FEBRERO 2006

Informe Mensual

NÚMERO 288

El verdadero reto del empleo americano Pág. 9
No es el empleo industrial, son los servicios

El mercado de trabajo en la UE: una globalización en pequeña escala Pág. 22
La ampliación de la UE enriquece la oferta de trabajo y la hace más competitiva y compleja

La inmigración espolea el crecimiento de la economía española Pág. 43
El crecimiento de los últimos años hubiera sido inferior de no haberse producido el fenómeno de la inmigración

Reforma del mercado laboral: un decálogo Pág. 51
La experiencia reciente y los estudios teóricos y empíricos prescriben el camino a seguir

SERVICIO DE ESTUDIOS

"la Caixa"

Previsiones

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

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

INFORME MENSUAL
Febrero 2006

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

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

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

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

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

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO PARA 2005

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

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

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

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

Más información en www.estudios.lacaixa.es

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

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

Índice

1 Editorial

2 Resumen ejecutivo

6 Coyuntura internacional
6 Estados Unidos
9 El verdadero reto del empleo americano
12 Japón
15 Brasil
17 Argentina
19 Materias primas

21 Unión Europea
21 Zona del euro
22 El mercado de trabajo en la UE: una globalización en pequeña escala
25 Alemania
27 Francia
28 Italia
29 Reino Unido

30 Mercados financieros
30 Mercados monetarios y de capital

40 Coyuntura española
40 Actividad económica
43 La inmigración espolea el crecimiento de la economía española
50 Mercado de trabajo
51 Reforma del mercado laboral: un decálogo
56 Precios
63 Sector exterior
67 Ahorro y financiación

Demografía, empleo y productividad: un puzzle no resuelto

España fue el país de la Unión Europea que recibió más inmigrantes en 2005, exactamente 652.300 (netos), según Eurostat. No se trata de un hecho excepcional, sino que desde 1998 se repite la misma historia. Hemos pasado a ser el país con mayor crecimiento demográfico de Europa gracias a una inmigración que ha roto todos los pronósticos realizados a finales de los años noventa. Entonces, cuando el número de extranjeros residentes en España apenas sobrepasaba los 600.000, los expertos vaticinaban una población en declive en el siglo XXI. La realidad es que a 1 de enero de 2006 el número total de habitantes sobrepasa ampliamente los 44 millones, casi cinco más que en 1998.

Que España pueda acoger a un volumen de población casi equivalente a la de una ciudad como Sevilla en un solo año, y que ello se haya repetido en los últimos siete años no puede ser por casualidad. Es evidente que la inmigración acude al señuelo de un mercado de trabajo que se podría calificar casi de explosivo. Si en 1998, en España tenían empleo apenas 14 millones de personas, a finales de 2005 la cifra superaba los 19 millones. Si a principios de dicho año 1998 la tasa de paro todavía rozaba el 20% de la población activa, ahora hemos bajado hasta cerca del 8% (aunque es cierto que cambios metodológicos en la contabilización del paro exageran la bajada). De todas formas, está claro que el mercado laboral ha sufrido una transformación radical en los últimos años, lo que ha hecho posible la mayor creación de empleo de la Unión Europea.

Pero la metamorfosis ha sido esencialmente cuantitativa. Es decir, muchos de los problemas estructurales que aquejaban al mercado laboral a finales de los noventa siguen vigentes. Por ejemplo, su dualidad: la segmentación existente entre trabajadores con contratos indefinidos, protegidos por indemnizaciones de despido muy elevadas, y los trabajadores con contrato temporal, con escasa estabilidad en el empleo. En España, el 33% del total de empleados se encuentra en esta situación, de largo la cifra más alta de la Unión. Afirma la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos que esta dualidad no sólo suscita problemas de equidad, sino que también limita las ganancias de productividad de la economía, dado que ni fijos ni temporales tienen los estímulos adecuados para aumentar su formación y su eficiencia.

En el apartado del paro también aparecen interrogantes de relieve. ¿Cómo se entiende la persistencia de una tasa de paro todavía elevada y, al mismo tiempo, una fuerte corriente de inmigración? ¿Cómo se explican las grandes disparidades de las tasas de paro entre provincias y comunidades autónomas? ¿Por qué no hay movilidad interterritorial? ¿Es que la protección al desempleo desincentiva la búsqueda de trabajo? Asimismo, la negociación salarial es un asunto de trascendencia, ahora que la globalización nos ha situado como una economía de costes laborales intermedios, no muy altos, pero tampoco muy bajos. ¿Por qué la referencia de la negociación es la inflación española y no la europea o el incremento de los salarios europeos?

En suma, las reformas del mercado laboral constituyen una asignatura pendiente que debe resolverse si pretendemos mejorar en productividad y competitividad. Y también en progreso y bienestar. En sus *Principios de Economía Política*, John Stuart Mill afirmaba que un mercado laboral competitivo no lleva a unos salarios bajos sino todo lo contrario, permite elevarlos y así impulsar el nivel de prosperidad de una economía. Conviene no olvidarlo.

26 de enero de 2006

RESUMEN EJECUTIVO

Economía mundial: afrontando los desafíos

Los tipos de interés están más altos y el petróleo sigue dando disgustos, pero la economía mundial avanza firme...

El año 2006 ha empezado con una economía mundial navegando con viento favorable. Las condiciones marinas y meteorológicas son algo peores que las del año pasado. Los tipos de interés están más altos y el precio de la energía se mantiene elevado, con algún susto alcista. Pero no parece que ello vaya a alterar el rumbo, dada la capacidad de absorción del choque energético que mostró la economía mundial en 2005. Tampoco los tipos de interés van a subir de forma extraordinaria, con lo cual la travesía deberá completarse sin mayores novedades.

...por la potencia asiática, la firmeza americana, la recuperación europea y la buena marcha de los emergentes.

En todo caso, no hay que bajar la guardia ante el riesgo de un nuevo temporal energético. En enero, el precio del barril ha roto la relativa tranquilidad que había exhibido en noviembre y diciembre y ha rozado los máximos históricos de septiembre. En esta ocasión la causa radica en algunas perturbaciones en el suministro de crudo por los ataques de la guerrilla en Nigeria y por la situación en Irak. También por los temores desatados por la amenaza de Irán de provocar una crisis energética si se le imponen sanciones por la reactivación de su programa nuclear. Además, la ola de frío siberiano que afecta a Rusia y el conflicto del gas con Ucrania también han contribuido.

China revisa al alza su PIB y ya es la cuarta potencia económica del planeta, irradiando su dinamismo a su zona de influencia.

La confianza en el rumbo de la nave económica mundial se apoya en varios elementos: la potencia asiática, la firmeza americana, la recuperación europea y la favorable marcha de las economías emergentes. En este último caso, los altos precios de las materias primas aseguran ingresos por exportación, a la vez que los todavía bajos tipos de interés –y las mínimas primas riesgo-país vigentes– permiten cumplir las obligaciones de la deuda exterior.

Pero el caso más destacado es sin duda la expansión china. La Oficina Nacional de Estadísticas ha revisado las cifras del producto interior bruto (PIB) tras actualizar el censo de población del año 2004. El resultado ha sido un aumento del 17% del volumen de la economía china y una elevación de las tasas de crecimiento de los últimos años. Teniendo en cuenta que en 2005 se ha anunciado que el PIB creció un 9,9% en términos reales, parece claro que la economía china se sitúa en cuarto lugar del ranking mundial, superando a Italia, Francia y Reino Unido. Las exportaciones del país asiático auparon el crecimiento del año pasado, con un superávit comercial que se triplicó con respecto al año anterior. La acumulación de reservas exteriores superó los 800.000 millones de dólares, una cifra que se aproxima a la de Japón, la mayor del mundo.

El dinamismo chino se difunde por la vertiente del Pacífico del continente asiático. Japón es uno de los beneficiarios. La recuperación de los últimos trimestres se va consolidando y ya se extiende a los consumidores, cuya confianza ha mejorado notablemente. La industria también ofrece datos positivos, lo mismo que el sector inmobiliario. La inflación sigue siendo la asignatura pendiente. No se comprende muy bien que en las actuales circunstancias el índice de precios de consumo siga disminuyendo, a pesar de la subida del precio de la energía. Pero deberemos confiar en la perspectiva optimista del banco

central japonés, que anticipa el fin del episodio de deflación a lo largo de este año.

