contribuyó a que el crecimiento nominal anualizado respecto al trimestre anterior quedara en un mero 0,7%. Unos precios a la baja incentivan a retrasar las compras, ya que en el futuro serán más baratas. Así, sorprende aun más la robusta evolución del consumo privado. El banco central considera que a finales de año los precios ya estarán su-

Japón tiene una recuperación cada vez más sólida, crece al 2,9%... pero la deflación persiste.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Instituto de Investigación Económica y Social y elaboración propia.

★ "la Caixa" INFORME MENSUAL

DICIEMBRE 2005 13

DICIEMBRE 2005 1

Las ventas minoristas se ralentizan.

biendo, pero la evolución del deflactor del PIB lo hace cada vez más difícil. septiembre, pero aquí se mantiene la tendencia positiva.

La vivienda se fortalece en Tokio.

Pese a los buenos datos del PIB, los últimos indicadores de demanda no apuntan a un crecimiento robusto. Las ventas minoristas se desaceleran, repitiendo en septiembre prácticamente los valores del mismo periodo del año anterior, aunque sin llegar a romper la tendencia alcista. Abundando en este bajo perfil, la venta de automóviles bajó en octubre por cuarto mes consecutivo. La imagen dista de ser la de una economía a toda máquina.

El mercado de la vivienda sí guarda coherencia con la fuerza que reflejan las cuentas nacionales. La venta de inmuebles de Tokio volvió a crecer en octubre por encima del 20% interanual por tercer mes consecutivo. Aunque los precios y las viviendas iniciadas siguen una evolución más pausada en el resto del país, el diagnóstico es de recuperación sostenida.

Los pedidos de maquinaria crecen, pero la producción industrial languidece.

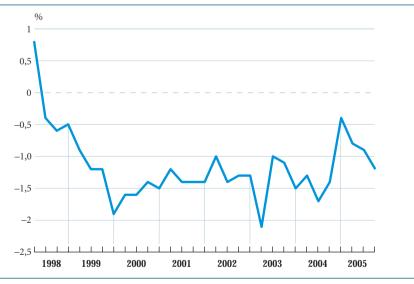
En el lado de la oferta, el brillo es algo más álgido. Los pedidos de maquinaria de septiembre se recuperaron con fuerza creciendo un 17,6% interanual, aunque la cifra está algo distorsionada por la explosiva recuperación de los pedidos foráneos, afectada por grandes encargos singulares como barcos y trenes. La producción industrial repuntó, pero aún avanza a niveles muy moderados. Tampoco las quiebras empresariales de octubre fueron especialmente buenas, con un repunte respecto a

En el difícil frente de la inflación, los precios de septiembre volvieron a bajar un 0,3% interanual. El inmediato futuro no tiene perspectivas halagüeñas ya que los precios de Tokio, indicador adelantado del índice general, también retrocedieron en octubre un 0,9%. En el mercado laboral las cosas van mejor. La tasa de desempleo de septiembre descendió al 4,2% de la población activa, algo que no se daba desde 1998, con un 1,2% más de empleos no agrícolas que en el mismo periodo del año anterior.

La deflación se resiste a desaparecer.

JAPÓN: EL LARGO EPÍLOGO DE LA DEFLACIÓN PREOCUPA

Variación interanual del deflactor del PIB



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

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2004		2004		2005				
	2003	2004	II	III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	1,4	2,6	3,1	2,4	0,9	1,0	2,3	-	2,9	_
Ventas al por menor	-1,7	-0,9	-1,7	-0,5	-0,4	1,1	3,2	0,6	1,6	0,1
Producción industrial	3,3	5,3	7,8	6,6	1,6	2,7	0,3	-1,1	0,3	1,3
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	-0,2
Tasa de paro (**)	5,2	4,7	4,6	4,8	4,6	4,6	4,3	4,4	4,3	4,2
Precios de consumo	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Balanza comercial (***)	12,0	13,7	13,7	14,1	13,7	13,3	12,2	11,8	11,2	10,9

NOTAS: (*) Valor.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

El superávit comercial japonés siguió menguando en septiembre, con unas exportaciones que, aunque vienen de tocar fondo, aún no acaban de encontrar el camino.

Brasil crece pero los peligros acechan

La economía brasileña crece un 3,7% interanual, con una inflación muy controlada. Hasta el momento, la crisis de corrupción que sufre el país no se está transmitiendo a la economía. Sin embargo, esto podría cambiar con las últimas presiones

para la dimisión del ministro de Finanzas, Antonio Palocci, responsable de la lucha contra la inflación y máximo exponente de la línea de austeridad de la administración Lula. En juego está no sólo la estabilidad económica, sino también los intereses de la deuda externa.

Los últimos indicadores mensuales de demanda indican un mantenimiento de los niveles de actividad. Las ventas minoristas se mantienen, con un crecimiento en el tercer trimestre del 5,6% interanual, que mejora el periodo anterior. Sin emEl superávit comercial no crece.

En Brasil, la crisis política puede acabar afectando la estabilidad económica.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002		2004		2005						
	2003	2004	III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	
PIB real	0,5	5,0	6,0	4,7	3,1	3,7	_		_	_	
Producción industrial	0,1	8,3	10,4	6,3	3,9	6,1	0,5	3,8	0,2		
Tasa de paro São Paulo (*)	19,9	18,8	18,2	17,4	17,0	17,5	17,5	17,1	16,9		
Precios de consumo	17,0	6,3	6,3	5,9	6,0	6,6	5,5	5,0	5,0	5,4	
Balanza comercial (**)	24,8	33,7	32,1	33,7	35,9	38,3	39,9	40,1	41,3	41,9	

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

<mark>;X "la Caixa" INFORME MENSUAL DICIEMBRE 2005 15</mark>

^(**) Porcentaje sobre población activa.

^(***) Saldo acumulado de 12 meses. Billones de yenes.

^(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

bargo, la venta de automóviles, influenciada indudablemente por los precios del petróleo, lleva ya dos meses estancada.

En el lado de la oferta, predominan sin embargo las sombras, con una producción industrial que en septiembre repitió prácticamente los registros del mismo periodo del año anterior, y que en el conjunto del tercer trimestre se desaceleró, creciendo un muy modesto 1,5%. Dada la correlación de este indicador con el PIB, las perspectivas no son muy brillantes. También la producción industrial de bienes de capital siguió un patrón parecido, con una clara tendencia a la baja, hecho especialmente preocupante dada la gran necesidad de inversiones que tiene el país.

El lado positivo es que las presiones inflacionistas siguen controladas, con unos precios que en septiembre crecieron un 5,4% interanual, registro muy benigno para la economía brasileña. Si bien el paro continuó bajando, llegando en septiembre hasta el 16,9% de la población activa, el lento ritmo de descenso pone presión sobre el gobierno, y también sobre la cabeza del defensor de la estabilidad de precios, Palocci.

El sector exterior de Brasil siguió en septiembre a toda máquina, con un superávit en la balanza comercial que roza ya los 42.000 millones de dólares, el mayor de todo el continente americano. Sin embargo, la inversión directa se secó totalmente en septiembre, reflejando tal vez las primeras consecuencias de la crisis política.

Argentina mantiene el vigor de su demanda

La economía argentina está logrando mantener un elevado ritmo de crecimiento que la está llevando a superar los niveles de actividad anteriores a las crisis de 2002. Pese al crecimiento de la demanda, se mantiene el superávit comercial. El

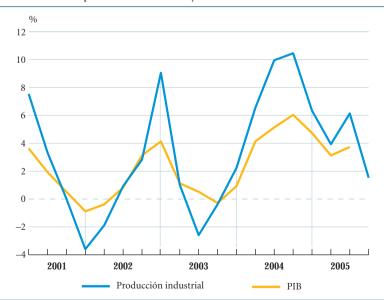
Las ventas al por menor resisten pero el estancamiento de la producción industrial es un mal augurio.

La inflación está bajo control, pero el desempleo sigue alto.

El superávit crece, pero la inversión directa se para en septiembre.

BRASIL: UNA DÉBIL PRODUCCIÓN INDUSTRIAL ES UN MAL AUGURIO

Variación interanual de la producción industrial y del PIB en términos reales



FUENTES: IPEA y elaboración propia.

mayor riesgo de la economía argentina está en su creciente inflación. Ésta afecta a la estabilidad macroeconómica y a los intereses de la deuda. En este contexto, destaca la destitución del ministro de economía Roberto Lavagna, el artífice de la recuperación económica desde 2002 y el hasta ahora principal interlocutor con el Fondo Monetario Internacional.

En todo caso, los indicadores de demanda siguen siendo un claro exponente de la vigorosa recuperación de la economía, con unas ventas minoristas que en septiembre avanzaron un 27,0% interanual. Las ventas en cadenas de supermercados siguen acelerándose, y las de automóviles aún crecen por encima del 30%.

Los indicadores de oferta también mantienen un considerable nivel de actividad. La producción industrial de septiembre avanzó un 6,1% interanual, que apunta a la continuidad del crecimiento. La indus-

Argentina mantiene su fuerte crecimiento.

Las ventas minoristas avanzan con fuerza.

ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2004	2004		2005						
	2003	2004	III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	
PIB real	8,8	9,0	8,7	9,3	8,0	10,1	_		_	_	
Producción industrial	12,6	7,5	8,3	7,0	8,0	6,1	8,0	5,5	6,1		
Tasa de paro (*)	17,3	13,6	13,2	12,1	13,0	12,1		11,1			
Precios de consumo	13,4	4,4	5,4	5,7	8,2	8,8	9,6	9,7	10,3	10,7	
Balanza comercial (**)	15,7	12,1	12,6	12,1	11,9	11,0	11,2	11,4	11,5		

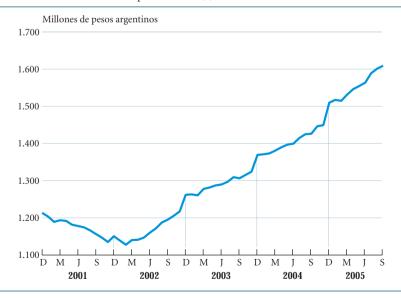
NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

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

ARGENTINA: LA DEMANDA SIGUE PUJANTE

Ventas minoristas en cadenas de supermercados (*)



NOTA: (*) Serie ciclo-tendencia. FUENTES: INDEC y elaboración propia.

★ "Ia Caixa" INFORME MENSUAL DICIEMBRE 2005 17

tria minera y los metales volvieron a ser los sectores más activos, mientras que el acero siguió a la baja. El indicador de actividad industrial, avanzando un 8,6%, viene mostrando durante 2005 una tendencia de aceleración que resume la continuidad de la recuperación.

La tasa de paro del tercer trimestre descendió hasta el 11,1%, continuando así la recuperación del mercado de trabajo, que sufre aún unos elevados niveles de subactividad. Los salarios también se han ido acelerando durante todo 2005, apoyando a la demanda, pero también incurriendo en ciertos riesgos inflacionistas.

En este sentido, los precios al consumo siguen acelerándose, y ya constituyen un serio riesgo para la estabilidad macroeconómica. La inflación de septiembre llegó a avanzar un 10,7% interanual. No hay que atribuir estos avances tanto a los precios de importación o energéticos, sino a los bienes primarios y nacionales. Aun teniendo en cuenta la especial situación argentina, con una recuperación más rápida de lo inicialmente esperado, la inflación al alza es en estos momentos el punto más débil del país.

La balanza comercial siguió dando motivos de satisfacción, manteniendo sus niveles de superávit, con unas exportaciones que avanzan por encima del 38%, centradas en manufacturas agrícolas. Así, el crecimiento exportador compensa unas también crecientes importaciones, fruto de la vigorosa demanda interna.

La industria crece y el empleo sigue recuperándose.

La inflación, cerca del 11%, constituye un riesgo cada vez mayor.

El superávit comercial se mantiene por la fuerza exportadora.

UNIÓN EUROPEA

Previsiones de la Comisión Europea: recuperación limitada

Primero, la historia. Después de haber registrado en 2004 el mejor crecimiento en cuatro años, la economía de la Unión Europea (UE) entró en un bache durante el primer semestre del presente 2005, cuando el producto interior bruto (PIB) apenas promedió un avance del 1,4%. Tras este mal comportamiento se encontraba el responsable habitual, la persistente atonía de la demanda interna.

A partir de aquí, la Comisión Europea, en sus previsiones de otoño, espera una progresiva recuperación que permitirá alcanzar un crecimiento en la UE del 2,1% en 2006, y del 1,9% en la zona del euro, para después volver a acelerarse en 2007, hasta el 2,4% y el 2,1%, respectivamente. Ello implica que la economía europea se situará en 2006 y 2007 por encima del crecimiento potencial estimado por la propia Comisión, lo que da fe de las dificultades del modelo económico europeo para alcanzar de forma sostenible ritmos de actividad en línea con las otras grandes economías globales como Estados Unidos o China.

¿En qué se basa este escenario? La Comisión identifica como primera causa de la reactivación el mantenimiento de una política económica muy acomodaticia, que combina la laxitud de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) y una política fiscal poco restrictiva. En

Tras el parón del primer semestre de 2005, la Comisión Europea prevé una recuperación progresiva, de forma que la Unión Europea crecerá por encima del 2% en 2006 y 2007...

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ZONA DEL EURO (1)

Otoño 2005

			Previsio	ones actuales oto	Diferencia con la primavera de 2005 (2)		
	2003	2004	2005	2006	2007	2005	2006
Producto interior bruto	0,7	2,1	1,3	1,9	2,1	-0,3	-0,2
Consumo	1,1	1,6	1,4	1,4	1,9	-0,2	-0,4
Inversión	0,9	2,3	1,7	3,1	3,2	-1,1	-0,6
Empleo	0,3	0,7	1,0	1,2	1,1	0,3	0,3
Tasa de paro (3)	8,7	8,9	8,6	8,4	8,1	-0,2	-0,1
Inflación (4)	2,1	2,1	2,3	2,2	1,8	0,4	0,7
Saldo público (% del PIB)	-3,0	-2,7	-2,9	-2,8	-2,8	-0,3	-0,1
Deuda pública (% del PIB)	70,4	70,8	71,7	71,7	71,8	0,0	-0,2
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	0,5	0,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,6	-0,7
Crecimiento del PIB en la UE-25	1,2	2,4	1,5	2,1	2,4	-0,5	-0,2

NOTAS: (1) Variación anual en porcentaje salvo indicación expresa.

FUENTE: Comisión Europea.

⁽²⁾ Un signo «+»(«-») significa una cifra positiva más alta (más baja) o una negativa más baja (más alta) comparado con la primavera de 2005.

⁽³⁾ Porcentaje de la población activa.

⁽⁴⁾ Índice de precios de consumo armonizado.

...gracias a una positiva combinación de factores: política económica acomodaticia, entorno internacional favorable, buenos beneficios empresariales, condiciones financieras propicias y un tipo de cambio más bajo.

En el lado de los riesgos sigue dominando el elevado precio del petróleo como principal amenaza, aunque la evolución de la inflación no se verá afectada sensiblemente.

ese sentido, la reducción del déficit público en la eurozona, equivalente apenas a una décima del PIB, deriva de forma prácticamente exclusiva del mayor ritmo de crecimiento, sin implicar ajuste presupuestario alguno.

Un segundo factor que actuará como soporte a la recuperación será la positiva evolución económica internacional. Aunque se prevé una cierta desaceleración del crecimiento global respecto al excepcional ritmo de 2004, la economía mundial aún superará en 2005 y 2006 el 4%, mientras que el comercio internacional se incrementará más de un 7% en ambos años, lo que beneficiará a las economías exportadoras de la Unión.

Finalmente, otros elementos acabarán de configurar un marco favorable para la expansión económica: la satisfactoria evolución de los beneficios empresariales, unas condiciones financieras benignas y

una cierta contención del tipo de cambio (en términos efectivos nominales) que ayudará a la exportación.

Algunas amenazas pueden, no obstante, enmendar la plana a este escenario relativamente optimista. La más evidente, el encarecimiento del petróleo. La Comisión Europea no espera un cambio sustancial en este frente. Tras crecer el precio del barril un 45% en 2005, lo que sitúa la media anual en unos 55 dólares, en 2006 se asistirá a una subida adicional del 12%, de forma que en el promedio del ejercicio el precio será de 61,4 dólares. En 2007 apenas se moderará de forma marginal, hasta los 60,3 dólares por barril.

Los efectos de este proceso en los precios serán, con todo, moderados debido a que no se está trasladando a mayores expectativas de inflación de los agentes económicos. Así, la inflación de la eurozona pasará del 2,3% de 2005 al 2,2% en 2006 y

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Otoño 2005

		PIB (*)			Inflación (**)		Paro (***)	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Bélgica	1,4	2,1	2,0	2,7	2,6	1,9	8,0	7,9	7,8
Alemania	0,8	1,2	1,6	2,0	1,6	1,1	9,5	9,3	9,1
Grecia	3,5	3,4	3,4	3,5	3,1	3,0	10,4	10,0	9,7
España	3,4	3,2	3,0	3,6	3,3	2,6	9,2	8,5	8,1
Francia	1,5	1,8	2,3	2,0	2,1	1,9	9,6	9,3	8,9
Irlanda	4,4	4,8	5,0	2,2	2,5	2,4	4,3	4,4	4,5
Italia	0,2	1,5	1,4	2,2	2,1	1,9	7,7	7,6	7,5
Luxemburgo	4,2	4,4	4,5	4,1	4,4	2,2	5,3	5,6	5,8
Países Bajos	0,5	2,0	2,4	1,7	2,0	1,9	5,1	4,9	4,2
Austria	1,7	1,9	2,2	2,2	2,1	1,7	5,0	5,0	5,1
Portugal	0,4	0,8	1,2	2,2	2,7	2,2	7,4	7,7	7,8
Finlandia	1,9	3,5	3,1	1,0	1,4	1,3	8,4	7,8	7,2
Zona del euro	1,3	1,9	2,1	2,3	2,2	1,8	8,6	8,4	8,1

NOTAS: (*) Porcentaje de variación real.

FUENTE: Comisión Europea.

^(**) Porcentaje del índice de variación de precios de consumo armonizado.

^(***) Porcentaje de la población activa.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Otoño 2005

		PIB (*)			Inflación (**)		Paro (***)	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
República Checa	4,8	4,4	4,3	1,7	2,9	2,6	7,9	7,5	7,4
Dinamarca	2,7	2,3	2,1	1,7	2,0	1,9	4,6	4,2	4,0
Estonia	8,4	7,2	7,4	4,1	3,3	2,6	7,2	6,0	5,4
Chipre	3,9	4,0	4,2	2,3	2,1	2,1	4,9	4,8	4,6
Letonia	9,1	7,7	7,1	6,8	6,0	4,8	9,7	9,4	9,3
Lituania	7,0	6,2	5,8	2,6	2,8	2,9	9,0	8,1	7,5
Hungría	3,7	3,9	3,9	3,7	2,0	3,0	7,0	6,9	6,7
Malta	0,8	0,7	1,1	3,1	2,6	2,2	7,2	7,1	7,1
Polonia	3,4	4,3	4,5	2,2	2,3	2,5	17,8	16,8	15,5
Eslovenia	3,8	4,0	4,2	2,6	2,5	2,5	5,8	5,7	5,6
Eslovaquia	5,1	5,5	6,3	2,9	3,6	2,1	16,7	16,2	15,8
Finlandia	2,4	1,5	2,1	2,4	1,4	-0,5	-0,2	5,9	5,6
Reino Unido	1,6	2,3	2,8	2,4	2,2	2,0	4,6	4,9	4,7
UE-25	1,5	2,1	2,4	2,3	2,2	1,9	8,7	8,5	8,1
UE-15	1,4	2,0	2,2	2,3	2,2	1,9	7,9	7,7	7,4
EEUU	3,5	3,2	2,7	3,3	2,9	2,2	5,1	5,0	5,3
Japón	2,5	2,2	1,8	-0,2	0,3	2,0	4,5	4,2	4,2

NOTAS: (*) Porcentaje de variación real.

FUENTE: Comisión Europea.

al 1,8% en 2007. Una tendencia similar experimentará la Unión Europea en su conjunto, pasando del 2,3% de 2005 al 1,9% en 2007.

Finalmente, conviene hacer un breve repaso por países, para contrastar las notables diferencias de crecimiento que se está produciendo en el seno de la Unión. En 2006, tres de las cuatro grandes economías de la UE - Alemania, Francia e Italia - crecerán por debajo del promedio comunitario que será, recordemos, del 2,1%. La cuarta, la británica, lo batirá en apenas dos décimas porcentuales. España, por su parte, superará el 3% en 2006. En la zona alta del crecimiento se situarán, junto con Irlanda, la mayoría de las economías de la ampliación, con Letonia exhibiendo el mayor ritmo de avance del PIB de la UE, un 7,7%.

Zona del euro: sorpresa positiva en el tercer trimestre

Desde hacía meses todo apuntaba a una mejora de la actividad en el tercer trimestre. Los datos no han defraudado. De la mano del mayor crecimiento de lo previsto en Alemania y Francia, el avance del PIB en la eurozona ha alcanzado en dicho tercer trimestre un 1,5% interanual, cuatro décimas porcentuales por encima del ritmo del segundo trimestre. En términos intertrimestrales anualizados, de mayor utilidad para detectar la tendencia más reciente, la aceleración del crecimiento es aún más visible ya que se ha pasado del 1,2% del segundo trimestre al 2,6% del tercero.

A falta de conocer el desglose por componentes, los últimos indicadores conoContinúa el bajo crecimiento de Alemania, Francia e Italia, y apenas por encima se situará Reino Unido, todos ellos lejos de España, que superará el 3% de crecimiento en 2006.

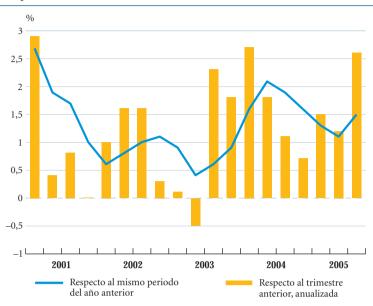
La zona del euro da la primera señal clara de salir del bache: el crecimiento del tercer trimestre es del 1,5%, sensiblemente mejor de lo esperado.

^(**) Porcentaje de variación del índice de precios de consumo armonizado, excepto para Estados Unidos y Japón, que es el índice de precios de consumo nacional.

^(***) Porcentaje de la población activa.

CRECIMIENTO AL ALZA EN LA ZONA DEL EURO

Variación del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Tras este buen resultado se encuentran la recuperación inversora y el tono aceptable de las exportaciones. cidos nos aportan información de qué factores están tras la recuperación europea. A tenor de la decepcionante evolución de los indicadores de consumo, con las ventas al por menor creciendo sólo un 0,6% en el tercer trimestre y la confianza del consumidor sin mejorar en un año, el gasto de los hogares no ha sido un elemento determinante en dicha expansión de la actividad.

Por el contrario, el mejor comportamiento relativo de la inversión, que se desprende, por ejemplo, del tono más positivo del componente de bienes de equipo de la producción industrial en el tercer trimestre (crecimiento del 2,1% interanual, consolidando el repunte del primer semestre de 2005), tendría que ser uno de los factores que ha actuado como motor de crecimiento.

Más incierta es la evolución del sector exterior. Aunque la exportación no ha funcionado mal en los últimos meses (avance del 9,3% interanual en el tercer

trimestre), el mayor dinamismo importador (incremento interanual del 14,1% en dicho tercer trimestre) puede haber más que compensado dicho tirón exportador.

Y si la situación contemporánea de demanda confirma la recuperación, los indicadores de oferta nos informan que la expansión está beneficiando al conjunto de los sectores productivos. Así, la producción industrial ha consolidado su tendencia a la reactivación al alcanzar en el tercer trimestre un crecimiento del 1,3% interanual, por encima del 0,5% del periodo de abril-junio.

Los servicios también están registrando un mayor ritmo de actividad. En octubre, el indicador de confianza del sector terciario se situó en el nivel de los 14,5 puntos, su mejor cifra desde julio de 2001. Incluso la construcción puede estar adentrándose en una senda de mayor dinamismo, si se confirma la recuperación de indicador de confianza sectorial que

La expansión beneficia a todas las grandes ramas de actividad, de manera que a la recuperación industrial y de los servicios se le suma, como novedad, la construcción.

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	Octubre	
PIB	0,7	1,8	1,9	1,6	1,3	1,1	_	1,5	_	_	
Ventas al por menor	0,4	0,9	0,8	1,1	1,1	0,6	-0,3	1,3	0,9		
Confianza del consumidor (*)	-18	-13,8	-14	-13,0	-13,2	-14,4	-15	-15	-14	-13	
Producción industrial	0,3	2,0	2,7	1,1	0,5	0,5	0,6	2,7	1,0		
Sentimiento económico (*)	93,3	99,9	100,5	100,9	99,0	96,3	97,5	97,8	98,6	100,5	
Tasa de paro (**)	8,7	8,9	8,8	8,8	8,8	8,7	8,5	8,5	8,4		
Precios de consumo	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,2	2,2	2,6	2,5	
Balanza comercial (***)	80,3	80,2	84,5	72,9	64,2	50,6	43,1	38,5	37,4		

NOTAS: (*) Valor.

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

se situó en el nivel de los 8 puntos negativos en octubre, frente a los 9,5 puntos negativos del tercer trimestre.

Menos novedades ofrecen otros dos frentes relevantes, precios y mercado laboral. Por lo que se refiere al primero, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado creció en octubre un 2,5% interanual, apenas una décima menos que en septiembre. Aunque la práctica totalidad del tensionamiento de precios deriva de la energía –descontada ésta la tasa resultante es del 1,5%, en línea con los registros de meses anteriores—lo cierto es que los niveles actuales son claramente superiores a la referencia que el BCE considera indicativa de estabilidad de precios (2% interanual).

En relación con el mercado de trabajo, la falta de mejoras sustantivas en materia de paro y el escaso ritmo de creación de empleo siguen siendo los elementos que lo caracterizan. Así, en septiembre, la tasa de paro se situó en el 8,4% de la población activa, una décima menos que en agosto, mientras que la ocupación crecía en el segundo trimestre un 0,7% interanual, sin cambio respecto al trimestre anterior.

Alemania: el nuevo gobierno estrena recuperación

Alemania ya tiene nueva Canciller –Angela Merkel, que logró la investidura en el Bundestag el pasado 22 de noviembre–, nuevo gobierno –con 8 ministros del Partido Socialdemócrata y 7 ministros de los partidos Democristiano y Socialcristiano, además del puesto de Canciller– y nuevo acuerdo de gobierno para la legislatura. Ha sido el fruto de cerca de dos meses de negociación que, en lo económico, tenía como única finalidad conseguir sacar a Alemania de la crisis y establecer las bases de un mayor crecimiento futuro.

Está por ver que el programa económico del nuevo gobierno represente una ayuda decisiva a fin de consolidar plenamente una recuperación que ya está en marcha y garantice unas reformas de suficiente calado que aseguren la competitividad futura de la economía germana al tiempo que mitiguen los cuellos de botella que afronta, en especial el envejecimiento de la población y la modernización de su estado del bienestar. ¿Es este el paquete económico que Alemania necesitaba para solucionar sus problemas?

Los precios de consumo siguen por encima de la referencia del BCE, marcando un alza del 2,5% interanual en octubre, mientras que el mercado laboral sigue sin ofrecer señales apreciables de mejoría.

Con la investidura de Angela Merkel como Canciller se cierra una ardua negociación sobre el programa económico.

^(**) Porcentaje sobre población activa.

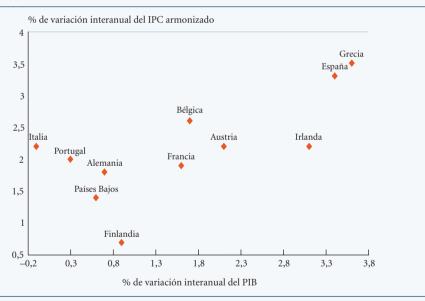
^(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

Una para todos y todos para una

El pasado mes de junio, la Liga Norte, uno de los partidos de la coalición de Silvio Berlusconi, propuso que Italia rompiera con el euro y que recuperara la antigua lira italiana, ligándola al dólar. La propuesta fue inmediatamente rechazada desde todos los ámbitos, atribuyéndose al carácter excéntrico y extravagante de la formación liguista. Pero más de uno debió pensar que sin el euro, es decir, sin las rigideces ni condicionantes que impone la pertenencia a la moneda única, la coyuntura italiana no sería tan desastrosa como lo es ahora. El hecho es que los países con bajo crecimiento de la eurozona desean tipos de interés más bajos, una moneda más débil y mayor margen de maniobra fiscal, mientras que los países con mayor crecimiento les convendría más lo contrario. En efecto, existe una notable dispersión en los ritmos de crecimiento del PIB y de las tasas de inflación correspondientes a los miembros de la eurozona, tal como puede apreciarse en el gráfico adjunto. Y esta asincronía en los ciclos de los respectivos países viene a complicar notablemente la labor de la autoridad monetaria europea. En el primer semestre de 2005, los países que lideraban el crecimiento en la Unión Económica y Monetaria (UEM) eran Grecia, España e Irlanda (situados paradójicamente en la periferia geográfica y económica de la Unión), con unos ritmos de avance del PIB superiores al 3% interanual en el primer semestre de 2005.

AMPLIA DISPERSIÓN EN EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN EN LA EUROZONA

Año 2005 (*)



NOTA: (*) PIB primer semestre de 2005, IPC media enero-septiembre 2005.

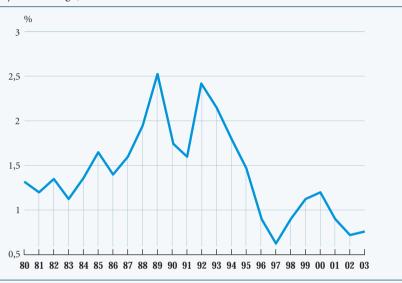
FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Tras estos países, se situaban Austria, Bélgica y Francia, con ritmos de crecimiento que iban del 1,5% al 2%, superiores todavía a la media de la eurozona (1,2%). Por debajo de ésta, quedan Finlandia, los Países Bajos y Alemania (con incrementos entre el 0,5% y el 1%), y ya en posición muy rezagada Portugal e Italia, con unos crecimientos prácticamente nulos. En materia de inflación, se observa una dispersión similar, apreciándose un exceso de inflación con respecto al objetivo del 2% en Grecia, España y Bélgica, y con acentos más preocupantes en Portugal e Italia, teniendo en cuenta el bajo nivel de crecimiento de estos dos países. De todas formas, cabe destacar

que según la Comisión Europea, a pesar de las notables diferencias subsistentes y de los altibajos sufridos, tanto la dispersión de la inflación como la divergencia cíclica (medida por la desviación estándar de las brechas de producción de cada país) han tendido a disminuir en los últimos años, como se refleja en el gráfico siguiente.

LA DIVERGENCIA CÍCLICA ENTRE LOS PAÍSES DE LA UEM SE REDUCE

Desviación estándar entre las brechas de producción de cada país (exceptuando los casos extremos de Irlanda y Luxemburgo)



FUENTE: Comisión Europea.

En estas circunstancias ¿cuál es la política monetaria óptima? El BCE debe atender a la situación de la UE en su conjunto, sin poder satisfacer por entero las necesidades específicas de cada país concreto. ¿Cómo se traduce esto en la práctica? Pues en que la política monetaria actual resulta muy holgada para el recalentamiento de algunas economías, como la española y la griega, pero excesivamente restrictiva para el estancamiento que sufren otros países (en particular, Alemania e Italia). Esta contradicción se sitúa otra vez en el centro de las críticas de la UEM, ahora que el BCE se ve abocado a subir el tipo de interés para atajar las expectativas inflacionistas derivadas del alza del precio del petróleo.

Es oportuno recordar aquí el debate suscitado en los medios académicos sobre la idoneidad de la UEM, en los años previos a su andadura. A la luz de la teoría sobre las áreas monetarias óptimas, desarrollada entre otros por Mundell, McKinnnon y Kenen, se insistió en que la integración fiscal, la movilidad del factor trabajo y la flexibilidad de los salarios eran algunos de los requisitos indispensables para afrontar con éxito las situaciones de divergencia real entre los países candidatos. En general, el escepticismo era la nota predominante en los análisis procedentes del otro lado del Atlántico. Eichengreen y Bayoumi, entre otros, advirtieron que la Unión Europea distaba mucho de ser un área monetaria óptima, con lo cual la renuncia a una política monetaria y a un tipo de cambio nacionales dificultaría en extremo la absorción de *shocks* asimétricos de oferta y demanda. Lógicamente, la opinión de la Comisión Europea (CE) era bien distinta, tal como la explicitó en el documento *Un mercado, una moneda* de 1990. Según la CE, los beneficios que reportaría la Unión (desaparición de los costes de transacción en operaciones de cambio de moneda, eliminación del riesgo de tipo cambio, integración de mercados financieros, aumento de la transparencia de precios y de la certidumbre sobre su evolución futura, etc.) supera-

<mark>↑× "Ia Caixa" INFORME MENSUAL DICIEMBRE 2005 25</mark>

rían con creces las desventajas señaladas. Se aceptaba, eso sí, que debido a las distintas posiciones de partida de los países candidatos, la convergencia plena en inflación y sincronización cíclica sólo se alcanzaría en el medio o largo plazo.

Tras casi seis años de funcionamiento de la UEM, se constata que en términos de crecimiento sus resultados han sido peores que los registrados en Estados Unidos y Reino Unido. La UEM muestra un grado de rigidez muy superior al de las citadas economías anglosajonas y tampoco ha sido capaz de controlar sus déficit públicos. Pero no toda la responsabilidad debe atribuirse a la moneda única. Desde un primer momento quedó claro que un componente esencial para alcanzar el éxito de la UEM era llevar a cabo las reformas estructurales necesarias en los mercados de productos y factores para conseguir aumentar la eficiencia y flexibilidad de las economías de la eurozona. Y aquí es donde los avances han sido insuficientes por las enormes resistencias que desencadena cualquier política en este sentido. Añorar las monedas nacionales y echar las culpas al euro no es más que una argucia para rehuir la asunción de la propia responsabilidad.

La medida fundamental del programa es una subida del IVA en tres puntos que, con otros ajustes de la tributación personal, debería reducir el déficit público por debajo del 3% del PIB en 2007.

El acuerdo de gobierno cerrado el pasado 11 de noviembre y avalado por sendos congresos extraordinarios del SPD (los socialdemócratas) y la CDU/CSU (los democristianos) tiene como medida estrella una reforma fiscal que debe permitir que el déficit público alemán pase del 4,0% del PIB de 2005 a caer por debajo del 3% en 2007.

Para ello se ha decidido aumentar el tipo del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del 16% actual al 19% en 2007 y destinar dos tercios del aumento de recaudación, que se estima en 20.000 millones de euros, a reducir el déficit público federal y el de los estados federados. El tercio restante se utilizará para reducir los costes laborales no salariales mediante la rebaja del coste del seguro por desempleo. El aumento de impuestos se completa con el incremento del 3% de la fiscalidad a las que se ven sometidas las rentas más elevadas de las personas físicas.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2004	2004		2005						
	2003	2004	III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	
PIB	-0,2	1,1	1,1	0,5	0,6	0,7	_	1,4	_	_	
Ventas al por menor	-0,5	1,1	0,9	1,4	0,6	2,1	-3,2	2,7	-0,7		
Producción industrial	0,1	2,4	3,8	1,4	1,9	1,8	2,8	2,0	3,6		
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	91,7	95,7	95,4	95,1	95,3	93,3	95,1	94,7	96,0	98,8	
Tasa de paro (**)	10,5	10,5	10,6	10,7	11,7	11,7	11,6	11,6	11,7	11,6	
Precios de consumo	1,0	1,7	1,9	2,0	1,7	1,7	1,9	1,9	2,5	2,3	
Balanza comercial (***)	130	149	154	155	157	154,4	156,0	156,3	159,1		

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

Las restantes medidas del acuerdo son de menor calado. De las propuestas iniciales de flexibilización del mercado de trabajo, sólo se ha salvado la ampliación del periodo de prueba de los nuevos contratados de los nueve meses actuales a 24 meses. Asimismo, se recorta moderadamente el seguro de desempleo, aunque se amplía la cuantía de la prestación para los parados de los *länder* del Este. También se ha pactado el aumento de la edad de jubilación a partir de 2012 a fin de alcanzar los 67 años en 2035. Finalmente, se ha aprobado un programa de inversión pública de 35.000 millones de euros para los próximos cuatro años.

Estas medidas pueden ser insuficientes para cumplir con el que debería ser su doble objetivo: consolidar la recuperación e impulsar las reformas microeconómicas que permitan elevar el crecimiento potencial de la economía germana. Así, el ajuste fiscal puede tener un efecto negativo sobre el principal elemento que se echa en falta en la incipiente reactivación germana a la que estamos asistiendo desde la vuelta de verano, el gasto de los hogares.

Por lo que se refiere a la mejora de las bases competitivas de la economía germana, la aplicación de parte del aumento de recaudación a la reducción de los costes laborales no salariales va en la buena línea, pero su cuantía, insuficiente, tendrá un escaso efecto a medio y largo plazo.