En Estados Unidos, los datos más recientes no aportan mayores novedades a una economía que va moderando sus todavía elevadas tasas de consumo e inversión. Es interesante poner de relieve la incipiente contención del mercado inmobiliario que se desprende de los últimos datos de venta de viviendas de segunda mano y de viviendas iniciadas. Esta ralentización es deseable porque los altos precios y la expansión del mercado estimulan el gasto de los consumidores y disminuyen el ahorro, por el efecto riqueza que genera el saberse propietario de un activo cuyo precio sube sin parar. Seguro que la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, contempla con esperanza esta evolución, que permite esperar una desaceleración suave de la actividad y ahuyenta los temores de un hipotético estallido de la burbuja inmobiliaria.

Por otra parte, la creación de empleo sigue un ritmo pausado pero firme y la inflación no presenta mayores problemas después de eliminar el componente energético. El déficit comercial de noviembre incluso descendió con respecto al mes anterior, si bien ello se debió a factores puntuales y no a un inicio de corrección del principal desequilibrio que aqueja a la economía americana, que supera ya el 6% del PIB. En este contexto, la Reserva Federal culminará su revisión de la política monetaria, haciéndola menos acomodaticia, descontándose un aumento de un cuarto de punto en el tipo de interés de referencia hasta el 4,50% en la reunión del último día de enero, la postrera que presidirá Alan Greenspan antes de su relevo por Ben Bernanke.

En la zona del euro, el pesimismo desatado por el débil crecimiento y el elevado desempleo en las principales economías –Alemania, Francia e Italia– comienza a desvanecerse poco a poco. El sentimiento económico que expresan los empresarios y los consumidores en las encuestas que elabora la Comisión Europea ha subido hasta el nivel del año 2000. De todas formas, el despegue del consumo privado todavía no está claro, a tenor de los indicadores de gasto de las familias.

Estados Unidos sigue creciendo a buen ritmo, con un sector inmobiliario que parece iniciar una suave moderación...

Por su parte, los empresarios expresan un cierto mayor optimismo –variable por países– probablemente debido a la demanda exterior. En concreto, los empresarios alemanes encuestados por el Instituo IFO en enero apuntan a una fuerte mejora de las expectativas de sus negocios. El jarro de agua fría lo ha echado el banco central alemán, el Bundesbank, al asegurar en su último informe que el crecimiento de la economía alemana en el último trimestre de 2005 se redujo de forma ostensible. En cualquier caso, la Comisión ha elevado sus previsiones de crecimiento y espera que 2006 sea, por fin, el año en que se consolide la recuperación.

...que no impedirá que la Reserva Federal siga colocando a la política monetaria en una posición menos acomodaticia.

Economía española: ¿crecimiento de baja calidad?

Entre las economías europeas medianas y grandes, la española sigue siendo la más dinámica en términos de crecimiento y empleo. A falta de los datos oficiales correspondientes al cuarto trimestre, todas las estimaciones de crecimiento del PIB en 2005 convergen hacia el 3,4%. El empuje del consumo privado y de la construcción alimentan una demanda interna que contraresta sobradamente el paulatino deterioro que presenta el sector exterior.

A pesar de ello, el balance global de la economía española a menudo es puesto en cuestión por varias razones. Primero, por la persistencia o empeoramiento de desequilibrios como el exterior o la inflación. Segundo, por el escaso incremento de la productividad, resultado de un patrón de crecimiento muy específico. Por último, por las dudas sobre la capacidad competitiva en un entorno abierto y globalizado.

En la zona del euro, las grandes economías parece que poco a poco van entrando en la fase de recuperación, destacando nuevamente el optimismo empresarial alemán.

La economía española sigue creciendo con firmeza, pero preocupa el modelo de crecimiento, y en concreto la escasa capacidad de innovación y competitividad.

En este sentido, ha causado un notable impacto el estudio de la Comisión Europea sobre innovación, un trabajo que mide el nivel de investigación y desarrollo, la innovación en la empresa, la aplicación de las innovaciones y sus efectos sobre el valor añadido, etc. Según el estudio, España se encuentra en una posición retrasada, en el puesto 23 de un ranking de 33 estados. A nuestro país le corresponde el grupo de rezagados que pierden terreno, junto a Estonia, Bulgaria, Polonia, Eslovaquia, Rumania y Turquía. Algo más arriba, en el grupo de países rezagados pero que están progresando se encuentran Portugal y Grecia, entre otros. A partir de aquí hacia arriba encontramos al resto de estados de la Unión Europea (UE), junto a Estados Unidos y Japón, que también se han incluido en el estudio.

Estas deficiencias se manifiestan en un mayor déficit comercial e influyen en los resultados de la inflación, donde todavía pueden haber sorpresas.

Los problemas de competitividad se evidencian en la atonía del sector industrial, que no sustituye el tejido manufacturero que la competencia exterior destruye en sectores sensibles. A su vez, esta deriva se convierte en déficit comercial creciente, debido a la tendencia al estancamiento de las exportaciones de bienes y a la intensa demanda de productos importados.

También podemos atribuir a las insuficiencias en materia de competitividad buena parte del empeoramiento de la inflación. El diferencial de tasas de inflación respecto a la zona del euro se halla instalado en un punto porcentual desde hace varios años. Es más, en 2005 España se convirtió en el país más inflacionista de la eurozona, y sólo fue superado por Lituania y la República Checa en el ámbito de la UE a 25. Además, mantenemos abierto el interrogante sobre los efectos del choque petrolero del pasado año sobre los precios. El impacto indirecto ya se percibe en el deterioro de la inflación subyacente. Y los efectos de «segunda ronda» parecen garantizados por el ajuste automático que a principios de año tendrá lugar en la mayor parte de los convenios de trabajo (el índice de precios acabó en el 3,7% frente a la referencia del 2%).

En cambio, las cuentas del sector público lucen importantes superávit, lo que coincide con la presentación de la importante reforma de los impuestos de sociedades y de renta.

La cara de la moneda está en las cuentas del sector público, que en 2005 cerraron con un superávit del 1% del PIB. Las buenas noticias no acaban aquí. En la actualización del Programa de Estabilidad 2005-2008, el Ministerio de Economía prevé importantes excedentes en todo el periodo. Ciertamente, éste puede ser un buen momento para plantear una reforma fiscal. Así lo ha hecho el gobierno, que ha empezado a estudiar la reforma del impuesto de sociedades y de renta. En sociedades, se plantea una reducción progresiva del gravamen sobre beneficios desde el 35% actual al 30% en 2011. Se trata de una medida acertada, puesto que los tipos actuales penalizan a las empresas españolas que deben competir con países de bajos costes laborales y baja fiscalidad, algunos de ellos miembros ya de la UE. Sin embargo, hay quien argumenta que la rebaja va a cuenta de la supresión de desgravaciones específicas. En el impuesto sobre la renta, se pretende reducir levemente la presión fiscal, si bien la complejidad de la reforma hace difícil por el momento su valoración. En todo caso, en términos macroeconómicos no parece conveniente en las actuales circunstancias reducir la fiscalidad, alimentando así una demanda interna que en parte es la causante de los desequilibrios citados.

CRONOLOGÍA

2005

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

2006

enero	**20**	El Gobierno presenta los anteproyectos de reforma del **impuesto sobre la renta de las personas físicas** y del **impuesto de sociedades**.

AGENDA

Febrero

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

Marzo

- **1** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- **2** PIB de la zona del euro (cuarto trimestre).
- **6** Índice de producción industrial (enero).
- **14** Índice de precios de consumo (febrero).
- **15** Encuesta trimestral de coste laboral (cuarto trimestre).
- **16** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (febrero).
- **22** Encuesta continua de presupuestos familiares (cuarto trimestre).
- **27** Índice de precios industriales (febrero).
- **28** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos: una muy pequeña moderación

Indicios de moderación del sector inmobiliario en Estados Unidos.

La fortaleza de la economía americana y los desequilibrios que la acechan vienen siendo una constante en los últimos meses. Ahora se ven empero tímidas señales de moderación en el déficit comercial y una incipiente pérdida de fuerza en la venta de viviendas. Si lo primero puede durar poco, la continuidad de lo segundo, respaldada por una reafirmación de la contención de precios, debería conducir a un escenario de aterrizaje suave hacia un entorno macroeconómico con menores riesgos que los presentes. Queda, sin embargo, mucho camino por recorrer, y un déficit comercial pendiente.

Las ventas minoristas continúan fuertes a pesar de la merma en los presupuestos que supone la gasolina cara.

Por el lado de la demanda, las ventas minoristas de diciembre siguieron en forma, volviendo a hacer gala de un notable vigor. Se ha perdido, sin embargo, la ligera tendencia alcista de los últimos tiempos, aunque por el momento no puede hablarse de moderación. Sin las volátiles compras de vehículos, el crecimiento fue del 8,1% interanual, y si se excluyen las compras de gasolina, se avanza al 6,7%. Entre los componentes que más fuerza están mostrando en los últimos meses, la venta de materiales de construcción y los servicios de alimentación fuera del hogar siguieron mostrando avances apreciables, cercanos al 10% y al 8% interanual respectivamente, y conservaron además cierta tendencia a la aceleración. Otro componente que ha venido mostrando robustez, la venta en almacenes generalistas, tuvo una evolución más moderada, con tasas del 5% y con una tendencia de mantenimiento. Sectores como vestido y alimen-

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

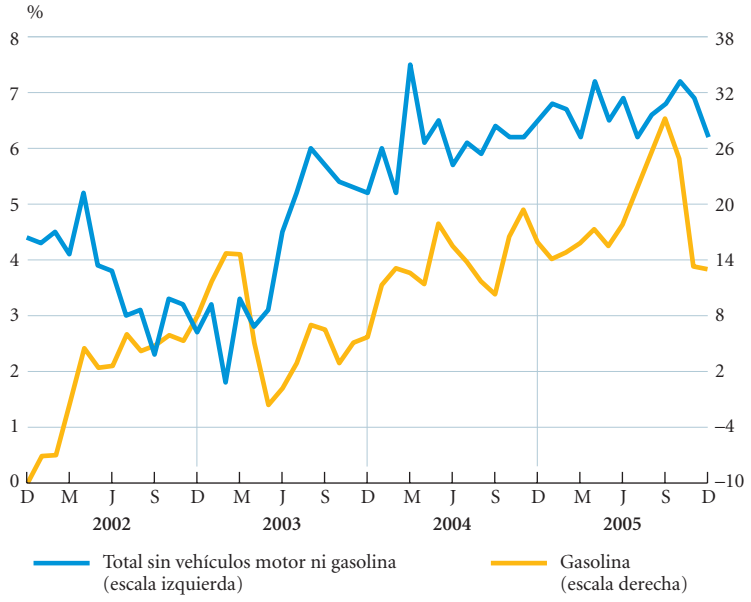
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004	2005					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	2,7	4,2	3,8	3,6	3,6	3,6	–	...	–
Ventas al por menor	4,3	7,3	8,4	7,3	8,4	8,4	5,9	6,8	6,4
Confianza del consumidor (*)	79,8	96,1	96,1	104,2	102,3	98,9	85,2	98,3	103,6
Producción industrial	0,6	4,1	4,3	4,0	3,1	2,7	2,3	2,9	2,8
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	53,3	60,5	57,5	55,6	52,8	56,5	59,1	58,1	54,2
Venta de viviendas unifamiliares	11,7	10,0	10,8	5,1	6,9	11,8	7,5	6,0	...
Tasa de paro (**)	6,0	5,5	5,4	5,2	5,1	5,0	4,9	5,0	4,9
Precios de consumo	2,3	2,7	3,4	3,0	2,9	3,8	4,3	3,5	3,4
Balanza comercial (***)	–495	–618	–618	–652	–673	–699	–711	–716	...

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

ESTADOS UNIDOS: EL CONSUMO AÚN CONSERVA SU FUERZA

Ventas minoristas, variación intermensual anualizada (*)



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

tación, que en los meses previos habían evolucionado con más parsimonia, ganan vigor en los últimos meses.

Todo ello denota la persistencia de los ímpetus consumistas del gran público, lo que tiene su mérito con unos presupuestos mermados por el encarecimiento de la gasolina, a resultas del petróleo caro. Gasto que si bien ha perdido parte de la virulencia del fin del estío, evoluciona aún a tasas cercanas al 15% interanual. Las ventas de vehículos a motor, por su parte, mantuvieron la tímida recuperación del mes anterior y ya están cerca de salir del fuerte bache que impusieron los precios energéticos.

Consistentes con este robusto comportamiento, los consumidores siguieron ganando ánimos, tal como indican los índices de confianza de diciembre del Conference Board. Éstos quedaron muy cerca de las puntas de verano, y llegaron a superarlas en lo que respecta a la percepción de la situación presente.

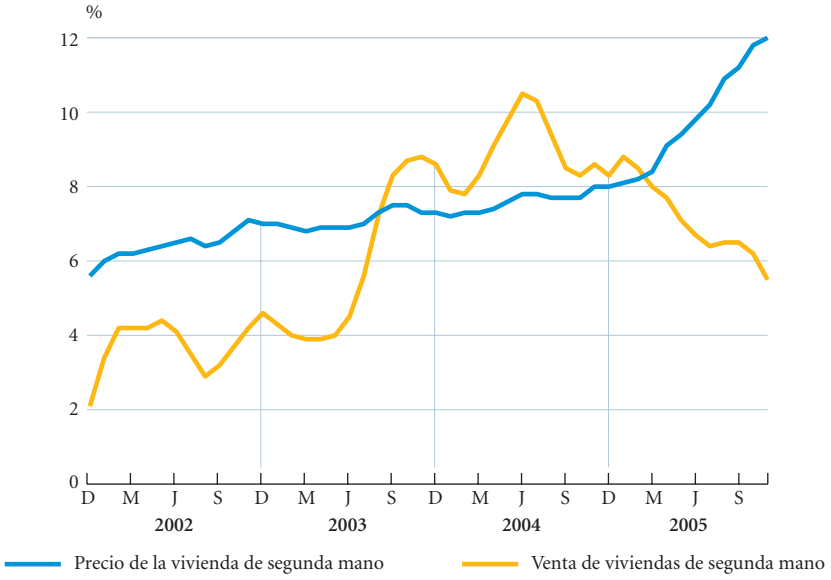
Por el lado de la oferta, la continuada debilidad de la producción industrial contrasta con el vigor consumista. La tasa de avance de diciembre volvió a situarse por debajo del 3%, enmarcada en un proceso de ligera ralentización que ya dura desde inicios de verano. El hecho es que la recuperación de la producción industrial se ha estancado a medio camino cuando se compara con el recorrido de otros ciclos expansivos. Más acorde con el nivel de actividad general, según el índice del Institute for Supply Management de diciembre, la visión de los empresarios seguía siendo positiva.

La venta de viviendas se modera, pero los precios aún no.

El mercado de la vivienda tiene en el presente ciclo especial relevancia. Los altos precios de los activos han inyectado una gran liquidez al sistema obtenida a través de nuevas hipotecas de viviendas ya compradas a tipos bajos. Esta liquidez, junto con el efecto de riqueza de los poseedores de inmuebles, da alas al consumo y reduce el ahorro. La falta de ahorro y la posibilidad de una mayor volatilidad de los

ESTADOS UNIDOS: LA VENTA DE VIVIENDAS SE MODERA, PERO NO LOS PRECIOS

Variación interanual en porcentaje (*)



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

precios constituye un riesgo que la Reserva Federal quiere ir reduciendo poco a poco. En los últimos meses han ido apareciendo signos de moderación que apuntan a esa deseada ralentización suave del sector. Es significativa la pérdida de fuerza de la venta de viviendas de segunda mano. En noviembre registró un retroceso del 0,5% interanual, un valor inferior al esperado.

Siguiendo el mismo camino, las viviendas iniciadas, indicador adelantado que en octubre había quedado desvirtuado por la necesidad de reparación de los destrozos del *Katrina*, retrocedieron en noviembre un 5,7% interanual. Queda todavía un largo camino, y también la cuestión de los precios, que si bien con menos ímpetu, aún siguen creciendo en torno al 13% interanual, pero lo cierto es que el sector parece estar preparándose para etapas menos exhuberantes. La cosa se entiende ya que, para una familia media, considerando ingresos, cuota hipotecaria y pagos iniciales, es hoy un 22,4% más difícil adquirir una vivienda que hace dos años. De la suavidad de este proceso dependerá en gran parte la estabilidad macroeconómica de los próximos años.

El empleo sigue al alza y los salarios empiezan a despertar de su letargo.