En cuanto a la modernización de los sistemas de pensiones y de salud públicos, la única medida prevista —el aumento de la edad de jubilación— se queda muy corta para afrontar los retos futuros del estado de bienestar, y su dilatado periodo de implantación hace dudar de su eficacia.

Lo anterior no implica, no obstante, que la recuperación vaya a descarrilar debido a la gestión del gobierno. En lo fundamental, el patrón de la reactivación va a seguir con las tendencias actuales. El detalle del crecimiento del PIB en el tercer trimestre, cuando se alcanzó el 1,4% interanual (0,7% en el segundo trimestre), muestra que el canal exportacióninversión, esto es, la traslación de la mayor demanda exterior a un aumento de inversión, está funcionando. Así, la inversión se incrementó en un 0,9% interanual (con el factor novedoso y positivo que junto a la aceleración de la inversión en bienes de equipo también la construcción levantó cabeza) mientras que el sector exterior aportaba un 1,2% al crecimiento del PIB. ¿Cuál sigue siendo la asignatura pendiente? El consumo, que sigue sin crecer.

En este sentido, se pueden valorar positivamente los escasos indicadores disponibles relativos al cuarto trimestre. La confianza del consumidor repuntó en octubre cerca de tres puntos y la suave desaceleración de los precios de consumo, del 2,5% interanual de septiembre al 2,3% de octubre, debería facilitar que el gasto de los hogares se recupere. No obstante, y a pesar de la reducción en una décima porcentual en octubre, hasta el 11,6%, se echa de menos una disminución significativa de la tasa de paro.

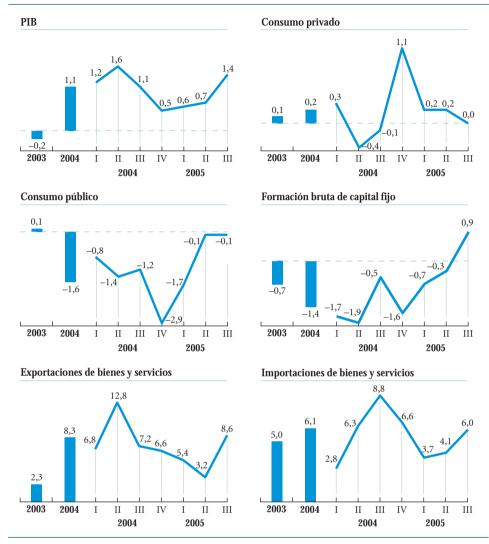
Finalmente, cabe concluir con los datos más recientes de actividad empresarial, especialmente por su carácter anticipatorio de la evolución futura de la economía germana. La producción industrial se aceleró en septiembre hasta el 3,6% interanual, máximo desde septiembre de 2004. La consolidación del indicador IFO empresarial en los elevados niveles actuales (del orden de los 98 puntos en octubre y noviembre) y la clara recuperación de los pedidos industriales avalan la continuidad de la recuperación empresarial en Alemania.

El ajuste fiscal puede afectar negativamente al consumo privado, precisamente el elemento que ha ido fallando en los últimos años, al tiempo que no se atacan de raíz los desequilibrios crecientes que afectan a las pensiones y al sistema público de salud.

Con todo, la recuperación alemana del tercer trimestre ofrece un perfil más positivo que en ocasiones anteriores, con una evolución cada vez más satisfactoria de la demanda externa y de la inversión.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ALEMANIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

El crecimiento del PIB francés en el tercer trimestre rompe al alza las previsiones más optimistas, alcanzando el 1,8% gracias a la recuperación de la demanda interna y a una menor detracción del sector exterior...

Francia: súbita aceleración de la actividad

Aunque los indicadores apuntaban a que el ciclo francés había tocado fondo en el segundo trimestre, la realidad ha roto al alza las previsiones más optimistas. En el tercer trimestre, el PIB ha sorprendido con un crecimiento del 1,8% interanual, siete décimas porcentuales mayor que el del trimestre precedente. Tras esta inflexión alcista se encuentran, por el lado de la demanda interna, la aceleración del consu-

mo privado, el consumo público y la inversión, de manera que únicamente la aportación negativa de las existencias ha actuado como freno al crecimiento interno. Por lo que se refiere al sector exterior, el crecimiento de las exportaciones ha favorecido una reducción de la contribución negativa de la demanda externa a su mínimo desde el primer trimestre de 2003.

Ahora la cuestión relevante es analizar si estamos en presencia de algo más que un solitario buen trimestre. Los indicadores del cuarto trimestre, aunque escasos, apuntan a que esta tónica positiva no se va a interrumpir abruptamente. La recuperación de los indicadores de confianza de industria y servicios en octubre ratifica que ambos sectores van a seguir consolidando la tendencia a la expansión iniciada en el tercer trimestre. Igualmente, el mantenimiento de la confianza del consumidor en dicho mes de octubre en niveles similares a los del periodo de agosto-septiembre parece confirmar que el gasto de los hogares vuelve a ejercer el papel central que ha desempeñado en el crecimiento galo en los últimos años.

Un elemento adicional que permitirá mejorar las perspectivas de crecimiento será el escaso tensionamiento de los precios. En octubre, el IPC galo cedía cuatro décimas porcentuales y se situaba en el 1,8% interanual, una cifra de por sí moderada. Pero es que una vez descontadas las partidas más volátiles del índice (que incluyen la energía), la tasa resultante era aún más contenida, del 0,9% interanual.

No obstante, estos buenos indicadores, tanto los referidos a la contabilidad nacional como los mensuales, han quedado en segundo plano frente al protagonismo que han tomado los desgraciados incidentes en los suburbios de las principales ciudades francesas. Sin pretender explicar aquí un fenómeno que supera el análisis estricto de la actualidad económica, sí que es cierto que conviene resaltar algunos aspectos vinculados con el ciclo francés y con sus perspectivas inmediatas.

Una primera consideración es que el estallido pone de manifiesto una de las debilidades del patrón reciente de crecimiento galo: las dificultades para generar empleo y disminuir el paro, especialmente en los colectivos más vulnerables, muchos de ellos ampliamente representados en los barrios afectados por los disturbios. Cabe recordar que en septiembre pasado la tasa de paro nacional era del 9,8% de la población activa, pero la de los jóvenes superaba el 20% y, según ciertas estimaciones, el nivel de paro en algunas de las zonas afectadas se situaba por encima del 40%.

Una segunda reflexión se refiere al posible efecto del estallido social en las tendencias de la economía. Tanto vía un posible deterioro de la confianza como a través del impacto sobre el presupuesto, se estima un resultado prácticamente marginal. Así, a pesar del notable proceso de debate social y público que el conflicto ha desatado, no parece que la senda de recuperación de la confianza empresarial

...y todo apunta a que el cuarto trimestre también va a registrar un ritmo de actividad positivo, todo ello sin que los desequilibrios inflacionistas se pongan de manifiesto.

Esta positiva evolución económica ha quedado superada por la atención que han recibido los disturbios sociales en los suburbios de las ciudades francesas que, con todo, no tendrán un impacto negativo apreciable ni en el gasto público ni sobre la confianza empresarial y del consumidor.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2004	2004		2005						
	2003		III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	
PIB	0,9	2,1	1,8	2,0	1,8	1,1	-	1,8	_	_	
Consumo interno	1,9	3,3	2,4	4,0	3,2	1,2	3,7	5,5	4,2	1,8	
Producción industrial	-0,4	1,8	1,8	1,5	0,7	-0,5	-1,1	1,5	0,2		
Tasa de paro (*)	9,8	10,0	10,0	10,0	10,1	10,2	9,9	9,9	9,8		
Precios de consumo	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,6	1,7	1,8	2,2	1,8	
Balanza comercial (**)	0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	-1,5	-1,7	-1,8	-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 Caixa" INFORME MENSUAL

DICIEMBRE 2005 29

y del consumidor vaya a registrar una caída significativa. Tampoco el conjunto de medidas paliativas que el ejecutivo ha decidido impulsar, y que según ciertas estimaciones se situarían en unos 300 millones de euros como máximo, afectará al esfuerzo de consolidación presupuestario, ya que de hecho se desviarán de otras partidas de gasto ya anunciadas.

Reino Unido: actividad al ralentí pero mayor inflación

Reino Unido: preocupante debilidad del consumo privado, que se sitúa en sus mínimos en más de diez años y que junto a la débil coyuntura industrial apunta a un ritmo de crecimiento moderado...

En el tramo final de 2005 la economía británica sigue sin dejar atrás sus problemas recientes. Aunque en el tercer trimestre el PIB creció un 1,7% interanual. dos décimas más que en el segundo, las perspectivas de actividad siguen siendo contenidas. El puntal del modelo de crecimiento británico en los últimos años, el consumo privado, continúa anclado en una etapa de debilidad histórica: en el tercer trimestre creció un 1,6% interanual, similar al ritmo del segundo trimestre, en lo que representa su mínimo en más de diez años. Por ello, el mejor comportamiento relativo de la inversión (crece un 2,8% interanual, seis décimas más que en el segundo trimestre) y de la exportación, apenas se ha trasladado a mayor crecimiento.

La evolución del gasto de los hogares es preocupante ya que el mercado de trabajo arroja una tasa de paro cercana a los mínimos históricos (2,8% en octubre). Con las ventas al por menor avanzando a ritmo históricamente contenido (aumento del 1,5% interanual en octubre) y la confianza del consumidor, también en octubre, erosionándose hasta caer por debajo del nivel de los cuatro puntos negativos, nada parece indicar que la inflexión alcista del gasto de los hogares esté cercana.

Y si el consumo no levanta cabeza, el pinchazo de la producción industrial de bienes de equipo en septiembre (caída del 0,4% interanual), que apunta a una inversión renqueante, todavía reviste tintes más preocupantes. En esta situación, la recuperación exportadora, que capitaliza un entorno global positivo y una cierta depreciación de la libra, se queda corta para compensar la debilidad de la demanda interna. En todo caso, de mantenerse el actual ritmo de las exportaciones (crecimiento por encima del 10% interanual en los trimestres segundo y tercero), el sector exterior puede acabar de cimentar la recuperación una vez el consumo repunte.

Tampoco los indicadores de oferta aportan señales de mejoría clara. El senti-

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2003	2004	20	04	2005						
	2003		III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	
PIB	2,5	3,2	3,0	2,5	1,7	1,5	-	1,7	_	_	
Ventas al por menor	3,0	6,1	6,7	4,7	2,9	1,5	1,4	1,0	0,7	1,5	
Producción industrial	-0,5	0,8	0,4	0,0	-1,1	-1,8	-1,4	-1,5	-1,1	•••	
Tasa de paro (*)	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	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	2,4	
Balanza comercial (**)	-46,8	-55,3	-57,4	-59,7	-61,5	-62,6	-62,1	-62,6	-63,1		

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.

miento económico, el más global de todos ellos, retrocedió en octubre más de un punto, poniendo bajo sospecha la prometedora recuperación de septiembre. Tras este mal comportamiento se encuentran unos servicios y una industria que no acaban de remontar el vuelo. Es significativo, en este sentido, que la producción industrial se situase en septiembre un 1,1% por debajo del nivel de un año antes, rompiendo las previsiones de un repunte que manejaban la mayoría de los analistas.

En esta coyuntura de actividad prácticamente plana, la inflación se mantiene en niveles amenazadores. El IPC se situó en octubre en el 2,4% interanual. Más allá del propio valor preocupa el hecho que otros precios de la economía, como los

de producción, se muestren también relativamente tensionados (crecimiento del 2,6% interanual en octubre).

El dilema para el banco central inglés es notorio. El consumo está en su peor momento en años, la manufactura no levanta cabeza y la política fiscal va a tender a volverse más contractiva, a medida que las medidas anunciadas de contención del gasto vayan consolidándose. Pero también es cierto que la inflación se mantiene en niveles cuatro décimas porcentuales por encima de la referencia que explícitamente tiene asignada el Banco de Inglaterra. Por el momento, la opción ha sido mantener invariados los tipos, pero quizás la economía necesite algo más para volver a la senda del crecimiento.

...sin que los precios se encaucen hacia una etapa de menor tensionamiento, rompiendo al alza el objetivo oficial de la política monetaria del Banco de Inglaterra.

Esta combinación de tensionamiento inflacionista y actividad en bajo tono complica la política monetaria, que se debate entre cortar de entrada las expectativas inflacionistas o contribuir a recuperar el crecimiento.

★ "la Caixa" INFORME MENSUAL

DICIEMBRE 2005 31

DICIEMBRE 2005 3

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Inminente subida de los tipos de interés del Banco Central Europeo

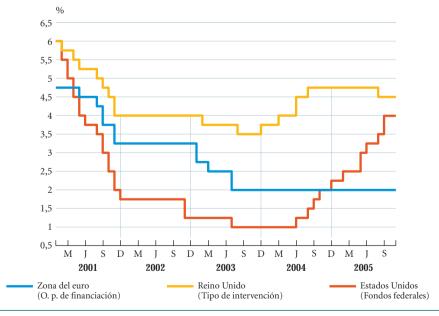
nómico y sus tipos de interés se colocan en el 4,50%.

Los temores a una inflación que supere los objetivos justifican la restricción de la política monetaria. Una inflación por encima de lo deseado, junto con unos niveles de tipos de interés bajos o muy bajos en la mayoría de los países están impulsando un mayor grado de restricción en las políticas monetarias. En la eurozona, hasta el momento de escribir estas líneas, el tipo de interés de referencia permanece en el 2%, pero se da por segura una elevación el 1 de diciembre. Asimismo, en Japón el debate sobre la conveniencia de terminar la política de los tipos de interés cerca del 0% está en marcha. La excepción es el Banco de Inglaterra, debido a que la economía británica se halla más avanzada en el ciclo eco-

En Estados Unidos, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal elevó el tipo de interés de referencia nuevamente en 25 puntos básicos en su reunión del día 1 de noviembre, tal como se esperaba. Fue la duodécima subida consecutiva desde el inicio del giro alcista empezado en junio de 2004. De este modo, el tipo de interés objetivo de los depósitos interbancarios a un día se situó en el 4%, cuatro veces más que al principio de junio de 2004. En su comunicado de prensa, la Reserva Federal sugería que continuaría aumentando los tipos de interés en las próximas reuniones, dado que conside-

LA RESERVA FEDERAL ELEVA SU TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA HASTA EL 4%

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

raba que la política monetaria todavía era demasiado acomodaticia.

Por otro lado, Ben Bernanke, que a partir del día 1 de febrero relevará a Alan Greenspan al frente de la Reserva Federal una vez que se confirme su nombramiento por el Congreso, en declaraciones ante el Comité Bancario del Senado manifestó que apoyaría una política monetaria continuista. Aunque dijo que estaba a favor de publicar un objetivo de inflación, señaló que no se precipitaría en su adopción.

En este contexto, el tipo de interés de los depósitos interbancarios norteamericanos a un año ascendió hasta el 4,80% a

mediados de noviembre, anticipando que el tipo de interés oficial subirá hasta el 4,75% en el próximo ejercicio.

En el área del euro el día 3 de noviembre el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) no varió sus tipos de interés. No obstante, el presidente Jean-Claude Trichet reiteró que los podían subir en cualquier momento, ya que las posibles presiones inflacionistas requerían una gran vigilancia. Otros dirigentes del BCE también realizaron comentarios de tono alcista, a favor de un movimiento preventivo, ya que «es mejor prevenir que curar», como dijo Christian Noyer, gobernador del Banco de Francia. Asimis-

El tipo de interés oficial en Estados Unidos seguirá subiendo.

Al confirmarse la recuperación económica de la eurozona, el BCE considera que se dan las condiciones para el giro alcista de la política monetaria.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

		Zona del euro			Unidos	Japón	Reino U	Suiza	
	Subastas	Euríbo	r (5)	Nivel objetivo de	Tres meses	ses Tres meses (5)	Tipo de intervención	Tres meses	Tres meses
	BCE (2)	Tres meses	Un año	Reserva Federal (3)	(5)		Banco de Inglaterra (4)	(5)	(5)
2004									
Octubre	2,03	2,15	2,32	1,75	2,08	0,09	4,75	4,90	0,71
Noviembre	2,05	2,17	2,33	1,92	2,31	0,09	4,75	4,88	0,75
Diciembre	2,07	2,17	2,30	2,25	2,50	0,09	4,75	4,87	0,75
2005									
Enero	2,06	2,15	2,31	2,25	2,66	0,10	4,75	4,87	0,74
Febrero	2,06	2,14	2,31	2,50	2,82	0,10	4,75	4,89	0,75
Marzo	2,05	2,14	2,34	2,59	3,03	0,09	4,75	4,99	0,75
Abril	2,05	2,14	2,27	2,75	3,15	0,08	4,75	4,94	0,76
Mayo	2,05	2,13	2,19	2,99	3,27	0,08	4,75	4,89	0,76
Junio	2,05	2,11	2,10	3,01	3,43	0,08	4,75	4,84	0,75
Julio	2,05	2,12	2,17	3,25	3,61	0,09	4,75	4,66	0,75
Agosto	2,05	2,13	2,22	3,43	3,80	0,09	4,53	4,59	0,76
Septiembre	2,06	2,14	2,22	3,60	3,91	0,09	4,50	4,60	0,76
Octubre (*)	2,06	2,20	2,41	3,75	4,17	0,09	4,50	4,59	0,81
Noviembre (1)	2,08	2,45	2,73	4,00	4,40	0,09	4,50	4,62	0,97

NOTAS: (*) Cifras provisionales.

<mark>★ "la Caixa" INFORME MENSUAL</mark> DICIEMBRE 2005 33

⁽¹⁾ Día 24.

⁽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: 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%), 1-11-05 (4,00%).

⁽⁵⁾ Tipo de interés interbancario de oferta.

FUENTES: Banco Central Europeo, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

Después de la subida de tipos del 1 de diciembre otras van a seguir en 2006.

Riña política en Japón en torno al fin de los tipos de interés del 0%. mo, la publicación de los datos del crecimiento económico en el tercer trimestre de Alemania, Francia y del conjunto de la eurozona mejor de lo esperado y la debilidad del euro reforzaron las expectativas alcistas.

De esta forma, el euríbor a un año, que se había situado en el 2,41% en octubre en promedio mensual, se incrementó hasta el 2,78% el día 21 de noviembre, anticipando un alza de 25 puntos básicos el día 1 de diciembre, otra de igual magnitud en el primer trimestre y otras dos elevaciones posteriores hasta llegar al 3%. El mismo día por la tarde el presidente Trichet reafirmó que el BCE estaba listo para actuar de inmediato en su comparecencia trimestral ante el Parlamento Europeo, pero ante las críticas de los diputados matizó que no había ningún plan de una serie de aumentos de los tipos de interés. Estas declaraciones motivaron una leve flexión de los tipos de interés interbancarios, de modo que al día siguiente el euríbor se situó en el 2,76%. De esta forma, el mercado sigue descontando subidas del tipo de interés del Eurosistema a partir de diciembre, si bien no tan continuadas como en el caso de la Reserva Federal, que partía de un nivel inferior (el 1%).