El empleo siguió ganando terreno con 108.000 nuevos puestos de trabajo en diciembre, una pequeña decepción frente a lo esperado que fue compesada por una revisión al alza del registro de noviembre. El empleo crece al 1,5% interanual, con una tendencia alcista bien asentada aunque todavía es menor que en recuperaciones pasadas. La tasa de paro descendió en diciembre al 4,9% de la población activa, conservando la línea a la baja de los últimos tiempos. Los salarios siguen siendo la asignatura pendiente, aunque las cosas van ahora por mejor camino. Con casi dos años de caída lenta y sostenida, en septiembre se había llegado a una pérdida acumulada del 3,0% del poder adquisitivo de las ganancias salariales. Desde entonces, se ha producido una recuperación del 1,6% que hay que tomar

El verdadero reto del empleo americano

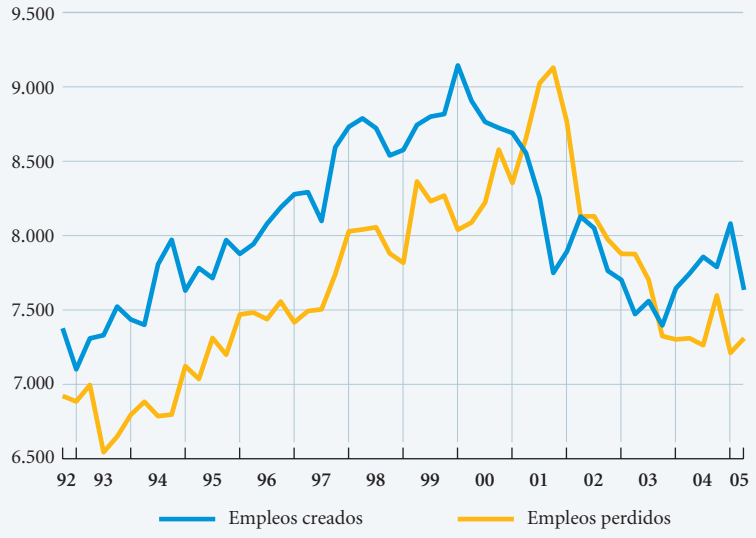
Detroit se hunde, en las tiendas prolifera el *made in Japan* y el *made in China* e India empieza a hacerse notar. En el sector manufacturero, donde más productividad y menos inflación había, es precisamente donde peor van las cosas. La feroz competencia exterior muerde con ahínco, y con la pérdida de empleos que se deriva, empiezan los males de verdad. Pese a todo lo dicho, el auténtico reto para Estados Unidos no está en las manufacturas, que son el 12,7% del empleo privado, sino en los servicios, que son el 80,2%.

La recuperación del empleo es un hecho: Estados Unidos crea más de dos millones netos de puestos de trabajo al año y hasta el escollo del *Katrina* parece superado. Pero, dejando aparte el tema salarial, hay tres cuestiones sin resolver en la creación de empleo: un crecimiento lento, un sector manufacturero que preocupa mucho y un sector de servicios que debería preocupar y ocupar mucho más.

El empleo neto creció un 1,5% durante 2005, pero en el periodo expansivo 1993-1999 el incremento medio fue del 2,6% interanual. Esta parsimonia es en parte explicada por posibles reestructuraciones. Durante etapas recesivas hay resistencia a perder empleos de alto valor añadido, previendo las dificultades de adquirir y formar empleados cualificados cuando las cosas mejoren. Pero ante cambios profundos en la estructura productiva, esta resistencia desaparece, pues esté quien esté, tendrá que aprender los nuevos procesos desde cero. Además, las habilidades de los trabajadores en paro quedan obsoletas con mayor facilidad, y por tanto, cuesta más encontrar los trabajadores deseados. Descomponiendo la creación neta de empleo en pérdidas y ganancias, en los alegres noventa ambas evolucionaban con ímpetu al alza, en un proceso de *destrucción creativa* como diría J. A. Schumpeter. Pero la tendencia se ha invertido de forma drástica a la baja, en creación de empleo desde finales de 1999, y en destrucción de empleo desde el fatídico septiembre de 2001. Si a esto le añadimos una mayor proporción de desempleados de larga duración, la hipótesis de reestructuraciones gana fuerza. La literatura actual al respecto es sin embargo cauta y prefiere especificar por sectores.

UNA DINÁMICA BAJISTA

Miles de empleos creados o perdidos por trimestre

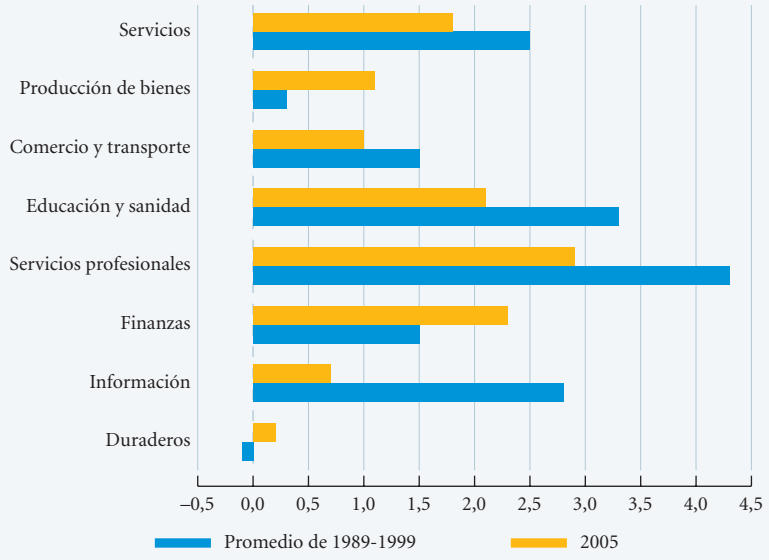


FUENTES: Bureau of Labor Statistics (Business Employment Dynamics) y elaboración propia.

¿Cuáles son los sectores que tienen problemas? La manufactura de bienes duraderos es un primer candidato. Proporciona el 8,7% del total de empleos privados, con salarios por encima de la media. Entre mayo de 1998 y octubre de 2003 perdió más de dos millones de empleos, más de dos tercios de la pérdida total. Desde entonces sólo se han ganado 123.000. Sin embargo, considerando la tendencia secular a la baja del sector, las pérdidas no son tan excepcionales. A finales de 2005 la fabricación de muebles, vestidos, automóviles y otros bienes duraderos representaba un 8,0% del empleo privado total, menor que el 10,4% del último máximo, en 1998, pero a años luz del 25% que predominaba en 1980. En términos de crecimiento, esta producción se ha recuperado más que los grandes sectores de servicios. El modesto avance del 0,2% durante 2005 es, sin embargo, superior a la media de 1989-1999, que excluye el último periodo bajista para evitar sesgos. Sólo finanzas y construcción, entre los sectores grandes, crecen también por encima del promedio de la década 1989-1999. Pero sectores importantes de servicios como ventas minoristas, educación y servicios profesionales aún crecen claramente por debajo del periodo. Tampoco las manufacturas no duraderas (alimentos, bebidas, etc.) alcanzan el nivel medio del periodo de referencia.

LOS SECTORES DE SERVICIOS AÑORAN AÚN LA PASADA DÉCADA EXPANSIVA

Crecimiento interanual del empleo en porcentaje de diferentes sectores



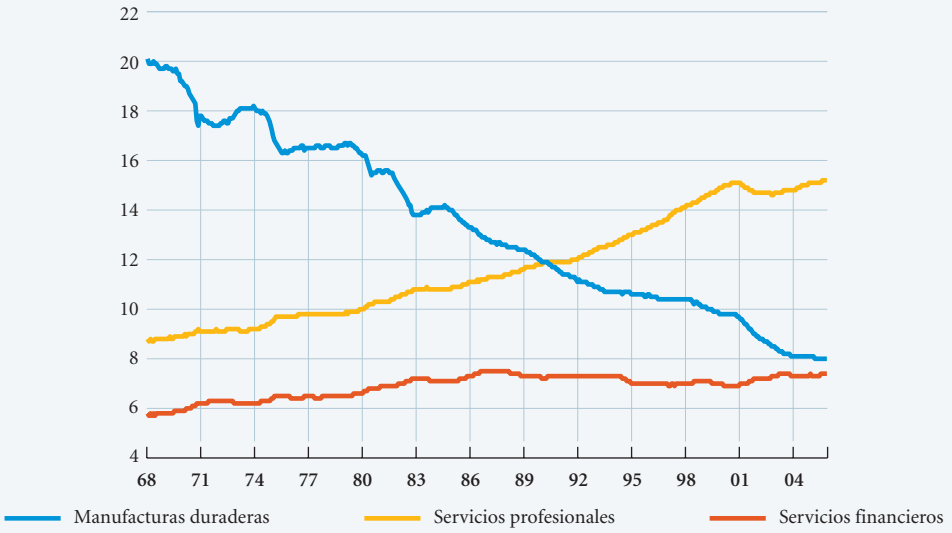
FUENTES: Bureau of Labor Statistics y elaboración propia.