Como era de esperar, las señales del Banco de Japón de un próximo levantamiento de la política monetaria de máxima relajación no sentaron bien en círculos económicos oficiales. Así, Hidenao Nakagawa, responsable de política económica del Partido Democrático Liberal, en el poder, llegó a amenazar con retirar la independencia al instituto emisor japonés mediante una nueva ley. De este modo, posiblemente se retrase la restricción monetaria hasta que se afiance el relanzamiento económico en curso.

Por otra parte, el día 27 de octubre el Banco de Nueva Zelanda subió su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 7%. Seis días más tarde el Banco de Noruega elevaba su tipo de interés oficial por el mismo importe hasta el 2,25%.

Los bancos centrales se abren a la sociedad

Bajo el patrón oro, la función del banco central era mantener el valor de la moneda con relación al oro en los términos definidos legalmente (tantas libras esterlinas por onza de oro, por ejemplo). Se trataba de un principio claro y fácil de entender, y el sistema funcionó entre finales del siglo XIX y principios del XX. A Milton Friedman, premio Nobel de Economía en 1976, le gustaba el patrón oro, por su simplicidad, predictibilidad y credibilidad. Pero sobre todo porque quitaba de las manos de los políticos la gestión de la política monetaria. Milton Friedman era consciente de la imposibilidad de volver al patrón oro, y por eso a principios de los años sesenta abogaba por que la actuación de un banco central se guiase por una fórmula simple y conocida por el público, con apenas ningún margen de discrecionalidad para las autoridades monetarias.

Estas propuestas no fueron escuchadas. A lo largo de los años sesenta, setenta y ochenta del pasado siglo, las políticas monetarias se caracterizaron por su discrecionalidad, en un entorno de notables cambios económicos, financieros y tecnológicos. Y con importantes impactos externos como las crisis energéticas. Pero, a la vez, fueron años de alta inflación, con tasas de dos dígitos en buena parte de los países desarrollados. El descontrol de la inflación obligó a replantear los principios y las estrategias de las políticas monetarias, optándose por un camino intermedio entre la regla fija (tipo patrón oro u otra) y la discrecionalidad. La referencia no podía ser otra que la es-

tabilidad de la moneda o, dicho de otro modo, el establecimiento de un objetivo de inflación bajo y estable, al que el banco central debía comprometerse decididamente. Para cumplir con este objetivo de manera coherente a lo largo del tiempo era imprescindible que los bancos centrales fueran independientes del poder político.

La independencia del poder político y el compromiso con un objetivo de inflación obligan a que el banco central —cuyos miembros no son elegidos democráticamente, sino por nombramiento directo— sea transparente y comunique claramente el porqué de sus actuaciones. En la recepción de Año Nuevo que Jean-Claude Trichet, presidente del BCE, ofreció a la prensa a principios de 2005, afirmaba que una comunicación eficiente «reduce las expectativas inflacionistas de los mercados financieros y del público», «contribuye a la correcta formación de los precios en los mercados financieros», «reduce la incertidumbre acerca de los tipos de interés futuros» e incluso «mejora el funcionamiento del mercado de trabajo». Ben Bernanke, que probablemente sucederá a Alan Greenspan como presidente de la Fed, afirmaba hace un par de años que la actuación de la política monetaria podía dividirse en dos partes: «lo que hace», es decir, los aspectos operativos de la misma como la determinación de los tipos de interés; y «lo que dice», o sea, cómo se explica al público. A esta última, sin duda, le otorgaba una importancia mucho mayor.

	ВСЕ	Reserva Federal de Estados Unidos	Banco de Japón
Objetivos			
Especificación de un objetivo primordial	Estabilidad de precios	No	Estabilidad de precios
Cuantificación del objetivo primordial	No sobrepasar el 2% a medio plazo	No	No
Estrategia			
Indicadores relevantes	Valor de referencia para el crecimiento de M3	No	No
Variable instrumental	Tipo de interés interbancario a muy corto plazo	Nivel objetivo del tipo de interés de los fondos federales	Activos de caja para que el tipo interbancario diario se acerque al 0% en tanto haya deflación
Publicación de previsiones de inflación	Proyecciones	Sí	Sí
Publicación de los modelos macroeconómicos	Algunos	Sí	Algunos
Indicaciones sobre medidas futuras	A veces	Evaluación riesgos	A veces
Rendición de cuentas			
Comparecencias en el Parlamento	Por lo menos trimestralmente	Por lo menos 2 al año	Por lo menos 2 al año
Informes públicos	Mensual	Mensual	Mensual
Participación de representantes del gobierno en reuniones del órgano del banco central (como observadores)	Presidente del ECOFIN y Comisión	No	Ministro de Finanzas y de la Agencia de Planificación Económica
Publicación resumen de las actas	No	Tres semanas más tarde	Unas cinco semanas más tarde
Publicación actas detalladas	No	Cinco años más tarde	No
Conferencias de prensa	Mensual	No	Mensual

FUENTES: BCE, Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco de Japón y elaboración propia.

★ "la Caixa" INFORME MENSUAL

DICIEMBRE 2005 35

¿Cómo se comunican los banqueros centrales con la sociedad? Es habitual que el responsable de la política monetaria comparezca periódicamente ante el Parlamento para explicar su actuación. El gobernador o los miembros del Consejo intervienen en foros públicos o realizan declaraciones en las que lanzan los mensajes convenientes. Se publican informes, boletines, previsiones, opiniones o actas de reuniones que ayudan a entender la actuación del banco central. Pero todavía encontramos diferencias notables en la actuación de los distintos bancos centrales, no ya en términos de estrategia, sino en términos de pura comunicación. Por ejemplo, el BCE no publica las actas de las reuniones de su Consejo, al contrario de lo que hacen la Fed, el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón. Y mientras el Banco de Inglaterra es completamente transparente en cuanto a fijar un objetivo específico de inflación, el BCE apunta a un objetivo a medio plazo y la Fed no cuantifica ningún objetivo. La discusión sobre cuál es el mejor sistema sigue abierta, pero en todo caso, a lo largo de los años noventa y primeros de este siglo la transparencia y la comunicación han mejorado notablemente. Los bancos centrales ya no son esas instituciones reservadas y distantes, sino que se han abierto a la sociedad y los resultados positivos están a la vista.

Política monetaria. ¿Un traje a medida?

Si durante la Edad Media los caballeros cruzados buscaron incansablemente el Santo Grial, el cáliz de la Pasión, podríamos decir que hoy en día los banqueros centrales tratan de encontrar la fórmula ideal que consiga mantener la inflación baja y el crecimiento de la economía elevado. Pero el empeño no es sencillo. La política monetaria persigue alcanzar objetivos no siempre compatibles, como un crecimiento económico real elevado y estable, una alta tasa de empleo y la estabilidad de los precios. Para ello, influye sobre las condiciones financieras de la economía a través de varios instrumentos, entre los cuales se encuentran los tipos de interés. Es precisamente el nivel de los tipos de interés que fija el banco central la variable más conocida y usada para evaluar la actuación de los distintos bancos centrales o el grado de restricción de una política monetaria. ¿Cuál es entonces el nivel adecuado de los tipos de interés?

Una de las respuestas que mayor éxito ha tenido es la llamada regla de Taylor. La propuso en 1993 el profesor John B. Taylor de la Universidad de Stanford de Estados Unidos, un académico cuya experiencia previa como analista en la consultora neoyorquina Townsend-Greenspan, por aquel entonces presidida por Alan Greenspan, le permitió conocer a fondo los mercados monetarios. ¿Qué dice la regla de Taylor? Se trata de una simple ecuación que determina el tipo de interés de referencia del banco central en función de unos pocos parámetros económicos. Este tipo de interés sería igual a la suma de cuatro elementos. Primero, del tipo de interés real de equilibrio, que es el compatible con el crecimiento a largo plazo; segundo, la tasa de inflación objetivo; tercero, la desviación de la inflación respecto al objetivo del banco central; y, por último, la brecha de producción, o desviación porcentual del producto interior bruto del periodo respecto a su senda potencial. Los dos últimos sumandos están ponderados por sendos factores.

La regla de Taylor cobró popularidad desde su aparición gracias a que era relativamente sencilla y permitía hacer previsiones de los tipos de interés de los bancos centrales con unas pocas variables. El profesor Taylor cali-

bró la regla de política monetaria que lleva su nombre con datos de la economía estadounidense desde 1984 a 1992 y en aquel periodo el ajuste era bueno. Se comprobó, además, que otros bancos centrales parecían ajustar *ex-post* su política monetaria al dictado de la regla de Taylor.



NOTA: La desviación de la inflación y de la brecha de producción están ponderadas por 1,5 y 0,5 respectivamente. La inflación está medida por el deflactor del PIB.

FUENTES: Reserva Federal y elaboración propia.

Ahora bien, ¿la usan los bancos centrales para establecer sus tipos de interés? Aunque la regla de Taylor puede replicar la trayectoria de los tipos de interés de referencia para algunos países como Estados Unidos y Nueva Zelanda durante algunos periodos, los bancos centrales no reconocen explícitamente que sigan una regla de política monetaria. Los bancos centrales argumentan que una regla de política monetaria como la de Taylor no recoge otras variables relevantes, como, por ejemplo, indicadores de encuestas y de confianza, la evolución de las finanzas públicas, del mercado de trabajo, el rendimiento de la deuda pública, el precio de otros activos financieros, el crédito y el tipo de cambio. También esgrimen que no se puede confiar en demasía en reglas basadas en conceptos o indicadores susceptibles de considerables errores de medición, como la brecha de producción. En todo caso, lo que es evidente es que el BCE no sigue la regla de Taylor, como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

Por cierto, con la regla de Taylor se puede realizar el ejercicio de calcular cuáles serían ahora los tipos de interés a corto plazo en España si la política monetaria fuera autónoma. Pues bien, suponiendo que el Banco de España hubiera establecido un objetivo de inflación del 2%, como el actual, resulta que el tipo de interés de referencia del banco emisor se colocaría por encima del 7%. No cabe duda de que la situación coyuntural de la economía española, con este nivel de tipos de interés, sería sustancialmente distinta.

<mark>☆ "Ia Caixa" INFORME MENSUAL DICIEMBRE 2005 37</mark>



NOTA: La desviación de la inflación y de la brecha de producción están ponderadas por 1,5 y 0,5 respectivamente. La inflación está medida por el IPCA.

FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

La Reserva Federal da alas al dólar

La ampliación del diferencial de tipos de interés apoya al dólar.

El yen continúa cediendo en noviembre al retrasarse el momento esperado del fin de los tipos al 0%. La moneda norteamericana se apreció el 3,8% en los diez primeros meses del año frente a un amplio conjunto de divisas. En las primeras semanas de noviembre el dólar ha continuado subiendo con el apoyo de un diferencial de tipos de interés a su favor frente a muchas monedas y con expectativas de que se amplíe en los próximos meses. Los inversores y especuladores siguen prefiriendo los activos estadounidenses, y de este modo el billete verde ha podido sortear hasta el momento las presiones bajistas derivadas del aumento del desequilibrio exterior. Aunque a corto plazo el dólar puede continuar elevándose, a medio plazo sus perspectivas no son muy halagüeñas, pues el desequilibrio exterior se deberá corregir, en parte mediante la depreciación del dólar, sobre todo respecto a las monedas asiáticas.

El euro, por su parte, cayó el 6,1% en el periodo enero-octubre respecto a las divisas de los principales socios comerciales de la eurozona, después de una importante alza en el último cuatrimestre de 2004. En las primeras semanas de noviembre continuó la debilidad de la moneda única europea, afectada por un diferencial de tipos de interés en su contra en relación con una mayoría de divisas y por los disturbios en Francia. En particular, el euro cedió sensiblemente frente al empuje del dólar. Así, el día 15 de noviembre el euro se pagaba a 1,167 dólares, la menor cotización en dos años. Posteriormente, la intensificación de las expectativas de un inmediato giro alcista del Banco Central Europeo frenó esta tendencia.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Octubre 2005

	Última se	sión del mes		Datos	mensuales		
	Tipo de	% de variación	Tipo de		% variación (2)		Tipo de cambio
	cambio	mensual (2)	cambio medio	Mensual	s/diciembre 2004	Anual	24-11-05
Frente al dólar de EEUU							
Yen japonés	116,6	2,3	114,9	3,3	10,7	5,5	118,9
Libra esterlina (1)	1,768	0,2	1,765	-2,4	-8,6	-2,3	1,722
Franco suizo	1,290	-0,3	1,287	1,7	12,4	4,4	1,316
Dólar canadiense	1,182	1,2	1,177	-0,1	-3,3	-5,6	1,172
Peso mexicano	10,79	0,0	10,83	0,5	-3,3	-4,9	10,62
Índice efectivo nominal (4)	112,0	0,8	111,8	1,0	2,6	-1,2	112,5
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,202	-0,2	1,201	-2,0	-10,4	-3,8	1,178
Yen japonés	139,6	2,5	138,1	1,5	-0,8	1,5	140,0
Franco suizo	1,546	-0,7	1,549	0,0	0,8	0,4	1,550
Libra esterlina	0,677	-0,8	0,681	0,6	-2,0	-1,5	0,683
Corona sueca	9,536	2,2	9,422	0,9	4,9	4,0	9,511
Corona danesa (3)	7,462	0,0	7,462	0,0	0,4	0,3	7,462
Zloty polaco	3,979	1,5	3,923	0,2	-5,1	-9,2	3,925
Corona checa	29,60	0,1	29,67	1,2	-3,1	-5,8	29,16
Forint húngaro	250,5	0,4	251,8	2,4	2,5	2,1	251,8
Índice efectivo nominal (5)	101,5	0,2	101,4	-0,4	-5,3	-2,7	100,7

NOTAS: (1) Unidades por libra esterlina.

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

El yen descendió el 7,4% en el transcurso de los diez primeros meses del año frente a las divisas más importantes. En las primeras semanas de noviembre la moneda japonesa continuó debilitándose al retrasarse el momento esperado del fin de la política monetaria de tipos de interés cercanos al 0%.

La cesión del precio del crudo modera los rendimientos de los bonos

La rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos aumentó hasta el 4,66% el día 4 de noviembre, la cota más alta desde el inicio del giro restrictivo de la Reserva Federal al final de junio de 2004. El rendimiento de los bonos públicos norteamericanos fue impelido por la intensificación de las expectativas alcistas de los tipos de interés oficiales estadounidenses tras el comunicado de la Fed que abría las puertas a nuevas elevaciones. No obstante, más tarde se refrenaron en cierta medida las expectativas de las alzas de los tipos de interés oficiales al publicarse datos moderados de inflación con la cesión a la baja del precio del petróleo.

De esta forma, al final de la cuarta semana de noviembre el tipo de interés de los boAplanamiento de la curva de tipos de interés en Estados Unidos.

⁽²⁾ Los porcentajes de variación se refieren a las cotizaciones tal como aparecen en el cuadro.

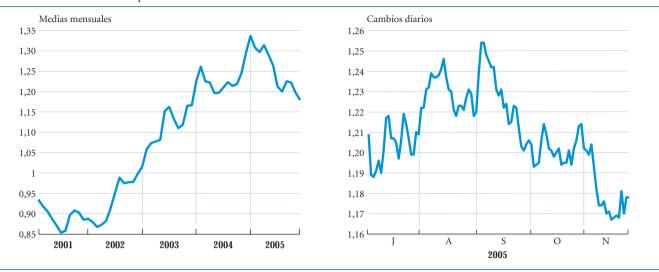
⁽³⁾ La corona danesa tiene una paridad central frente al euro de 7,46038 con una banda de fluctuación del ±2,25%.

⁽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.

EL EURO MARCA EL NIVEL MÍNIMO DE LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS FRENTE AL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 24 de noviembre.

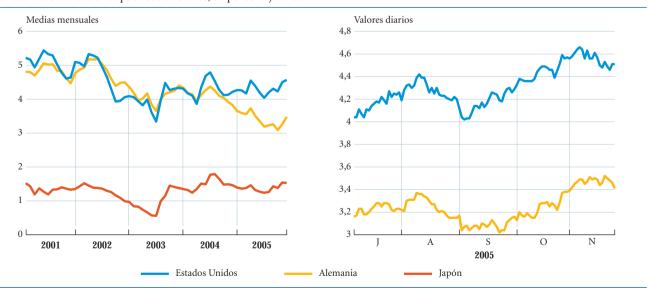
FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

nos del Tesoro de Estados Unidos a diez años se situaba en torno al 4,5%. Con todo, este movimiento se debe contemplar como una fase de corrección dentro de una tendencia alcista. No obstante, se constata el aplanamiento de la curva de tipos de interés norteamericana, ya que la pendiente 10 años-3 meses ha pasado de 166 puntos básicos al principio del ejercicio a unos 11.

El rendimiento de los bonos del Estado alemanes a diez años subió hasta el 3,52%

REDUCCIÓN DEL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO ENTRE EL DÓLAR Y EL EURO

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



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 24 de noviembre. 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		
	2003	2004	Ι	II	III	Octubre	24 noviembre
Estados Unidos	4,04	4,31	4,34	4,21	4,25	4,50	4,51
Japón	0,99	1,50	1,41	1,28	1,36	1,54	1,44
Alemania	4,10	4,07	3,63	3,35	3,19	3,26	3,41
Francia	4,13	4,10	3,64	3,38	3,23	3,29	3,44
Italia	4,24	4,24	3,75	3,53	3,40	3,45	3,61
España	4,12	4,10	3,63	3,36	3,18	3,27	3,48
Reino Unido	4,53	4,93	4,72	4,50	4,32	4,40	4,20
Suiza	2,47	2,57	2,15	2,04	1,90	1,93	2,17

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

el día 18 de noviembre, recuperando las cotas de abril al aumentar las probabilidades de un aumento del tipo de interés del Banco Central Europeo el día 1 de diciembre. Luego la rentabilidad de los bonos públicos germanos flexionó levemente a la baja al frenarse el alcance de la subida de los tipos del Eurosistema después de unas declaraciones del presidente Jean-Claude Trichet ante el Parlamento Europeo. Con todo, en las primeras semanas de noviembre el diferencial a largo plazo entre el dólar y el euro se redujo desde 117 puntos básicos al final de octubre hasta unos 111 puntos básicos al final de la cuarta semana de noviembre.

Las bolsas se reaniman y encaran con optimismo el final del ejercicio

Las bolsas sufrieron correcciones generalizadas en el mes de octubre en un contexto de temores inflacionistas y de expectativas crecientes de alzas de los tipos de interés. No obstante, gracias a una bajada del precio del oro negro y a la publicación de resultados empresariales mejores de lo esperado, los mercados bursátiles han reaccionado en las primeras semanas de noviembre. De esta manera, numerosas bolsas han marcado las cotas máximas de los últimos años y los inversores encaran el final del año con optimismo, con vistas a lograr cerrar el año con ganancias sensiblemente superiores a las que se preveían al comienzo del ejercicio en la mayoría de casos.

En este marco, los principales índices de las bolsas de Estados Unidos volvieron a recuperar la par del ejercicio en noviembre y consiguieron modestos avances sobre diciembre, a lo que contribuyó la flexión a la baja de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. El balance acumulado por sectores presenta notables disparidades. El sector energético, debido sobre todo a las revalorizaciones de las petroleras por el encarecimiento del precio del petróleo, y las compañías de servicios públicos consiguieron fuertes plusvalías sobre diciembre. En el polo contrario, las empresas de telecomunicaciones y de consumo cíclico, como automóviles, eran las que mostraban las mayores bajas en el decurso del ejercicio.

El índice DJ Eurostoxx 50, que abarca a las mayores sociedades de la eurozona, en la cuarta semana de noviembre se colocaba en el nivel máximo de los últimos tres años. La debilidad del euro, en la medida que suponía una mejora de la competitividad de las exportaciones, contrarrestaba el efecto negativo del repunte de los tipos

El rendimiento de los bonos del Estado alemanes sube al anticiparse un alza del tipo de interés del Eurosistema.

Los índices norteamericanos recuperan la par del ejercicio.

La cesión del precio del petróleo y el vigoroso crecimiento de los beneficios empresariales animan a las bolsas.

★ "la Caixa" INFORME MENSUAL DICIEMBRE 2005 41

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

31-10-2005

					Cotizació	n a 24-11-05
	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	% variación acumulada	% variación sobre la misma fecha de 2002
Nueva York						
Dow Jones	10.440,1	-1,2	-3,2	4,1	1,2	24,0
Standard & Poor's	1.207,0	-1,8	-0,4	6,8	4,4	36,0
Nasdaq	2.120,3	-1,5	-2,5	7,4	3,9	53,9
Tokio	13.606,5	0,2	18,4	26,3	28,3	68,1
Londres	5.317,3	-2,9	10,4	15,0	14,5	32,0
Zona del euro	3.320,1	-3,2	12,5	18,1	17,2	30,6
Francfort	4.929,1	-2,3	15,8	24,5	21,9	56,2
París	4.436,5	-3,6	16,1	19,7	20,0	38,8
Amsterdam	394,2	-2,2	13,2	19,3	20,0	16,9
Milán	25.061,0	-6,6	6,5	15,4	10,8	40,8
Madrid	10.493,8	-3,0	15,6	24,7	17,1	62,6
Zurich	7.036,7	2,0	23,6	31,2	31,3	44,8
Hong Kong	14.386,4	-6,8	1,1	10,2	6,0	49,9
Buenos Aires	1.608,9	-5,1	17,0	25,0	18,6	235,3
São Paulo	30.193,0	-4,4	15,3	31,0	21,9	207,0

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.

La bolsa suiza consique un alza de más del 30% sobre diciembre.

El IBEX 35 logra unas ganancias acumuladas superiores al 17%.

de interés sobre los beneficios empresariales. De esta forma, el índice DJ Eurostoxx 50 presentaba sustanciales ganancias sobre diciembre. Algunas plazas de la eurozona ostentaban plusvalías superiores al 20% en lo que va de año, encabezadas por las bolsas alemana, francesa y holandesa.

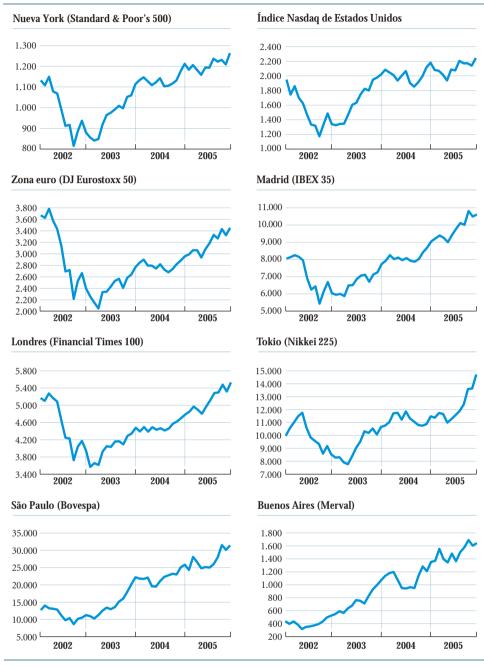
Por lo referente a la bolsa española, en las primeras semanas de noviembre el índice IBEX 35 recuperó el tono y la cota 10.500, aunque sin llegar al máximo del inicio de octubre. Aunque los espectaculares resultados empresariales de los tres primeros trimestres del ejercicio le prestaron apoyo, una operación societaria de adquisición valorada negativamente por el mercado le restó vigor. Con todo, al final de la cuarta semana del mes el índice selectivo español lograba un avance sobre diciembre superior al 17%.

Fuera del área del euro, el índice Financial Times 100 de la Bolsa de Londres anotó el nivel máximo desde agosto de 2001 en la cuarta semana de noviembre. El índice SMI de la bolsa suiza en la última semana de noviembre alcanzó la cota máxima desde junio de 2001, liderando las alzas entre las principales bolsas del Viejo Continente, con una subida respecto a diciembre superior al 30%. Por otra parte, en la misma semana el índice Nikkei 225 de la bolsa japonesa registró el nivel máximo desde diciembre de 2000 impulsado por la mejora de las perspectivas económicas y por la relajación de los rendimientos de los bonos. De esta forma, el índice nipón conseguía una ganancia en lo que va de año de más del 28%.

En cuanto a los mercados emergentes, algunos, como México, Corea del Sur y Bra-

BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes



NOTA: Noviembre 2005, día 24. FUENTE: Thomson Financial Datastream.

sil anotaron máximos históricos en la cuarta semana de noviembre, a consecuencia del buen momento económico y los flujos de inversiones internacionales que se dirigen hacia estos mercados. Otros mercados emergentes, como el de Argentina, acusaban las alzas de los tipos de interés internacionales y no lograban recuperar los niveles del inicio de octubre, pero, de todas maneras, registraban sustanciales aumentos hasta noviembre. Nuevos máximos históricos de los mercados bursátiles de México, Corea del Sur y Brasil.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

La economía española continúa en franca expansión

En el tercer trimestre de 2005, el PIB intensificó el ritmo de crecimiento anual hasta el 3,5%, el más alto desde finales de 2001, pero con una aportación algo más equilibrada de la demanda nacional y el sector exterior. Este último redujo a 1,7 puntos su contribución negativa al crecimiento del PIB (dos décimas menos que en el trimestre precedente), compensando de este modo la ligera desaceleración del consumo y la inversión. Las perspectivas para los meses finales de 2005 apuntan a la continuidad de dichas tendencias, por lo que el crecimiento medio en el conjunto del ejercicio actual podría situarse en torno al 3,4%, por encima de las expectativas iniciales.

El mejor comportamiento del sector exterior se apoyó en la reducción del saldo negativo de los intercambios de bienes y servicios, lo que se explica, a su vez, por la suave aceleración de las exportaciones y la ligera pérdida de impulso de las importaciones. Como consecuencia de todo ello, el déficit de las operaciones corrientes con el exterior se redujo al 6,9% del PIB (frente al 7,5% anotado durante el primer semestre) y la necesidad de financiación bajó a un nivel equivalente al 6% del PIB, en términos de la contabilidad nacional.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha revisado el criterio para estimar la aportación del sector exterior. Desde el último cambio de base de contabilidad nacional, el INE partía de la demanda interna, magnitud que incorpora el consumo de los no residentes en España menos el

consumo de los españoles en el exterior. Pero estos conceptos se contabilizan en realidad como una exportación o una importación de servicios, respectivamente. Por lo tanto, el resultado inducía a confusión sobre el peso efectivo de la demanda nacional en el conjunto de la economía, exagerando además la contribución negativa del sector exterior al crecimiento del PIB.

Desde la perspectiva de la demanda, se observa que el consumo final de los hogares redujo al 4,4% su ritmo de avance interanual en el periodo considerado, dos décimas menos que en el trimestre precedente, debido al menor dinamismo del gasto en algunos servicios y bienes duraderos. Este ritmo de crecimiento (todavía alto si se mide en términos históricos) continúa apoyándose en la favorable evolución del empleo (que según la contabilidad nacional continúa creciendo por encima del 3%) y en la fuerte expansión del crédito asociada a los bajos tipos de interés. Pero a tenor de las tendencias actuales, es probable que el consumo continúe moderando su crecimiento durante los próximos meses, máxime si consideramos que la confianza de los consumidores ha permanecido estancada a lo largo de todo el año en cotas muy bajas (cerca de 11 puntos negativos), según la encuesta de la Comisión Europea.

Por otra parte, el consumo colectivo de las administraciones públicas aceleró su crecimiento al 4,6% interanual (tres décimas más que en el segundo trimestre), debido al impulso registrado por las compras corrientes de bienes y servicios. En cuanto a la inversión, el componente

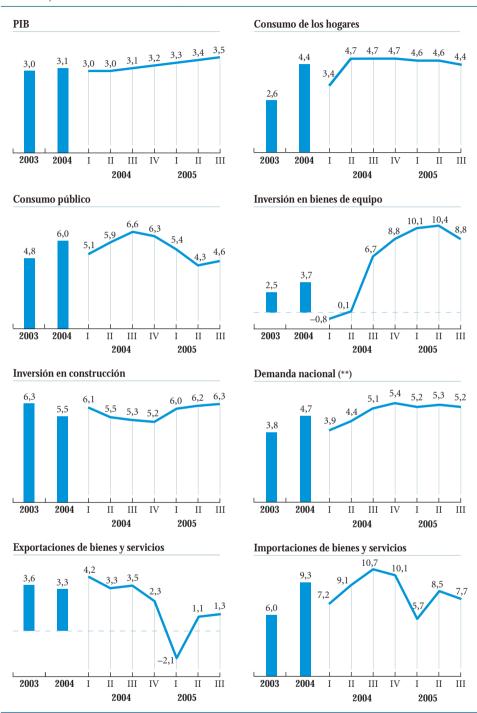
El PIB crece un 3,5% en el tercer trimestre de 2005, la tasa más elevada desde finales de 2001.

La demanda nacional continúa impulsando la actividad económica con una contribución menos negativa del sector exterior.

El consumo modera ligeramente su ritmo de avance y la inversión en bienes de equipo frena su alto ritmo expansivo...

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)



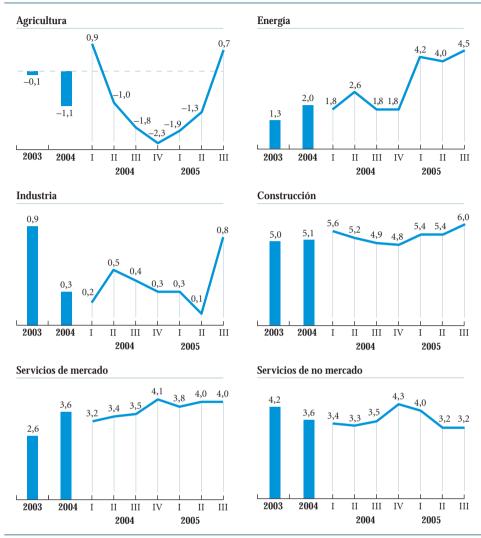
NOTAS: (*) Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)



NOTA: (*) Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario. FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

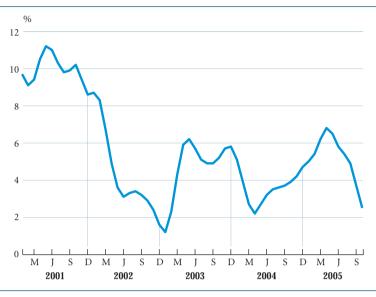
de bienes de equipo desaceleró su ritmo expansivo (8,8% de aumento interanual frente al 10,4% anterior), hecho comprensible si tenemos en cuenta el fuerte tirón de meses anteriores. La pérdida de impulso afecta en medida similar tanto a la inversión en maquinaria como al material de transporte, principalmente en el capítulo de las importaciones.

En cambio, la formación bruta en construcción aceleró suavemente su creci-

miento (hasta el 6,3% interanual), debido principalmente al impulso de la edificación. Con todo, cabe esperar una atenuación del fuerte ritmo expansivo de dicho agregado en los meses venideros, si tenemos en cuenta las tendencias de los principales indicadores de actividad (el consumo de cemento y los visados de obra nueva, entre otros). En el mercado inmobiliario, los precios siguen también una trayectoria descendente, pero en todo caso muy moderada: el precio por metro

SE DESACELERA EL RITMO EXPANSIVO DEL CONSUMO DE CEMENTO

Variación interanual del consumo de cemento



NOTA: Serie de ciclo-tendencia.

FUENTES: Oficemen, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2004	20	04			2	005		
	2003	2004	III	IV	I	I II Julio Agosto			Septiembre	Octubre
Consumo										
Producción de bienes de consumo (*)	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	1,1	0,9	3,4	0,7	0,2
Importación de bienes de consumo (**)	10,9	13,4	9,7	8,3	6,5	8,4	4,4	10,5	9,0	
Matriculaciones de automóviles	3,8	9,8	5,3	4,7	-0,0	4,9	-2,8	9,5	4,6	-9,6
Crédito al consumo de bienes duraderos	1,6	5,5	4,4	9,2	8,8		_	_	_	-
Indicador de confianza de los consumidores (***) Inversión	-13,7	-10,8	-11,7	-10,3	-9,7	-11,3	-11,0	-12,0	-11,0	-11,0
Producción de bienes de equipo (*)	0,6	1,8	4,7	-1,7	-0,8	0,6	-3,4	4,9	-2,7	-2,4
Importación de bienes de equipo (**)	14,8	14,9	19,2	29,0	28,6	36,0	-8,0	44,3	17,0	-2,4
Matriculación de vehículos industriales	13,5	11,7	9,4	9,4	9,2	17,9	10,1	22,3	11,8	1,8
Comercio exterior (**)										
Importaciones no energéticas	8,8	9,8	8,9	9,0	5,7	9,0	-2,7	11,1	7,3	
Exportaciones	6,9	5,2	6,7	4,3	-3,1	2,5	-6,0	5,2	5,9	•••

NOTAS: (*) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

FUENTES: ANFAC, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea y elaboración propia.

"la Caixa" INFORME MENSUAL

^(**) En volumen.

^(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

...pero la demanda en construcción tiende más bien a acelerarse.

Junto a la construcción, los servicios privados son los más dinámicos.

Los precios mantienen una evolución excesivamente alcista.

cuadrado de la vivienda libre se incrementó en un 13,4%, frente al 15,7% y el 13,9% anotados sucesivamente durante los dos primeros trimestres del año.

Desde el punto de vista de la oferta, el crecimiento más intenso corresponde a la actividad constructora, en línea con lo apuntado más arriba. En el resto de sectores, cabe destacar que la actividad de las ramas primarias registró una variación interanual positiva (0,7%), que no se veía desde los inicios de 2004, gracias sobre todo al buen comportamiento de los cultivos de verano. Sin embargo, las perspectivas son mucho más pesimistas para las cosechas de otoño e invierno, condicionadas hasta ahora por una desfavorable coyuntura meteorológica (especialmente en lo referente a la vid y el olivar).

También las ramas industriales aumentaron ligeramente su valor añadido, aunque el crecimiento queda todavía por debajo del 1% interanual. Finalmente, la actividad en los servicios continúa creciendo a un ritmo muy estable (3,8%), mostrando los servicios de mercado un dinamismo superior a los de no mercado. Entre los primeros, cabe destacar la mejoría experimentada por el sector turístico y el dinamismo de las actividades relacionadas con las tecnologías de la información y las comunicaciones.

En definitiva, se mantiene sin cambios apreciables el patrón de crecimiento actual de la economía española, basado en la fortaleza de los sectores productivos menos expuestos a la competencia internacional (construcción y servicios), mientras que los relativos a bienes manufacturados (que sí han de medirse en el mercado global) reflejan un dinamismo muy inferior. Por lo demás, la evolución de los precios continúa siendo el talón de Aquiles de la economía española: la tasa de crecimiento del deflactor del PIB ha mantenido una travectoria de aceleración constante en los últimos dos años, hasta el a todas luces excesivo 4.4% actual.

Mercado de trabajo

El empleo mantiene el tono a principios del cuarto trimestre

El mercado de trabajo sigue mostrando un vigor notable. En los doce últimos meses, 930.000 personas se han incorporado al mundo laboral, un aumento del 5,1% según la encuesta de población activa (EPA). Parte de los mismos son empleos a tiempo parcial y la mayoría de carácter temporal. Además, se concentran en el sector terciario y en la construcción, de manera que da la impresión que el empleo que crea la economía española no está siendo de gran *calidad*.

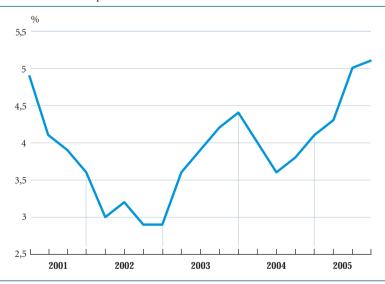
La jornada reducida aparece como elemento clave de integración laboral, en especial entre las mujeres. Algo más del 30% del empleo femenino corresponde a esta modalidad. Esta proporción dista

de la que presenta el empleo masculino, un 4,5% en el tercer trimestre de 2005. La jornada a tiempo parcial reviste intensidad distinta según sectores. El servicio doméstico lidera la utilización de esta fórmula contractual, concentrando el 48% del empleo de esta rama de actividad. Los servicios sociales y personales, a empresas, la pesca y la hostelería vienen a continuación, con cuotas cercanas al 20%. A un nivel menor se hallan comercio, educación y servicios sanitarios, con algo más del 12% del empleo total. Construcción, industria y administración pública, en cambio, presentan tasas muy bajas de trabajo a tiempo parcial, inferiores al 5%.

El segundo punto de apoyo del auge del mercado de trabajo es la contratación temporal, que avanzó a un ritmo interSe crean casi un millón de nuevos empleos en un año, pero predomina el contrato temporal y a tiempo parcial en la construcción y los servicios.