El verdadero reto está en los servicios. El empleo en producción de bienes, un quinto del total, crece al 1,1% interanual, bien por encima del promedio de 1989-1999. Pero el de servicios, cuatro quintas partes del total, aunque crece más, al 1,8%, lo hace por debajo del 2,5% del periodo 1989-1999. Sólo recuperando los servicios el crecimiento de 1993-1999, en dos años se compensarían con creces los dos millones de empleos perdidos en el lustro negro de las manufacturas. La cosa va a más, pues por sectores, aumenta la añoranza de la pasada década expansiva. En servicios profesionales (que es la sexta parte del empleo y tiene salarios superiores a las manufacturas duraderas), el empleo crece al 2,9%, más que en manufacturas, pero a diferencia de éstas, muy por debajo del 5,7% de 1993-1999, y claramente por debajo de su tendencia de largo plazo, a diferencia de las manufacturas duraderas. En el caso de servicios de información, sector pequeño pero que proporciona un empleo de alto valor añadido con unos salarios un 39% por encima de la media, el nivel de empleos sólo avanzó un 0,7% interanual en 2005, frente al 4,7% del mencionado periodo expansivo.

El reto es doble. En primer lugar se trata de recuperar los crecimientos pasados, algo que implica una mejor y mayor aplicación de las mejoras tecnológicas a sectores como finanzas, servicios profesionales y servicios de información, especialmente en funciones de alto valor añadido. En segundo lugar, se trata de gestionar la incipiente globalización. Hasta ahora este proceso se ha dado en los bienes, cuya proporción de importaciones se ha triplicado en 30 años hasta el 45% del total consumido, y cuyos empleos han visto reducido su peso en el total a la tercera parte. Externalizar un bien es comprobar especificaciones y basta. Un servicio es más complicado, se compra a lo largo de un periodo, hay complicaciones regulatorias, de contabilización, mejoras en las prestaciones, y además se debe gestionar la información y la multiculturalidad. Pese a ello, el proceso ya ha empezado, y a la vista de lo ocurrido en manufacturas, es imparable.

UN MUNDO CAMBIANTE

Participación de diferentes sectores en el empleo privado total en porcentaje



FUENTES: Bureau of Labor Statistics y elaboración propia.

en clave positiva en el presente entorno de ganancias en productividad del trabajo y de inflación moderada.

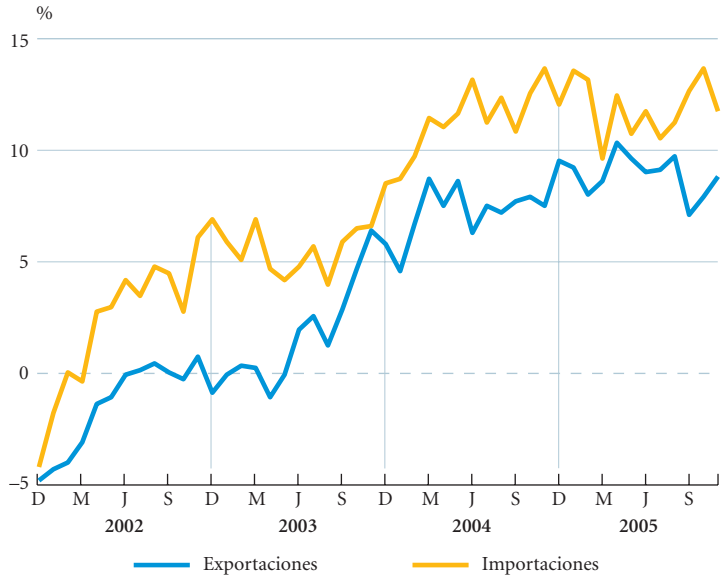
La inflación siguió su descenso después de las tensiones motivadas por los precios energéticos. El índice general de precios de diciembre aumentó un 3,4% interanual, registro bien por debajo de las expectativas que abunda en un panorama cada vez más despejado en este frente. El componente subyacente, que excluye energía y alimentación, menos volátil y más acorde con la tendencia general, tuvo un ligero repunte llegando a avanzar hasta una tasa del 2,2%. Sin embargo, la tendencia general dominante sigue apuntando a una continuidad de las tasas moderadas. Los precios de producción, que excluyen los márgenes minoristas, sí que rebotaron con más fuerza y en diciembre recuperaron sobradamente las pérdidas de noviembre. El avance interanual, que volvió a subir hasta el 5,7%, es el dato más preocupante de diciembre.

La inflación afirma su moderación y llega al 3,4%.

El déficit comercial de noviembre fue un 5,7% inferior al registro récord de octu-

ESTADOS UNIDOS: LAS IMPORTACIONES AÚN MANDAN

Variación intermensual de exportaciones e importaciones en porcentaje (*)



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

Los aviones mejoran el déficit exterior de diciembre, pero no hay cambios en la tendencia.

bre. Las exportaciones del mes crecieron un apreciable 10,8% interanual, algo por encima de las importaciones, lo cual es novedad. Sin embargo, ello se debe en gran parte al final de la huelga de Boeing, que propició en diciembre una acumulación de ventas diferidas y que por tanto no tiene visos de continuidad. También ayudó a la mejora el hecho de que las importaciones cedieran algo de fuerza a causa de los precios energéticos. No marca así noviembre el tan ansiado inicio de un cambio de tendencia en la evolución de una balanza comercial, con un déficit que, en los últimos doce meses, roza ya el 6,3% del producto interior bruto.

Japón: una expansión apoyada en los consumidores

Japón saca fuerzas del optimismo de sus consumidores.

La expansión japonesa ganó algo de fuerza a finales de año. Las mejores expectativas se centran en el consumo privado, que ya venía siendo el pilar donde más se estaba apoyando la presente recuperación. Después de ciertos titubeos, y escapando del tradicional fatalismo atribuido a los japoneses, aumentan los que se creen el optimismo del banco central. La inflación, o mejor dicho la falta de ella, sigue siendo un escollo a superar, pero la industria parece despertar de su letargo.

En el lado de la demanda, las ventas minoristas demostraron poseer una tendencia alcista de fondo resistente. Así, los retrocesos de meses anteriores no lograron romper el camino establecido de lenta recuperación y en noviembre el indicador volvió al terreno positivo, con un avance del 0,5% interanual. Sin embago, las ventas de automóviles, volátiles pero significativas, siguieron sin añadirse a los vientos de recuperación. Diciembre fue el sexto mes consecutivo de caídas interanuales, con un retroceso del 12,0%.

De alcance más general y con claro sesgo alcista, la confianza del consumidor del cuarto trimestre subió hasta el nivel de

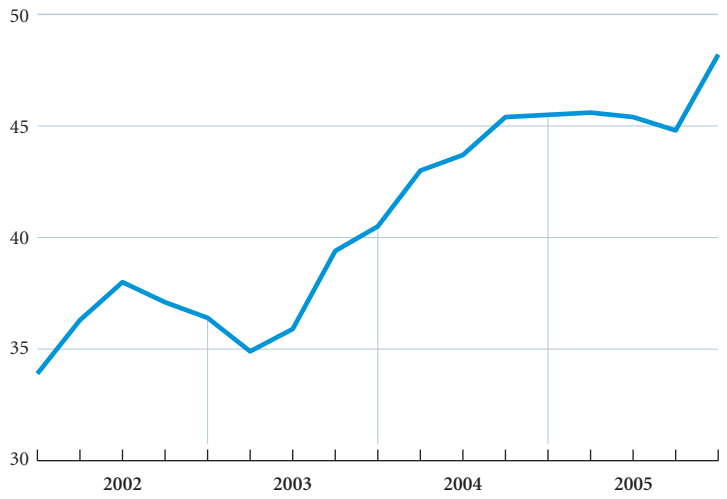
los 48,2 puntos. Más alla de la fuerte subida respecto al trimestre anterior, la mejora de las expectativas y del rompimiento de una cierta tendencia acomodaticia, el presente registro no se daba desde 1991, lo que indica que algo puede estar cambiando en la percepción que los japoneses tienen de su economía. Parece pues que Toshihiko Fukui, gobernador del banco central japonés, está ganando adeptos en su visión alcista.