POTENTE CREACIÓN DE EMPLEO EN EL TERCER TRIMESTRE

Variación interanual del empleo estimado



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

▼ "la Caixa" INFORME MENSUAL

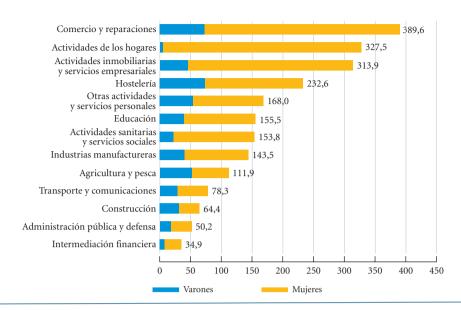
DICIEMBRE 2005 49

DICHEMBRE 2005 40

DICHEMBRE 2005 4

TRABAJO A TIEMPO PARCIAL, CLAVE EN SERVICIOS

Miles de personas con contrato a tiempo parcial



FUENTES: INE y elaboración propia.

La industria mantiene crecimientos muy modestos, un 1% interanual.

La contratación de trabajadores extranjeros también ayuda a explicar el fuerte auge de las cifras de empleo. anual del 13,1%, muy por encima de la contratación indefinida, hasta suponer el 34,4% del empleo asalariado (un 33,1% en el tercer trimestre de 2004). Dentro del empleo asalariado, el sector privado presenta un dinamismo mayor que el público que, en total, ocupó a 2.913.600 personas, es decir, el 18,5% del empleo asalariado o, lo que es equivalente, el 15,2% del empleo total.

En tercer lugar, la solidez que muestra la EPA dimana del fuerte avance del empleo en la construcción y los servicios, aunque tasas tan elevadas pueden resultar difíciles de mantener a corto plazo. Dentro de los servicios, donde el trabajo a tiempo parcial es relevante, comercio, transporte y comunicaciones presentan el menor tono relativo. Por el contrario, los servicios a empresas y personales muestran un gran dinamismo. La industria mejora levemente manteniéndose, no obstante, en crecimientos de la ocupación modestos, un 1% interanual. Buen comportamiento también en la agricultura, principal-

mente por la sustitución de jornadas completas por parciales.

La elevada tasa de aumento de la EPA se explica también por la importancia de la ocupación extranjera, que en los últimos doce meses copó el 43,6% del nuevo empleo. La naturaleza del colectivo encuestado puede aportar distorsiones a los resultados. Considerando únicamente el crecimiento de la ocupación entre españoles el ritmo de aumento queda reducido a un 3,2%, tasa menos disonante respecto al ritmo de expansión del producto interior bruto del 3,5% anticipado por la contabilidad nacional.

Por otra parte, la afiliación a la Seguridad Social, también filtrada del impacto de la regularización de extranjeros, ofrece un perfil estable y en cotas más coherentes con el ritmo de avance de la economía. En octubre, el ritmo de incremento de la afiliación llegó, en bruto, al 5,4% moderándose una décima respecto al mes precedente. Descontando los extranjeros

EMPLEO ESTIMADO

Tercer trimestre 2005

	Ocupados	Variación tri	mestral	Variación a	Variación anual (*)		nual (**)	%	
	(miles)	Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	participación	
Por sectores									
Agricultura	992,2	5,6	0,6	25,7	2,7	28,0	2,9	5,2	
No agrarios	18.199,0	290,6	1,6	904,2	5,3	1.034,2	6,0	94,8	
Industria	3.311,0	48,2	1,5	34,2	1,1	88,0	2,7	17,3	
Construcción	2.396,3	57,0	2,4	179,7	7,9	113,4	5,0	12,5	
Servicios	12.491,7	185,4	1,5	690,3	5,9	832,8	7,1	65,1	
Por empleadores									
Sector privado	16.277,5	226,1	1,4			978,4	6,4	84,8	
Sector público	2.913,6	70,1	2,5			83,6	3,0	15,2	
Por situación profesional									
Asalariados	15.749,5	309,4	2,0	950,4	6,4	873,6	5,9	82,1	
Contrato indefinido	10.333,1	27,8	0,3	304,6	3,1	384,9	3,9	53,8	
Contrato temporal	5.416,4	281,6	5,5	645,9	13,1	488,7	9,9	28,2	
No asalariados	3.421,4	-6,9	-0,2	-57,9	-1,8	189,8	5,9	17,8	
Empresarios empleadores	977,0	5,7	0,6			8,8	0,9	5,1	
Empresarios no empleadores	2.156,5	12,4	0,6			157,5	7,9	11,2	
Ayudas familiares	287,9	-25,0	-8,0			23,5	8,9	1,5	
Otros	20,2	-6,3	-23,8	37,5	174,1	-1,4	-6,5	0,1	
Por tiempo de ocupación									
A tiempo completo	16.963,3	486,5	3,0	661,8	4,0	413,8	2,5	88,4	
A tiempo parcial	2.227,8	-190,3	-7,9	268,1	17,0	648,2	41,0	11,6	
Por sexos									
Varones	11.524,9	207,1	1,8	461,5	4,2	500,6	4,5	60,1	
Mujeres	7.666,2	89,1	1,2	468,4	6,6	561,4	7,9	39,9	
TOTAL	19.191,1	296,1	1,6	930,0	5,1	1.062,1	5,9	100,0	

NOTAS: (*) Corregida del impacto de los cambios metodológicos introducidos en el primer trimestre de 2005.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

dados de alta a raíz del proceso de regularización, el incremento de la afiliación quedaría alrededor del 3,0%. La afiliación entre españoles, indicador más estable, siguió creciendo a un 2,0%, el mismo ritmo de los tres meses anteriores.

El paro estimado por la EPA, 1.765.000 personas en el tercer trimestre, cayó un 15,5% con relación a un año antes. La súbita pérdida de ritmo de incremento de la población activa explica este brusco descenso del paro. De este modo, la tasa

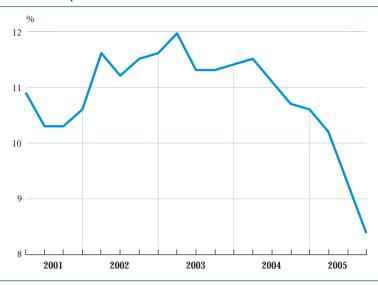
de desempleo se situó en un 8,4%, un nivel que no se alcanzaba desde finales de los años setenta. Con todo, se mantuvieron notables diferencias entre los índices correspondientes a la población masculina y la femenina, un 6,5% y un 11,2%, respectivamente. El nivel de desempleo entre los menores de 25 años se situó, por su parte, en un 18,0%.

La bonanza de la situación se refleja también en la escasa proporción del número de hogares en que todos sus miembros Notable descenso del desempleo, que se sitúa en niveles mínimos en muchos años.

^(**) Sin corregir del impacto de dichos cambios.

LA TASA DE PARO INTENSIFICA SU DESCENSO

Paro estimado sobre la población activa



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

PARO ESTIMADO									
Tercer trimestre 2005									
	n 1	Variación tr	imestral	Variación a	ınual (*)	Variación a	anual (**)	Participación	% sobre
	Parados	Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	%	población activa
Por sexos									
Hombres	799,2	-90,9	-10,2	-150,3	-15,5	-171,3	-17,7	45,3	6,5
Mujeres	965,8	-88,8	-8,4	-187,2	-15,5	-244,5	-20,2	54,7	11,2
Por edades									
Menores de 25 años	465,8	-42,3	-8,3			-72,4	-13,5	26,4	18,0
Resto	1.299,3	-137,3	-9,6			-343,3	-20,9	73,6	7,1
Por situación personal									
Paro de larga duración	522,3	-71,4	-12,0			-64,6	-11,0	29,6	_
Buscan primer empleo	250,6	-7,5	-2,9			-97,6	-28,0	14,2	_
Resto	992,1	-100,8	-9,2			-253,6	-20,4	56,2	_
TOTAL	1.765,0	-179,7	-9,2	-337,5	-15,5	-415,8	-19,1	100,0	8,4

NOTAS: (*) Corregida del impacto de los cambios metodológicos introducidos en el primer trimestre de 2005. (**) Sin corregir del impacto de dichos cambios.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

estaban sin trabajo, que cayó hasta un 2,5% del total. La situación también mejora en el caso de los cabezas de familia, para los que la tasa de desempleo cedió hasta un 5,4%, y entre los cónyuges y los hijos de la persona de referencia, aunque

las tasas de paro, un 7,8% y un 14,1%, eran más elevadas. El paro de larga duración, es decir, de duración superior al año, afectó a 522.300 personas, un 29,6% de la población sin empleo.

Paro registrado: la mejora se atenúa

La impresión de haberse alcanzado un cierto límite superior en la tendencia de mejora del mercado de trabajo que dimana de los principales indicadores de empleo se constata también en los registros de las Oficinas de los Servicios Públicos de Empleo. En efecto, el número de inscritos aumentó en octubre claramente por encima del mismo mes del año anterior. De este modo, el desempleo a final de octubre alcanzó los 2.052.861 personas, según el Sistema de Información de los Servicios Públicos de Empleo, situándose un 1,1% por debajo del mismo mes de 2004.

El suave deterioro de la situación en octubre fue general en los distintos sectores y contribuyó a debilitar el respectivo balance acumulado. Únicamente en el caso de los demandantes de primer empleo los registros cayeron con más intensidad, circunstancia difícil de interpretar, pero que puede responder a un menor número de inscripciones determinado por un empeoramiento de expectativas de población que no ha trabajado con anterioridad. En descenso total del desempleo hasta octubre fue de 59.854 personas, prácticamente la mitad que en los diez primeros meses de 2004.

El desempleo registrado también muestra un cierto agotamiento de su tónica descendente.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Octubre 2005

	Parados	Variación diciembre		Variación sobr periodo del aí	%	
		Absoluta	%	Absoluta	%	 participación
Por sectores						
Agricultura	66.136	15.844	31,5	16.467	33,2	3,2
Industria	293.124	-10.458	-3,4	-2.194	-0,7	14,3
Construcción	220.582	-32.117	-12,7	-7.443	-3,3	10,7
Servicios	1.249.976	-14.809	-1,2	-1.270	-0,1	60,9
Primer empleo	223.043	-18.314	-7,6	-28.509	-11,3	10,9
Por sexos						
Hombres	803.777	-74.243	-8,5	-30.284	-3,6	39,2
Mujeres	1.249.084	14.389	1,2	7.334	0,6	60,8
Por edades						
Menores de 25 años	278.101	9.288	3,5	1.126	0,4	13,5
Resto de edades	1.774.760	-69.142	-3,7	-24.076	-1,3	86,5
TOTAL	2.052.861	-59.854	-2,8	-22.949	-1,1	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Precios

Los combustibles dan un respiro al IPC en octubre

Las tensiones de fondo en los precios aumentan lentamente a remolque de los efectos indirectos de la subida de carburantes y materias primas. El índice de precios de consumo (IPC) experimentó un notable aumento en octubre, aunque inferior al del mismo mes de 2004, lo que dio un cierto respiro a la tasa interanual de inflación que cedió dos décimas para situarse en un 3,5%. La baja del precio de los combustibles fue decisiva al respecto y sus efectos no fueron más intensos por el leve repunte de los alimentos frescos y de la inflación subyacente, ya por segundo mes consecutivo.

La suave inflexión al alza de la inflación subyacente, que subió otra décima de punto hasta situarse en el 2,6%, no fue ajena a las tensiones mostradas por los precios de los bienes industriales no energéticos que, de algún modo, empezaron a recoger ciertas presiones en los costes de producción. Con todo, la importancia relativa en el consumo final de productos importados a precios moderados siguió compensando en buena medida esas alzas y el crecimiento interanual de este componente se mantuvo en cotas muy contenidas, un 1,1%.

De modo similar, los precios de los servicios también se movieron levemente al alza, aunque dentro de su patrón de comportamiento de los últimos meses, es decir, muy estables en una tasa interanual

MODERACIÓN PUNTUAL DEL IPC

Variación interanual del IPC general y de la inflación subyacente



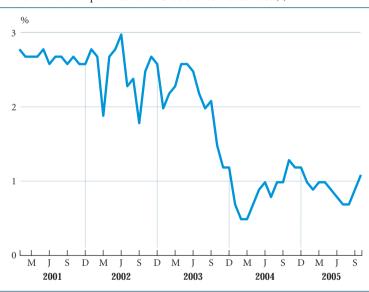
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO 2004 2005 % % variación % % variación % variación variación variación variación s/diciembre s/diciembre 2003 2004 mensual anual mensual anual Enero -0,7-0,72,3 -0.8-0.83,1 Febrero -0.70,0 2,1 0,3 -0,63,3 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 0,2 1,8 3,1 3,4 Junio 0,2 2,2 3,5 0,2 2,1 3,1 Julio -0,81,4 3,4 -0,61,5 3,3 Agosto 0,4 1,8 3,3 0,4 1,9 3,3 Septiembre 2,0 2,5 0,2 3,2 0,6 3,7 Octubre 1,0 3,1 3,5 3,6 0,8 3,4 Noviembre 0,2 3,3 3,5 Diciembre 3,2 3,2 -0,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

LOS BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS AYUDAN A MODERAR EL IPC

Variación interanual del componente del IPC de bienes industriales (*)



NOTA: (*) Sin productos energéticos.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

algo superior al 3,5%. Las alzas de precios en ciertos servicios públicos (saneamiento, transporte, enseñanza, etc.), el aumento progresivo del coste de los servicios financieros y los incrementos intensos en determinados servicios personales, de reparaciones o del hogar, explican la estabilidad en cotas tan elevadas de este componente tan relevante del IPC.

La alimentación elaborada tampoco contribuyó positivamente al IPC de octubre al frenarse la tendencia bajista que venía registrándose desde finales del primer triAlimentos y bebidas no contribuyen a la contención del índice general.

★ "Ia Caixa" INFORME MENSUAL

DICIEMBRE 2005 55

DICIEMBRE 2007 55

TOTAL CONTROL OF THE PROPERTY OF THE

En cambio, los carburantes se comportan mejor de lo esperado.

mestre. El alza del aceite, del tabaco y de los espirituosos, en estos dos últimos casos principalmente por motivos fiscales, determinó este leve repunte. Con todo, el balance de este componente en el conjunto del año es claramente positivo al haberse desacelerado el crecimiento de sus precios en más de un punto respecto al cierre del ejercicio anterior.

Los alimentos frescos finalmente recogieron, al menos parcialmente, las tensiones de precios en los mercados de origen y su índice se colocó, conforme a las previsiones, en máximos anuales, un 3,6% interanual. La situación no fue a peor gracias a la caída del precio del pollo, afectado por los temores provocados por la gripe aviar. Probablemente, este fenómeno contribuya positivamente al IPC de noviembre si no queda compensado por alzas intensas en alimentos sustitutorios.

La única alegría provino del precio de los carburantes, que en octubre cayó ligeramente en contraste con el fuerte as-

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Octubre

	Índices	% vari mens		% vari s/diciembr			riación ual
	(*)	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	117,2	0,0	0,2	2,4	2,2	3,0	2,9
Bebidas alcohólicas y tabaco	121,6	-0,0	0,2	5,5	4,9	5,7	4,9
Vestido y calzado	118,2	8,5	8,9	-0,0	-0,5	2,8	1,6
Vivienda	117,0	0,9	0,6	4,2	5,9	4,6	5,8
Menaje	108,5	0,5	0,4	1,1	1,5	1,6	2,2
Medicina	106,4	0,1	0,0	0,1	0,7	0,2	0,8
Transporte	119,9	1,2	-0,7	8,1	9,1	8,1	7,1
Comunicaciones	91,7	-0,1	-0,1	-0,2	-1,5	-0,9	-1,9
Ocio y cultura	103,0	-0,9	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Enseñanza	120,8	2,0	2,4	3,4	3,8	3,7	4,5
Hoteles, cafés y restaurantes	120,6	-0,0	-0,0	3,8	3,9	4,0	4,3
Otros	114,6	0,1	0,2	2,7	3,0	2,9	3,2
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	115,7	0,1	0,2	3,7	2,5	4,0	2,9
Alimentos sin elaboración	122,0	-0,0	0,2	0,9	2,7	1,8	3,6
Conjunto no alimentario	114,7	1,4	1,0	3,2	3,6	3,7	3,6
Bienes industriales	112,1	2,6	1,8	3,0	3,8	3,7	3,5
Productos energéticos	123,9	2,6	-0,7	11,6	15,4	11,6	11,2
Carburantes y combustibles	131,4	3,5	-0,9	15,3	20,4	15,3	14,6
Bienes industriales sin productos energéticos	108,4	2,6	2,8	0,3	0,3	1,3	1,1
Servicios	117,7	0,0	0,1	3,4	3,4	3,6	3,8
Inflación subyacente (**)	113,8	0,9	1,1	2,4	2,1	2,9	2,6
ÍNDICE GENERAL	115,4	1,0	0,8	3,1	3,4	3,6	3,5

NOTAS: (*) Base 2001 = 100.

(**) Índice general sin energía ni alimentos no elaborados.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

censo del mismo mes de 2004. Por ello, el índice del grupo energético se desaceleró notablemente, casi cuatro puntos porcentuales, hasta quedar en un todavía muy elevado 11,2%.

La moderación de los precios en octubre ha sido algo más intensa en España que en el conjunto de la Unión Monetaria, a tenor del índice de precios de consumo armonizado. En efecto, en ese mes el diferencial cedió en una décima para quedar en 1,1 puntos porcentuales. La mayor contención de los precios del transporte en España fue decisiva al respecto, aunque su crecimiento quedó todavía por encima del de la zona del euro. Los componentes con un comportamiento relativamente más favorable en España fueron las bebidas alcohólicas y tabaco, el ocio y la cultura y los servicios médicos.

Los precios en origen se contienen, excepto en la agricultura

Los precios industriales moderaron su alza en octubre, pero continuaron creciendo a un ritmo muy elevado, un 4,9% interanual. La intensa desaceleración de los precios de la energía fue el determinante de esta contención, que hubiera podido ser de mayor calado de no mediar un comportamiento poco favorable de los precios de los productos alimenticios. En cambio, las manufacturas de consumo y los bienes de equipo mostraron mayor estabilidad en cotas relativamente moderadas.

Los precios de importación continuaron también afectados por el precio del petróleo y su crecimiento interanual acumulado subió hasta quedar en una meEl diferencial de inflación con la zona del euro queda en 1,1 puntos.

Los precios industriales experimentan un parón en su tendencia alcista.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios		Índice d	e precios in	dustriales			Precios de	importaciór	1	Deflactor del PIB (*)
	agrarios	Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios	
2004											
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	4,2
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	8,8	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	4,3
Junio	-11,9	4,4	2,2	2,1	3,1	13,5	5,3	3,6	-1,3	7,7	_
Julio	5,1	4,6	2,1	1,9	3,0	15,7	8,2	0,6	10,4	11,7	-
Agosto	9,2	4,9	2,5	1,8	2,9	16,3	6,1	-0,2	-0,4	11,0	4,3
Septiembre		5,4	2,6	1,9	3,2	17,9	4,3	-0,6	4,2	7,0	-
Octubre		4,9	3,0	1,8	3,0	15,2					_

NOTA: (*) Datos brutos corregidos.

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

★ "la Caixa" INFORME MENSUAL

Moderación en los precios de importación y expectativas poco favorables en los agrarios. dia del 5,0% para los nueve primeros meses del año, tres puntos y medio 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. Los precios de los bienes de consumo, en cambio, se moderaron y su aumento medio quedó en un 0,8%, tasa muy baja pero que, a la postre, contrasta con el descenso que experimentaban en 2004.

Los precios agrarios tuvieron un comportamiento desfavorable en agosto, pero su incremento acumulado en los ocho primeros meses, un 3,3%, fue seis décimas inferior al de 2004. Pese a esta mejora, las expectativas no son positivas en la medida en que será difícil mejorar los registros del segundo semestre de 2004, lo que contribuirá a empeorar el balance de este año frente al registrado en el año anterior.

Sector exterior

Leves atisbos de recuperación exportadora en el tercer trimestre

Finalizado el tercer trimestre, uno de los rasgos más destacables de los intercambios comerciales con el exterior fue la incipiente recuperación de las exportaciones en un contexto de moderación relativa de las importaciones. En efecto, en septiembre las ventas exteriores avanzaron por segundo mes consecutivo por encima del 10% gracias a la recuperación de mercados exteriores a la Unión Europea. Al mis-

mo tiempo, pese a crecer con intensidad, las compras exteriores se moderaron, lo que facilitó una mínima ralentización del aumento del déficit comercial, que en los nueve primeros meses de 2005 alcanzó los 56.699 millones de euros, un 30,7% por encima de 2004.

La recuperación de las exportaciones en septiembre permitió elevar su crecimiento acumulado al 4,8%, aunque principalmente gracias al incremento de precios, pues el aumento en volumen quedó en El déficit comercial sigue creciendo a tasas muy elevadas pese a que la exportación parece arrancar de la mano de los mercados exteriores a la UE.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-septiembre 2005

		Importaciones			Exportaciones		Saldo	Tasa
	Millones de euros	% variación anual en valor	% partici- pación	Millones de euros	% variación anual en valor	% partici- pación	Millones de euros	de cobertura (%)
Por grupos de productos								
Energéticos	23.450	39,3	13,9	4.458	21,2	4,0	-18.992	19,0
Bienes de consumo	48.463	8,5	28,6	42.874	-0,8	38,1	-5.588	88,5
Alimenticios	10.062	5,2	5,9	13.431	2,7	11,9	3.369	133,5
No alimenticios	38.401	9,1	22,7	29.444	-4,2	26,2	-8.957	76,7
Bienes de capital	19.359	24,2	11,4	10.196	9,4	9,1	-9.163	52,7
Bienes intermedios no energéticos	77.887	5,8	46,0	54.932	7,5	48,8	-22.955	70,5
Por áreas geográficas								
Unión Europea 15	99.220	6,0	58,7	78.549	2,4	69,8	-20.671	79,2
Zona del euro	86.623	6,3	51,2	65.624	2,2	58,4	-20.998	75,8
Otros países	69.939	22,4	41,3	33.911	10,9	30,2	-36.028	48,5
Rusia	3.780	46,1	2,2	763	18,2	0,7	-3.017	20,2
EEUU	6.021	9,6	3,6	4.352	5,8	3,9	-1.669	72,3
Japón	4.342	4,2	2,6	866	-3,7	0,8	-3.476	19,9
América Latina	7.697	22,4	4,6	5.403	4,8	4,8	-2.294	70,2
OPEP	12.596	35,6	7,4	2.958	21,7	2,6	-9.638	23,5
Resto	35.501	21,2	21,0	19.568	12,8	17,4	-15.933	55,1
TOTAL	169.159	12,2	100,0	112.460	4,8	100,0	-56.699	66,5

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

▼ "IaCaixa" INFORME MENSUAL

DICIEMBRE 2005 59

Las importaciones tienden a perder vigor, en particular, las de bienes intermedios no energéticos.

El déficit comercial abre una brecha en las cuentas exteriores que no cubre un sector turístico poco dinámico. un 0,2%. El mejor tono de las ventas exteriores se concentró en los países terceros, principalmente, Estados Unidos, Japón, China, antigua Unión Soviética y países exportadores de petróleo. Las ventas a la Unión Europea cayeron cerca del 2%. El mejor tono exportador fue generalizado por productos, pero en ciertos sectores importantes como el automóvil las ventas se encontraban claramente por debajo del año anterior.

Las importaciones mantuvieron en septiembre el tono del mes anterior y su crecimiento nominal acumulado se elevó al 12,2%, equivalente a un 6,9% en volumen. Este incremento varió sensiblemente por tipos de productos. Por una parte, las compras exteriores de bienes de consumo tendieron a una cierta estabilización en cotas relativamente elevadas pero

muy inferiores a las de hace unos meses, queriendo reflejar una cierta moderación del consumo. En el caso de las de bienes de inversión, también pareció iniciarse una cierta inflexión aunque el nivel es todavía altísimo. Claramente decreciente fue la tendencia de las importaciones de bienes intermedios no energéticos, que en el tercer trimestre del año crecieron un modestísimo 0,6% real a remolque del menor tono industrial.

El déficit corriente prosigue su escalada

El déficit corriente continuó ampliándose a pasos agigantados en agosto a remolque del cambio de signo de la balanza de transferencias y del mayor déficit comercial y de rentas, que no se vio compensa-

BALANZA DE PAGOS			
Acumulado 12 últimos meses en millones de e	euros		
	Agosto 2004	Agosto 2005	% variación
Balanza corriente			
Balanza comercial	-47.218	-65.516	38,8
Servicios			
Turismo	26.366	25.524	-3,2
Otros servicios	-4.640	-3.636	-21,6
Total	21.726	21.888	0,7
Rentas	-12.122	-17.395	43,5
Transferencias	739	-1.027	_
Total	-36.875	-62.049	68,3
Cuenta de capital	8.588	7.891	-8,1
Balanza financiera			
Inversiones directas	-11.515	-26.678	131,7
Inversiones de cartera	39.645	80.381	102,8
Otras inversiones	15.439	478	-96,9
Total	43.569	54.181	24,4
Errores y omisiones	873	-1.021	_
Variación de activos del Banco de España	-16.155	999	_

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.

do por la mejora de la balanza de servicios. De ahí que el déficit acumulado en los doce últimos meses alcanzara los 62.049 millones de euros, es decir, un 7,1% del producto interior bruto.

El deterioro de la situación se debió a un empeoramiento generalizado de las distintas rúbricas de la balanza de pagos. En primer lugar el déficit comercial en los ocho primeros meses del año subió un 39,2%, recogiendo la subida de la factura petrolera y el auge de las importaciones en un contexto de debilidad exportadora.

En segundo término, el saldo por servicios cayó un 2,3% 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. Así, los ingresos por turismo aumentaron únicamente un 2,2% nominal, muy por debajo de los precios de los servicios turísticos y de la propia entrada de turistas extranjeros (un 6%). Los pagos, por el contrario, crecieron un 26,2%.

La balanza de transferencias, en cambio, mejoró ligeramente y volvió a un superávit mínimo, muy inferior al correspondiente a los ocho primeros meses de 2004. El juego de los recursos públicos procedentes de la Unión Europea ha facilitado

este cambio pues las remesas de emigrantes al exterior siguen presionando esta rúbrica de la balanza. Por último, ya en la balanza 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 agosto un superávit inferior al del mismo periodo del año anterior por las menores entradas procedentes de la Unión Europea. El saldo acumulado en los ocho primeros meses quedó también por debajo del registrado el mismo periodo de 2004 y fue insuficiente para cubrir el déficit corriente. De ahí que la necesidad de financiación de la economía española, resultante de los saldos de la balanza corriente y de capital, se elevara a 37.377 millones de euros en el periodo enero-agosto, prácticamente el doble del año anterior.

En el ámbito financiero, la inversión extranjera directa en España retrocedió con notable intensidad tanto en el ámbito empresarial como en inmuebles, un 40% y un 18% respectivamente. Únicamente la inversión exterior de cartera progresó con fuerza. La inversión española directa en el exterior también cayó pero no en inmuebles ni en cartera.

Se desploma la inversión extranjera en España.

Sector público

Los ingresos públicos crecen con fuerza hasta octubre

Los ingresos públicos crecen seis puntos por encima del nominal de la economía...

Los ingresos no financieros del Estado continuaron con un fuerte ritmo de aumento en octubre alcanzando los 113.643 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses del año, un 15,7% más que en 2004. Esta cifra no incluye los 37.299 millones correspondientes a los tramos de la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y de la mayor parte de impuestos indirectos cedidos a las comunidades autónomas y corporaciones locales, por lo que resulta poco significativa como indicador de la capacidad de ingreso de las administraciones por la vía de impuestos generales. Incluyendo estos ingresos cedidos, la recaudación ascendió a 150.942 millones de euros, lo que supone un aumento de un 14,1% respecto al año precedente.

La principal fuente de recursos continuó siendo la imposición directa, que creció de modo espectacular, un 19,2%, aupada por la recaudación por el impuesto sobre la renta de sociedades. Los ingresos por renta de personas físicas, que siguen constituyendo el núcleo fundamental de este capítulo, también aumentaron con fuerza, un 16,7%.

Algo menor fue el incremento de los ingresos por impuestos indirectos con el impuesto sobre el valor añadido (IVA) como figura principal. Cabe destacar el aumento de la recaudación de este im-

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Octubre 2005

		Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	
Ingresos no financieros	21.550	15,8	113.643	15,7	
Ingresos no financieros corregidos (*)					
IRPF	7.042	17,5	46.725	16,7	
Impuesto de sociedades	10.069	23,1	28.957	25,4	
IVA	7.833	6,8	45.565	12,7	
Impuestos especiales	1.801	24,4	15.232	4,7	
Resto	1.202	-2,7	14.463	1,7	
Total	27.947	15,5	150.942	14,1	
Pagos no financieros	10.927	-15,8	99.421	4,6	
Saldo de caja	10.623	89,0	14.222	357,4	
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	11.907	64,8	20.015	156,2	

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

FUENTES: Ministerio de Hacienda y elaboración propia.

puesto por operaciones interiores, un 23,6%, muy superior al incremento nominal de la economía que no se explica si no es por la falta de homogeneidad en los datos. Entre los impuestos especiales, la mayor parte de las figuras progresaron a un ritmo muy modesto, excepto el impuesto sobre el tabaco, que recientemente ha experimentado un aumento de tipos. La recaudación por el de hidrocarburos se estancó afectada por el cambio en la estructura del consumo de carburantes. Finalmente, los recursos procedentes del tráfico exterior crecieron también con fuerza por el auge importador y, lógicamente, por el efecto del alza del precio del petróleo.

Al margen de los recursos impositivos, las tasas y precios públicos experimentaron un aumento importante, que contrasta con el descenso de los ingresos patrimoniales afectados por los menores beneficios declarados por el Banco de España. Las transferencias corrientes, por su parte, aumentaron modestamente en contraste con el fuerte descenso de las de capital.

Los pagos no financieros del Estado aumentaron un 4,6%, ascendiendo a 99.421 millones de euros. Esta cifra no incluye la contrapartida de los ingresos correspondientes a los tramos de los impuestos cedidos a las comunidades autónomas. Esta moderación relativa del gasto se debió al modesto aumento de las transferencias corrientes y al descenso de las compras de bienes y servicios.

El saldo de caja del Estado hasta octubre, es decir, la diferencia entre sus ingresos y pagos no financieros, fue positivo por importe de 14.222 millones de euros y muy superior al del mismo periodo del año anterior. Este saldo, pese al significativo aumento neto de los activos financieros, dio lugar a una capacidad de financiación de 4.427 millones de euros. En términos de contabilidad nacional el saldo presupuestario resultó también positivo y muy superior al del mismo periodo de 2004, alcanzando un importe de 20.015 millones de euros.

...impulsados por los impuestos directos y el IVA.

Notable superávit de las cuentas públicas hasta octubre.

Ahorro y financiación

La financiación al sector privado pulsa al ritmo más fuerte de los últimos cinco años

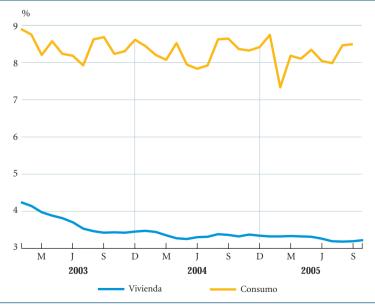
Los bajos tipos de interés de los préstamos impulsan la demanda de crédito bancario. Los tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios se mantuvieron en niveles bajos en septiembre y en general incluso tendieron a descender ligeramente después de un suave repunte en agosto. La media de los tipos de interés de las familias se colocó en el 4,14%, cerca del mínimo anotado en julio. El promedio de los tipos de interés de las empresas se situó en el 3,41%, próximo a la cota mínima de junio. Los reducidos tipos de interés actuales se explican por el anclaje del tipo de interés del Banco Central Europeo en el 2% desde junio de

2003 y por un entorno bancario competitivo.

Algunos tipos de interés han empezado a ascender en sintonía con la perspectiva de una subida del tipo de interés del Eurosistema en los próximos meses. Así, el tipo de interés de los créditos al consumo se situó en septiembre en el 8,5%, medio punto más que en julio. Por otro lado, en octubre de 2005 el tipo de interés de los préstamos hipotecarios a más de tres años para adquisición de vivienda libre del conjunto de entidades de crédito se incrementó levemente en 3 puntos básicos hasta el 3,23%, pero sólo se hallaba a 4 centésimas del mínimo histórico anotado en agosto. De este modo, se co-

LIGERO REPUNTE DEL TIPO DE INTERÉS DEL CRÉDITO AL CONSUMO

Tipos de interés de préstamos y créditos a hogares. Nuevas operaciones. Entidades de crédito



FUENTE: Banco de España.

SE ACELERA LA FINANCIACIÓN TANTO A LAS EMPRESAS COMO A LAS FAMILIAS

Variación interanual de la financiación total por sectores institucionales



FUENTE: Banco de España.

locaba 11 puntos básicos por debajo del mismo mes de 2004.

En este contexto de bajos tipos de interés y con el impulso de un favorable clima económico, en septiembre la financiación al sector privado avanzó al ritmo más alto desde abril del año 2000, con una tasa de variación anual del 19,3%. De momento, la anunciada desaceleración de la demanda de crédito sigue brillando por su ausencia, aunque probablemente ocurra una vez que se eleven los tipos de interés reales, equivalentes a los tipos nominales menos la expectativa de inflación.

La financiación a las empresas aumentó el 18,2% en septiembre en relación con el mismo mes de 2004, lo que representa 5,3 puntos más que la tasa anual registrada en diciembre. En cuanto a los recursos dirigidos a las familias, se incrementaron el 20,6% respecto al mismo mes del año anterior. Del total de la financiación destinada a las familias, la mayor parte siguió

siendo las hipotecas, que continuaron elevándose a un fuerte ritmo. El crédito al consumo (para comprar automóviles, motocicletas, electrodomésticos, muebles, viajes, etc.) también aumentó considerablemente. Así, el importe de las nuevas operaciones de crédito al consumo a los hogares en el periodo enero-septiembre se elevó el 21,5% con relación a los mismos meses del ejercicio precedente. Por lo referente al resto de finalidades, el montante de las nuevas operaciones otorgadas en los nueve primeros meses de 2005 experimentó una tasa de variación anual del 14,1%.

Fuerte expansión de los depósitos bancarios

Los depósitos totales del sector privado aumentaron a un elevado ritmo en septiembre respecto al mismo mes de 2004, muy superior al del área del euro. Los depósitos en monedas distintas del euro registraron la mayor elevación anual. Las La financiación a las empresas se acelera hasta tasas del 18%.

El importe de las nuevas operaciones de crédito al consumo hasta septiembre se eleva el 21% en relación con el mismo periodo de 2004.

Espectacular aumento de los depósitos en monedas distintas del euro y de las cuentas a plazo a más de dos años.

La rentabilidad media anual de los fondos de inversión mobiliaria se sitúa en el 4,7%.

Se abre una nueva etapa para los fondos y sociedades de inversión, con los nuevos fondos de inversión libre y los cotizados entre otras novedades. cuentas a plazo a más de dos años, que disfrutan de una bonificación fiscal de los intereses del 40%, también experimentaron una espectacular alza. Por otro lado, las cuentas a la vista y de ahorro se incrementaron el 11,5% en los últimos doce meses.

En cambio, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se situó en 241.305 millones de euros al final de octubre, con un decremento mensual de 763 millones. Este retroceso fue debido a minusvalías anotadas por la negativa evolución de los mercados financieros en el mes, ya que las suscripciones netas totalizaron 1.077 millones de euros. En relación con diciembre, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria subió en 21.733 millones de euros, el 9,9%. En los primeros diez meses del ejercicio las suscripciones netas se cifraron en 15.035 millones de euros. La rentabilidad media anual ponderada de los fondos de inversión mobiliaria resultó del 4,70%. Todas las categorías de fondos registraron rendimientos anuales positivos, pero con una gran variación. Las ganancias más elevadas correspondieron a los fondos de renta variable de los mercados emergentes, que fueron del 46,0%.

Por otro lado, el día 9 de noviembre entró en vigor el nuevo reglamento de las instituciones de inversión colectiva mediante el Real Decreto 1309/2005. De este modo. se concretan algunos aspectos del nuevo marco legal para las instituciones de inversión colectiva de acuerdo con la ley 35/2003, de 4 de noviembre, que modernizaba el marco jurídico para estas entidades introduciendo mayor flexibilidad al tiempo que incorporaba las últimas novedades comunitarias en la materia. El nuevo reglamento supone algunas novedades para los fondos y sociedades de inversión y a continuación se relacionan las más relevantes.