Los indicadores de oferta también secundaron las mejores expectativas aunque de forma tímida. La producción industrial de noviembre quedó en un incremento del 3,4% interanual, dato que si bien denota un ligero repunte, por efectos de

Las ventas minoristas mantienen la tendencia alcista, y la industria despierta del letargo.

JAPÓN: LOS CONSUMIDORES JAPONESES VEN LAS COSAS MÁS CLARAS

Índice de confianza del consumidor



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

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

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

La vivienda asienta su recuperación.

base no acaba de mostrar toda la fuerza del sector en los últimos meses. Los pedidos de maquinaria, indicador adelantado de la inversión, también ganaron fuerza en noviembre, aunque ésta se basó en el siempre volátil sector exterior. La tendencia de fondo es de un crecimiento sostenido en torno a niveles del 5,0%, con un ligero sesgo a favor de los pedidos foráneos frente a los nacionales, que parecen haber perdido algo de fuerza últimamente.

La deflación continuará en los próximos meses.

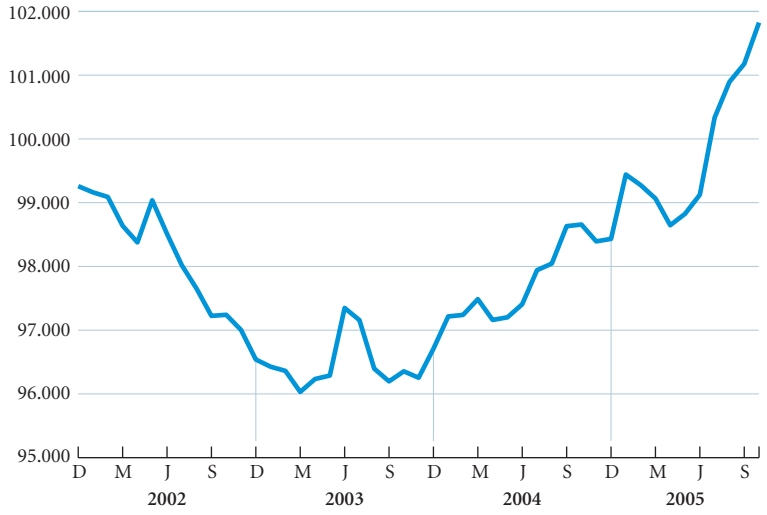
El mercado de la vivienda continúa avanzando con lentitud. Tras un débil comportamiento en noviembre, los inmuebles vendidos en Tokio volvieron a evolucionar al alza en diciembre, aunque los precios no. También las viviendas iniciadas evolucionan al alza, con un crecimiento en noviembre del 12,9% interanual, con una clara tendencia al alza que sintetiza la presente situación del sector.

La inflación sigue siendo una asignatura pendiente. Los precios retrocedieron en noviembre un 0,8% interanual. En Tokio, los precios de diciembre también retrocedieron un 0,6%. El componente general sin alimentos no elaborados está ya rozando el terreno positivo, pero hay que tener en cuenta dos efectos. Por un lado, los precios de la energía han aupado el nivel general pero es de esperar su vuelta a la normalidad, como mínimo en tasas de crecimiento. Por otro lado, las reestructuraciones llevadas a cabo tienen como consecuencia ganancias de eficiencia y por tanto menores costes y menores precios. Todo ello hace difícil el definitivo final de la deflación en los próximos meses. En el mercado de trabajo, la tasa de paro siguió aumentando ligeramente hasta el 4,6% de la población activa.

Las exportaciones japonesas se recuperan. En noviembre éstas crecieron un 11,8% respecto al mismo periodo del año anterior. Sin embargo, la balanza comercial retrocedió en términos interanuales por causa de la fuerza importadora, lo que debe ser interpretado en clave de una demanda interna más vigorosa que antaño.

JAPÓN: LAS VIVIENDAS INICIADAS MARCAN EL CAMINO DE LA RECUPERACIÓN

Número de viviendas iniciadas por mes (*)



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

Brasil: historia de una desaceleración

La economía brasileña está en franca desaceleración. A diferencia de épocas pasadas, las cuentas macroeconómicas están más equilibradas, pero el gigante de América austral es como una bicicleta, si no pedalea se cae, y sin crecimiento la situación del gobierno Lula podría llegar a ser insostenible.

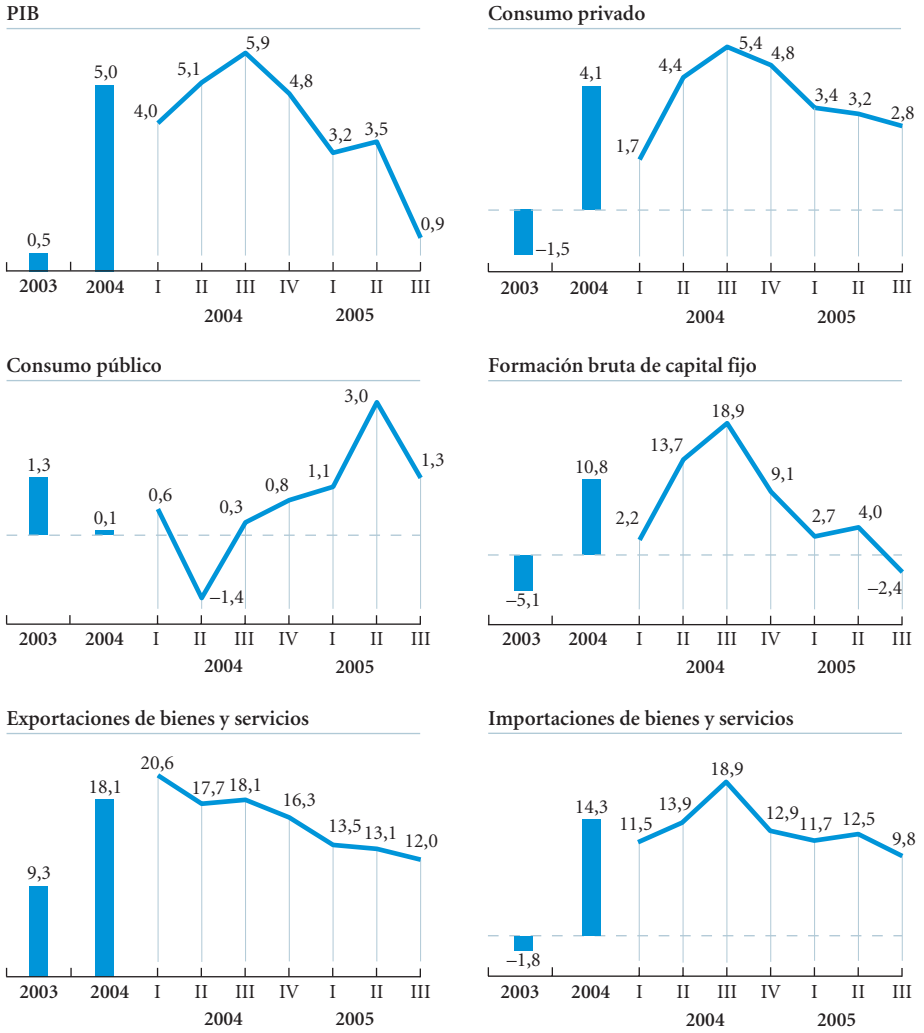
El producto interior bruto del tercer trimestre avanzó un magro 0,9% interanual, marcando el final de la etapa expansiva. El consumo privado se desaceleró hasta el 2,8% interanual. El consumo público, fruto de medidas de austeridad del gobierno, se desaceleró drásticamente hasta el 1,3%. Por su parte, la formación bruta de capital fijo llegó a retroceder un 2,4%. Pero el sector exterior, uno de los pilares del último periodo expansivo, siguió comportándose bien, con unas exportaciones que pese a crecer menos, el 12%, aún van por delante de las importaciones.

Brasil se desacelera y crece al 0,9%.

Baja la inversión, pero el sector exterior aguanta y el consumo público se desacelera.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

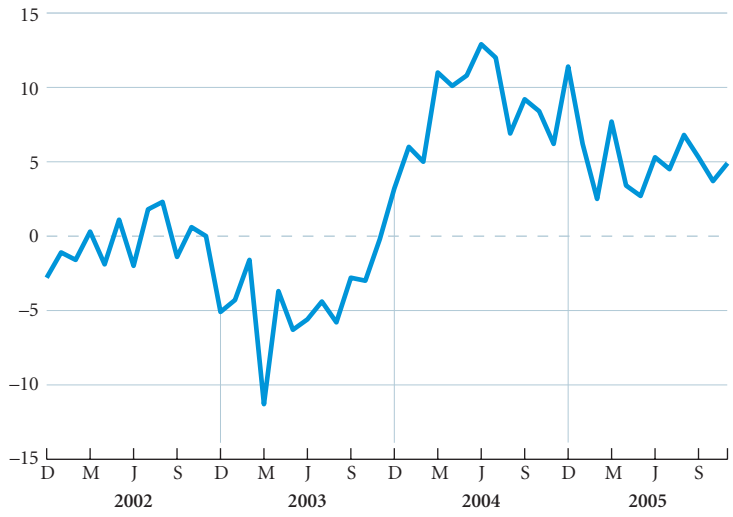
Porcentaje de variación interanual en términos reales



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

BRASIL: PESE A TODO, LAS VENTAS MINORISTAS SIGUEN AVANZANDO

Variación interanual de las ventas minoristas en porcentaje



FUENTES: IPEA y elaboración propia.

Las ventas al por menor crecen cerca del 5%.

Los últimos indicadores mensuales de demanda dan unos niveles de actividad algo mejores que los reflejados en las cuentas nacionales. Las ventas minoristas crecieron en noviembre un 4,9% interanual, cifra que si bien queda por debajo de los dobles dígitos de 2004, aún está lejos de la atonía. Abundando en este sentido, las ventas de automóviles de diciembre crecieron un robusto 10,9% interanual, recuperándose de un mal otoño influenciado por el precio de la energía.

En el lado de la oferta, la producción industrial avanzó en noviembre un 0,6% interanual, y la producción industrial de bienes de capital lo hizo al 4,0%, cifra que si bien está lejos de lo crecido en 2004, indica que la desaceleración podría haber tocado fondo.

La inflación continúa moderándose, pero la tasa de desempleo está por encima del 16%.

En el lado positivo, la inflación sigue bajando, con un incremento del 5,0% interanual en diciembre. Hecho este que, junto con la desaceleración del consumo público, denota que el gobierno sigue fiel

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2003	2004	2004	2005					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	0,5	5,0	4,8	3,2	3,5	0,9	–	...	–
Producción industrial	0,1	8,3	6,3	3,9	6,1	1,5	0,4	0,6	...
Tasa de paro São Paulo (*)	19,9	18,8	17,4	17,0	17,5	17,2	16,9	16,4	...
Precios de consumo	17,0	6,3	5,9	6,0	6,6	5,2	5,4	5,5	5,0
Balanza comercial (**)	24,8	33,7	33,7	35,9	38,3	41,2	41,9	43,9	44,8

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

a su política de primar la estabilidad macroecómica. La tasa de desempleo de São Paulo siguió bajando y en noviembre llegó al 16,4%, un nivel que sin embargo sigue siendo alto.

Otro de los pilares de la economía brasileña de los últimos tiempos, el sector exterior, siguió dando señales positivas. El mayor superávit comercial del continente americano marcó un nuevo récord de 44.764 millones de dólares durante 2005.

Argentina sigue sorprendiendo

La economía argentina sigue manteniendo una elevada tasa de actividad que ha llevado al país a superar con creces los niveles anteriores a la última crisis. El fuerte ritmo de actividad convive con un sector exterior al alza, pero la inflación sigue siendo el principal riesgo. El pago de la deuda con el Fondo Monetario Internacional a cargo de las reservas tiene una doble lectura, pues si por un lado es una prueba de la reencontrada salud económica, por otro, dejará al país con un nivel de reservas excesivamente bajo, al menos por el momento.

La economía argentina creció un 9,2% interanual en el tercer trimestre. Más allá de las fuertes tasas registradas, es significativo que estemos a punto de completar el tercer año de expansión. El consumo privado creció al 8,9% durante el mismo periodo y el consumo público avanzó al 6,8%. El componente inversor avanzó al 23,1%, tasa notable, aunque de forma lógica, menor que en trimestres anteriores por efectos de base. Las exportaciones crecieron al 13,3%, y las importaciones, a pesar de hacerlo a la tasa superior del 17,8%, muestran una clara tendencia de desaceleración que da soporte al sector exterior.

Los indicadores de demanda más recientes dan claros visos de continuidad al ciclo expansivo. Así, las ventas minoristas se aceleraron en noviembre y crecieron un 36,2% en términos interanuales. Las ventas en cadenas de supermercados siguieron una trayectoria parecida, pero la venta de automóviles se tomó un respiro en diciembre creciendo al 3,3%, abandonando así un largo periodo de fuertes incrementos.

Argentina mantiene su expansión, que cumplirá los tres años.

En el lado de la oferta las cosas siguen por una senda parecida. La producción industrial sigue acelerándose, aunque con tasas más moderadas. En noviembre creció un 7,3% interanual, ritmo que se acerca a los niveles de la primera mitad de 2005. Calcando el comportamiento de finales de verano, minería y metales volvieron a ser los sectores más activos, mientras que el acero siguió a la baja. A ellos se añadió con fuerza en noviembre el sector energético. El indicador de actividad industrial, avanzó un 8,9%, en una línea de claro mantenimiento del fuerte ritmo expansivo en un sector que aún tiene camino por delante en su proceso de recuperación de la última crisis.

Las ventas minoristas avanzan con fuerza.

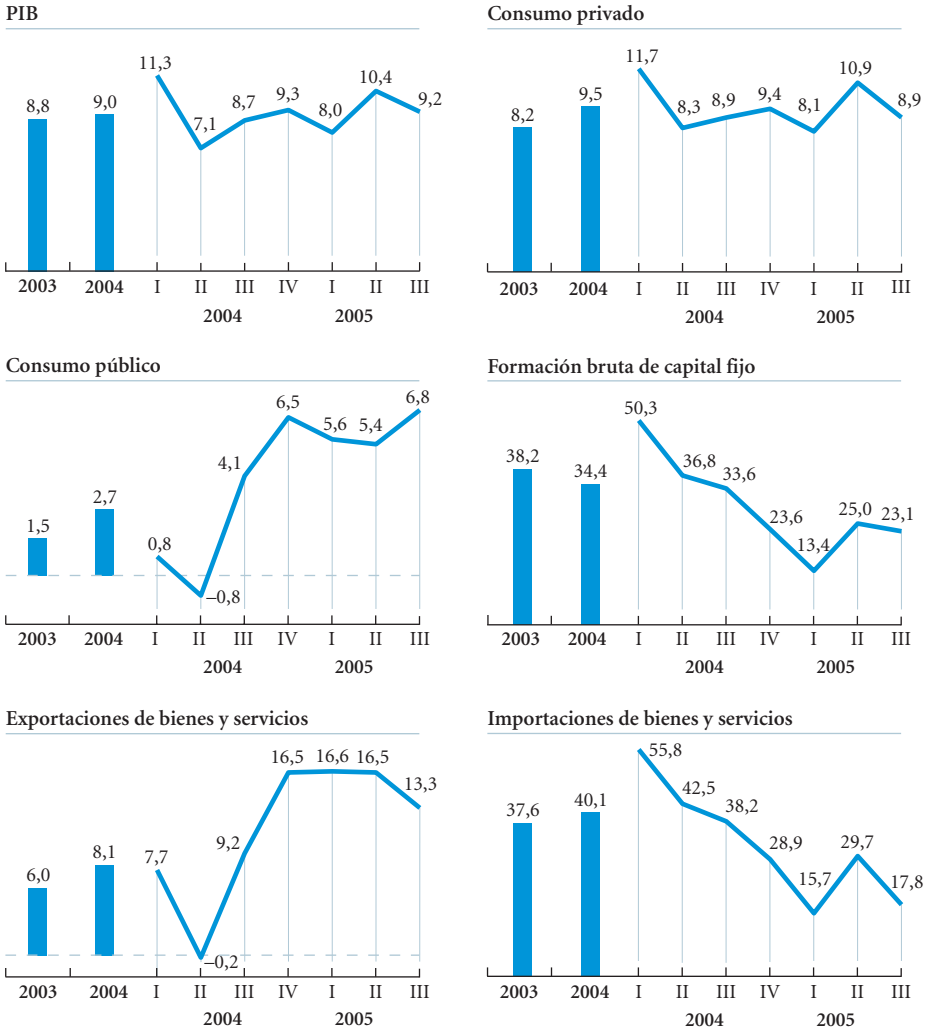
El aspecto más preocupante de la economía argentina son los precios. Durante 2005, éstos crecieron un 12,3%, tasa que sigue al alza y que además está muy por encima de la media de otras economías de la región, que sin embargo hay que decir que no pasan por un ciclo expansivo como el argentino. Ni la leve desaceleración de los precios energéticos, que avanzan al 13% cuando a finales de verano crecían por encima del 30%, ni la desaceleración de precios mayoristas de importación han tenido consecuencias en el índice general, lo que convierte a la inflación en un riesgo creciente. En un plano positivo, la balanza comercial de los doce meses hasta noviembre siguió arrojando un saldo positivo de 11.143 millones de dólares, nivel que sólo evoluciona ligera-

La industria mantiene el crecimiento, pero aún le queda camino por recuperar.