Con las nuevas normas se producen algunos cambios en la clasificación. Así, desaparece la figura de las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM), con una nueva denominación para las sociedades de inversión colectiva de capital variable (SICAV) (anteriormente SIMCAV). Asimismo desaparece la obligatoriedad para las sociedades de inver-

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Septiembre 2005

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		%
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	participación
A la vista y de ahorro (**)	375.922	30.848	8,9	38.904	11,5	44,3
A plazo hasta 2 años (*)	183.313	22.846	14,2	27.717	17,8	21,6
A plazo a más de 2 años (*)	203.529	76.061	59,7	94.068	85,9	24,0
Cesiones temporales	72.901	-7.748	-9,6	-2.586	-3,4	8,6
Total (*)	835.664	122.006	17,1	158.102	23,3	98,5
Depósitos en monedas no euro	12.343	6.496	111,1	7.092	135,1	1,5
TOTAL (*)	848.007	128.502	17,9	165.193	24,2	100,0

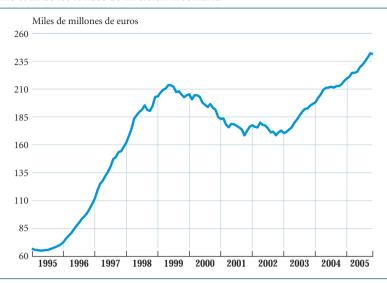
NOTAS: (*) A partir de junio de 2005 a consecuencia de la entrada en vigor de la nueva normativa contable derivada de la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad se producen incrementos en los depósitos a plazo como contrapartida del reingreso en el activo de fondos de titulización que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

(**) Incluye los depósitos con preaviso, según definición del BCE.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

LIGERO RETROCESO DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN OCTUBRE

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.

sión de carácter financiero, representadas por acciones a diferencia de los fondos de inversión, de que sus títulos representativos del capital deban negociarse en bolsas de valores. Ahora podrán cotizarse además en un mercado especial organizado al efecto o bien liquidarse a semejanza de los fondos de inversión. Por otra parte, a partir de ahora puede haber fusiones mixtas entre fondos y sociedades de inversión, si son de la misma clase (financieras y no financieras), mientras que hasta ahora las sociedades de inversión sólo podían fusionarse entre ellas, al igual que los fondos.

Otra novedad es el desarrollo de compartimentos en los fondos y sociedades de inversión. En general, éstos deberán tener un mínimo de 20 partícipes. Cada compartimento podrá tener una política de inversiones propia, así como un correspondiente régimen de comisiones y una diferente rentabilidad.

Se regulan los fondos de inversión libres, los denominados *hedge funds* en el mun-

do anglosajón. Éstos podrán seguir estrategias alternativas, con menos restricciones que los tradicionales. También se introducen en el mercado español los fondos de inversión cotizados, cuyas participaciones cotizan en bolsas de valores y por tanto su valor varía a lo largo de la sesión, a diferencia del valor liquidativo tradicional. A este respecto también hay cambios. A partir de ahora el valor liquidativo sólo podrá ser el del mismo día de la solicitud o del día siguiente (no el del día anterior como antes) y no podrá ser conocido previamente por el inversor para evitar situaciones de posible arbitraje.

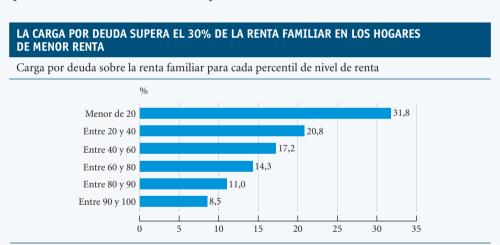
En otro ámbito, el volumen de activos de los fondos de pensiones alcanzó la cantidad de 68.584 millones de euros al final del tercer trimestre, según datos de la asociación de gestoras Inverco. De este modo, creció el 18,1% con relación a doce meses antes. En cuanto a la rentabilidad anual media ponderada de los fondos de pensiones, se situó en el 9,0% al final de septiembre.

El volumen de activos de los fondos de pensiones crece el 18% en septiembre en relación con un año antes.

Alza de tipos, riesgo moderado para el gasto familiar

La perspectiva de moderadas subidas de tipos de interés en 2006 plantea la pregunta de cuáles serán sus efectos sobre el gasto de consumo de las familias y sobre la construcción, los dos grandes pilares sobre los que se asienta la espectacular trayectoria de crecimiento de la economía española. Según la encuesta financiera de las familias del Banco de España, la proporción de hogares endeudados es relativamente elevada, un 43,6% del total, y la deuda mediana pendiente está en 22.000 euros, cifra que no es excesiva en la medida en que representa una proporción relativamente modesta de la riqueza familiar, un 17,8% de mediana. Esta situación varía, no obstante, de forma notable según las características de cada familia. Los hogares más endeudados son los de mayor nivel de renta, aquellos donde el cabeza de familia tiene menos de 45 años (casi los dos tercios de los hogares de estas características están endeudados) y aquellos en los que trabajan dos miembros de la unidad familiar. Respecto a la solvencia relativa, en cambio, la deuda puede llegar a representar el 63% de la riqueza familiar en las familias menos favorecidas.

Más que el nivel de deuda, el punto relevante es la capacidad de afrontar los compromisos derivados de esta situación. Según la encuesta, las cantidades destinadas al pago de la carga de la deuda familiar (amortización más intereses) se eleva al 15,2% de la renta disponible de los hogares endeudados. Esta cifra, relativamente modesta, aumentaría muy moderadamente con la previsible subida de tipos y, por tanto, no comprometería en exceso la capacidad de respuesta financiera de las familias excepto en el caso de rentas relativamente bajas u hogares especialmente vulnerables al cambio por hallarse en cotas de esfuerzo elevadas.



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Según el Banco de España, el porcentaje de hogares que se hallan en situación vulnerable, definiendo como tal a los que destinan más del 40% de su renta al pago del crédito, es relativamente moderado, un 7,2% del total. Esta situación de vulnerabilidad es sensiblemente mayor en las familias con menor renta pues la proporción llega al 30,2% y apreciable en los hogares de nivel medio bajo (un 14,8% del total).

Por otra parte, son los hogares más jóvenes y los de mayor edad donde se concentra la mayor proporción de familias con una carga por deuda superior al 40% de su renta familiar, en el primer caso a causa del volumen de deuda, en el segundo, por el menor nivel de renta relativo.

En definitiva, pues, un alza de tipos en la economía española no tendrá efectos homogéneos entre los hogares españoles. Las mayores dificultades, en cualquier caso, las va a acusar la población con menor nivel de renta y riqueza y también los hogares con cabezas de familia más jóvenes, globalmente inferiores a 45 años, pero en particular los menores de 35.

Desde una perspectiva de efectos sobre la demanda final, los más relevantes pueden afectar al mercado inmobiliario, principalmente por la vía de moderar el ritmo de demanda futura y consecuentemente, el de los precios. La mayor carga financiera derivada del inmobiliario podría repercutir marginalmente sobre otras facetas del consumo privado, principalmente, gastos en bienes o servicios menos necesarios. El ajuste, en cualquier caso, tendería a realizarse por vía cualitativa más que cuantitativa, probablemente con viajes de menor precio en periodos vacacionales o automóviles de gama inferior en el caso de la compra de vehículo privado, por ejemplo. En cualquier caso, el resultado final del alza de tipos dependerá de su intensidad y distribución en el tiempo. En este sentido, la gradualidad deberá ser el elemento clave de este periodo de restricción monetaria que se avecina.

<mark>☆ "la Caixa" INFORME MENSUAL DICIEMBRE 2005 69</mark>

ÍNDICE 2005

Estudios especiales y otros artículos no regulares publicados en el Informe Mensual

ESTUDIOS	MES	PÁGINA
COYUNTURA INTERNACIONAL		
América Latina registra en 2004 el mayor crecimiento de la década	enero	13
El comercio mundial se acelera y crece al 9%	mayo	8
<u>'</u>	•	
UNIÓN EUROPEA		
Los países de la ampliación reducen el PIB per cápita medio de la UE	enero	20
La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	abril	22
Situación presupuestaria en la Unión Europea: sin perspectivas de mejora	septiembre	22
MERCADOS FINANCIEROS		
Nuevo máximo histórico de los beneficios de las sociedades cotizadas en bolsa en 2004	abril	37
El yuan se desvincula del dólar	septiembre	35
COYUNTURA ESPAÑOLA		
Actividad económica		
Se reducen los desequilibrios territoriales en renta disponible	enero	41
El protocolo de Kioto y la economía española	marzo	42
Madrid encabeza el crecimiento regional en los últimos años	mayo	42
Fuerte crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras en 2004	mayo	44
Cambio de base y novedades metodológicas en la contabilidad nacional	junio	42
Sectores de actividad		
La industria de bienes de equipo se recupera	enero	43
Crece el mercado de electrónica y telecomunicaciones	febrero	40
El turismo interior salva la campaña turística	marzo	43
Discreto balance de la industria automovilística española en 2004	mayo	46
Aumenta la producción agraria en 2004	julio-agosto	44
Transporte: suave moderación de la actividad	septiembre	47
Mercado de trabajo		
Un millón más de empleos	mayo	51
Cambios en la encuesta de la población activa	junio	53
Cambios en la medición del paro registrado	julio-agosto	49
Sector exterior		
Las remesas al exterior de inmigrantes superan el 1% del PIB	enero	62
Nuevo retroceso de la inversión extranjera directa en España	mayo	62
La nueva serie de la balanza de pagos amplía el déficit corriente	julio-agosto	63
Ahorro y financiación		
La tasa de ahorro de las familias se sitúa en el 10,6%	enero	70

INFORME MENSUAL ** "la Caixa"

ESTUDIOS ESPECIALES La presión fiscal se estabiliza en los países desarrollados enero 71 Aumenta el endeudamiento de las familias en los países desarrollados febrero 69 La economía española consolida su recuperación en 2004 marzo 70 Construcción e inmobiliario: la expansión cumple ocho años abril 65 China: motor del crecimiento mundial mayo 69 Los trabajadores extranjeros cubren la mitad de los nuevos puestos de trabajo mayo 75 Considerable aumento del endeudamiento de las familias en 2004 junio 74 Desarrollo y transformación en el sector agrario julio-agosto 73 Prestaciones por desempleo y eficiencia del mercado laboral septiembre 72 RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? octubre 12 El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? octubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior octubre 65 El misterio de los tipos de interés noviembre 36 La industria automovilística española, en la encrucijada noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad Alza de tipos, riesgo moderado para el gasto familiar	ESTUDIOS	MES	PÁGINA
La presión fiscal se estabiliza en los países desarrollados febrero 69 La economía española consolida su recuperación en 2004 marzo 70 Construcción e inmobiliario: la expansión cumple ocho años abril 65 China: motor del crecimiento mundial mayo 69 Los trabajadores extranjeros cubren la mitad de los nuevos puestos de trabajo mayo 75 Considerable aumento del endeudamiento de las familias en 2004 junio 74 Desarrollo y transformación en el sector agrario julio-agosto 73 Prestaciones por desempleo y eficiencia del mercado laboral septiembre 72 RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? octubre 15 Importantes carencias españolas en materia energética octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? octubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior octubre 65 La industria automovilística española, en la encrucijada noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 14 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36 Horizona de los cipos de interés a medida? diciembre 36 Horizona de los cipos de petroleo al a sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida?	ESTUDIOS ESPECIALES		
Aumenta el endeudamiento de las familias en los países desarrollados febrero 69 La economía española consolida su recuperación en 2004 marzo 70 Construcción e inmobiliario: la expansión cumple ocho años abril 65 China: motor del crecimiento mundial mayo 69 Los trabajadores extranjeros cubren la mitad de los nuevos puestos de trabajo mayo 75 Considerable aumento del endeudamiento de las familias en 2004 junio 74 Desarrollo y transformación en el sector agrario julio-agosto 73 Prestaciones por desempleo y eficiencia del mercado laboral septiembre 72 RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? octubre 12 El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes octubre 15 Importantes carencias españolas en materia energética octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? octubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior octubre 65 El misterio de los tipos de interés noviembre 36 La industria automovilística española, en la encrucijada noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 64 El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 36 Política monetaria. ¿Un traje a medida?		enero	71
La economía española consolida su recuperación en 2004 Construcción e immobiliario: la expansión cumple ocho años China: motor del crecimiento mundial Los trabajadores extranjeros cubren la mitad de los nuevos puestos de trabajo Considerable aumento del endeudamiento de las familias en 2004 Desarrollo y transformación en el sector agrario Prestaciones por desempleo y eficiencia del mercado laboral RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes Importantes carencias españolas en materia energética Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? El misterio de los tipos de interés La industria automovilística española, en la encrucijada Las exportaciones españolas pierden competitividad Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36 Abril 67 Abril 68 Abril 69 Abril 69 Abril 69 Abril 69 Abril 69 Atransformación en el expansión cumple ocho años 69 Abril 69 Atransformación en el sector agrario 60 Cutubre 61 62 63 64 64 64 64 64 64 65 65 66 67 67 67 67 67 67 67	1		
Construcción e inmobiliario: la expansión cumple ocho años abril 65 China: motor del crecimiento mundial mayo 69 Los trabajadores extranjeros cubren la mitad de los nuevos puestos de trabajo mayo 75 Considerable aumento del endeudamiento de las familias en 2004 junio 74 Desarrollo y transformación en el sector agrario julio-agosto 73 Prestaciones por desempleo y eficiencia del mercado laboral septiembre 72 RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? octubre 12 El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes octubre 15 Importantes carencias españolas en materia energética octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? octubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior octubre 65 El misterio de los tipos de interés noviembre 36 La industria automovilística española, en la encrucijada noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 70 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36			
China: motor del crecimiento mundial mayo 69 Los trabajadores extranjeros cubren la mitad de los nuevos puestos de trabajo mayo 75 Considerable aumento del endeudamiento de las familias en 2004 junio 74 Desarrollo y transformación en el sector agrario julio-agosto 73 Prestaciones por desempleo y eficiencia del mercado laboral septiembre 72 RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? octubre 12 El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes octubre 15 Importantes carencias españolas en materia energética octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? octubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior octubre 65 El misterio de los tipos de interés 12 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 64 El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida?			
Los trabajadores extranjeros cubren la mitad de los nuevos puestos de trabajo mayo 75 Considerable aumento del endeudamiento de las familias en 2004 junio 74 Desarrollo y transformación en el sector agrario julio-agosto 73 Prestaciones por desempleo y eficiencia del mercado laboral septiembre 72 RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? octubre 12 El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes octubre 15 Importantes carencias españolas en materia energética octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? octubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior octubre 65 El misterio de los tipos de interés noviembre 36 La industria automovilística española, en la encrucijada noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 64 El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36		****	
Considerable aumento del endeudamiento de las familias en 2004 Desarrollo y transformación en el sector agrario Prestaciones por desempleo y eficiencia del mercado laboral RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes Importantes carencias españolas en materia energética Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? Rápido deterioro de la balanza exterior El misterio de los tipos de interés La industria automovilística española, en la encrucijada Las exportaciones españolas pierden competitividad El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes Una para todos y todos para una Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36 37 38 junio 74 junio 74 julio-agosto 73 pulio-agosto 73 política monetaria. ¿Un traje a medida?		,	
Desarrollo y transformación en el sector agrario Prestaciones por desempleo y eficiencia del mercado laboral RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes Importantes carencias españolas en materia energética Octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? Rápido deterioro de la balanza exterior El misterio de los tipos de interés Industria automovilística española, en la encrucijada Las exportaciones españolas pierden competitividad Inoviembre El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes Una para todos y todos para una Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida? 73 BILS ALOS DENDROS 30 Julio-agosto 73 Julio-agosto 73 Julio-agosto 73 Julio-agosto 73 Julio-agosto 74 Política monetaria. ¿Un traje a medida?	, , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,	,	
RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? octubre 12 El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes octubre 15 Importantes carencias españolas en materia energética octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? octubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior octubre 65 El misterio de los tipos de interés noviembre 36 La industria automovilística española, en la encrucijada noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 64 El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36		•	, -
RECUADROS ¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? octubre 12 El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes octubre 15 Importantes carencias españolas en materia energética octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? octubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior octubre 65 El misterio de los tipos de interés noviembre 36 La industria automovilística española, en la encrucijada noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 64 El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36	,	, .	
¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación? El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes Importantes carencias españolas en materia energética Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? Rápido deterioro de la balanza exterior El misterio de los tipos de interés La industria automovilística española, en la encrucijada Las exportaciones españolas pierden competitividad Inoviembre El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes Una para todos y todos para una Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida? Octubre 15 16 17 18 19 10 11 11 12 15 11 11 12 11 12 13 14 15 15 16 17 17 18 18 19 10 10 10 10 10 10 10 10 10	Frestaciones por desempleo y enciencia dei mercado laboral	septiembre	72
El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes Importantes carencias españolas en materia energética Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? Rápido deterioro de la balanza exterior El misterio de los tipos de interés La industria automovilística española, en la encrucijada Las exportaciones españolas pierden competitividad El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes Una para todos y todos para una Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida? octubre 47 Dotubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior 65 noviembre 43 noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida?			
Importantes carencias españolas en materia energética octubre 47 Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? octubre 59 Rápido deterioro de la balanza exterior octubre 65 El misterio de los tipos de interés noviembre 36 La industria automovilística española, en la encrucijada noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 64 El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida?	¿Cuál es el impacto de los altos precios del petróleo en el PIB y la inflación?	octubre	12
Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo? Rápido deterioro de la balanza exterior El misterio de los tipos de interés La industria automovilística española, en la encrucijada Las exportaciones españolas pierden competitividad El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes Una para todos y todos para una Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida? Octubre 59 Octubre 65 El misterio de los tipos de interés noviembre 43 noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida?	El superávit de los tres mitos y de cómo China ya fabrica relojes	octubre	15
Rápido deterioro de la balanza exterior El misterio de los tipos de interés La industria automovilística española, en la encrucijada Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes Una para todos y todos para una Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36 65 65 65 65 65 65 65 65 65	Importantes carencias españolas en materia energética	octubre	47
El misterio de los tipos de interés La industria automovilística española, en la encrucijada Las exportaciones españolas pierden competitividad El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes Una para todos y todos para una Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida? noviembre 64 diciembre 70 diciembre 24 diciembre 34	Del pozo de petróleo al IPC. ¿Cómo se transmite la subida de precios del crudo?	octubre	59
La industria automovilística española, en la encrucijada noviembre 43 Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 64 El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36	Rápido deterioro de la balanza exterior	octubre	65
Las exportaciones españolas pierden competitividad noviembre 57 El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 64 El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36	El misterio de los tipos de interés	noviembre	36
El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario noviembre 64 El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36	La industria automovilística española, en la encrucijada	noviembre	43
El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36	Las exportaciones españolas pierden competitividad	noviembre	57
El déficit exterior visto desde dentro, o adónde va el ahorro que importamos noviembre 70 Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes diciembre 10 Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36	El Estado se endeuda a pesar del superávit presupuestario	noviembre	64
Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes Una para todos y todos para una Los bancos centrales se abren a la sociedad Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 34 diciembre 36		noviembre	70
Una para todos y todos para una diciembre 24 Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36		diciembre	10
Los bancos centrales se abren a la sociedad diciembre 34 Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36	·	diciembre	24
Política monetaria. ¿Un traje a medida? diciembre 36		diciembre	34
· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·			36
	· /		68

"la Caixa" INFORME MENSUAL

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 desaño 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)

INFORME MENSUAL * "la Caixa"