La inflación rebasa el 12% y mantiene su tendencia alcista.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ARGENTINA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



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

ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

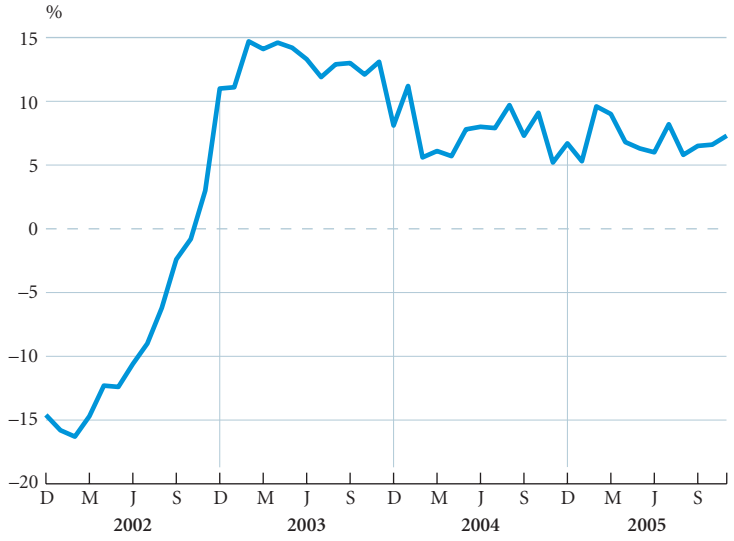
NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

(**) 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 PRODUCCIÓN INDUSTRIAL RECUPERA EL PULSO

Variación interanual del índice de producción industrial



FUENTES: INDEC y elaboración propia.

mente a la baja, pese a la fuerte demanda interna.

Materias primas: nuevo episodio alcista del petróleo

El precio del petróleo creció un 13% en enero, rompiendo con la relativa tranquilidad que el mercado había exhibido en noviembre y diciembre. Así, la cotización del barril de calidad Brent para entregas a un mes pasó de los 58 dólares de finales de diciembre al rango de los 64-65 dólares a finales de dicho mes de enero, muy cerca del máximo histórico en términos nominales alcanzado en septiembre pasado (67,5 dólares).

Tras este repunte se encuentran las dificultades que han emergido en tres puntos sensibles del globo: la escalada de declaraciones respecto a la cuestión nuclear entre Irán y los países occidentales, el conflicto guerrillero en Nigeria y un aumento de la inestabilidad en materia de suministro del petróleo que proviene de Irak. Cabe recordar que entre los tres países suman aproximadamente un tercio del aumento de producción que los analistas asignan a la Organización de Países Exportadores de Petróleo para los próximos cinco años. A estos tres frentes se les ha sumado la ola de frío siberiano que afecta a Rusia, inusualmente rigurosa incluso para los estándares rusos. Las perspectivas para los próximos meses no son positivas, al mantenerse el dinamismo de la demanda de crudo (ésta crecerá un 2,2% en 2006 según previsiones de la Agencia Internacional de la Energía).

El petróleo vuelve a bordear sus máximos históricos debido a la tensión que registran importantes países productores como Irán, Nigeria e Irak.

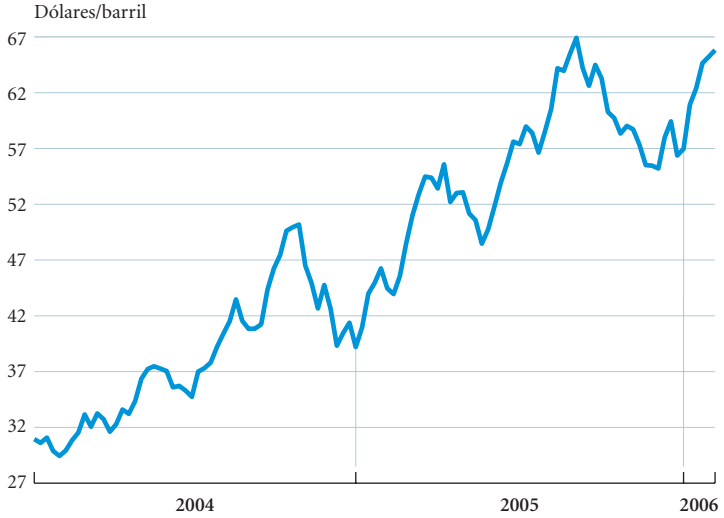
Las restantes materias primas siguen una senda alcista similar. En su conjunto, las materias primas, medidas por el índice «The Economist» en dólares, han acelerado su crecimiento hasta el 20% interanual en enero, más de cinco puntos porcentuales por encima del registro de diciembre. Tras este aumento se encuentran las materias primas industriales, y entre ellas los metales.

Los metales rompen al alza sus cotizaciones, con un crecimiento conjunto del 30% en el último año.

En dicha categoría de metales se puede distinguir dos grupos cuya evolución responde a condiciones diferenciadas. Así, el

EL PRECIO DEL PETRÓLEO VUELVE A ACERCARSE A SUS MÁXIMOS HISTÓRICOS

Cotización del petróleo Brent a un mes en medias semanales



FUENTE: Thomsom Financial Datastream.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2003	2004	2004	2005						2006
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
Índice «The Economist» en dólares (*)										
General	**11,7**	**17,4**	**1,5**	**–2,3**	**–1,8**	**6,2**	**11,1**	**10,9**	**14,3**	**19,6**
Alimentarias	9,1	11,2	–7,3	–8,5	–7,7	3,2	9,7	6,7	7,5	12,5
Industriales	15,9	26,1	13,8	5,9	6,3	10,0	12,7	15,6	22,0	27,8
Agrícolas no alimentarias	*21,8*	*9,2*	*–11,2*	*–10,7*	*–8,6*	*0,8*	*10,5*	*9,2*	*13,0*	*16,9*
Metales	*11,8*	*38,2*	*31,5*	*16,1*	*15,5*	*15,0*	*13,8*	*18,7*	*26,1*	*33,0*
Índice «The Economist» en euros (*)	**–6,7**	**6,7**	**–6,5**	**–6,4**	**–6,0**	**6,6**	**15,4**	**21,6**	**28,9**	**29,8**
Petróleo (**)										
Dólares/barril	28,4	38,0	44,7	47,8	53,1	62,0	59,3	56,4	57,5	63,5
Tasa de variación	13,1	34,4	53,8	52,7	50,9	52,5	20,6	26,0	43,2	44,2
Oro										
Dólares/onza	364,0	409,6	434,0	427,3	427,8	439,6	470,0	476,9	509,9	549,3
Tasa de variación	17,3	12,7	10,6	4,6	8,6	9,4	11,7	8,5	15,4	29,5

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

repunte de los metales preciosos, y aquí cabría resaltar los casos del oro (crecimiento interanual del 30% en enero) y de la plata (46%), están reflejando la entrada de fondos de carácter más especulativo. Por el contrario, el alza de los metales de uso industrial, entre los cuáles destacan el cinc (85%) y el cobre (55%), se debe principalmente al tirón de demanda.

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: la recuperación se afianza

Tras sorprender con un tirón del crecimiento en el tercer trimestre, la zona del euro amagó una ralentización en los inicios del cuarto trimestre. Los últimos datos han desdibujado este diagnóstico y han devuelto la confianza en el escenario de recuperación. Uno de los indicadores más globales y que más finamente precisan el pulso cíclico de la eurozona, el sentimiento económico, rebotó hasta los 100,5 puntos en diciembre, con lo que en el conjunto del cuarto trimestre dicho indicador se situó en los 100,2 puntos, un resultado que no se había dado de forma recurrente desde el dinámico año 2000. Otro indicador de oferta ha remachado el clavo del optimismo. La producción industrial creció en noviembre un 2,6% interanual, frente al mínimo avance del 0,2% de octubre.

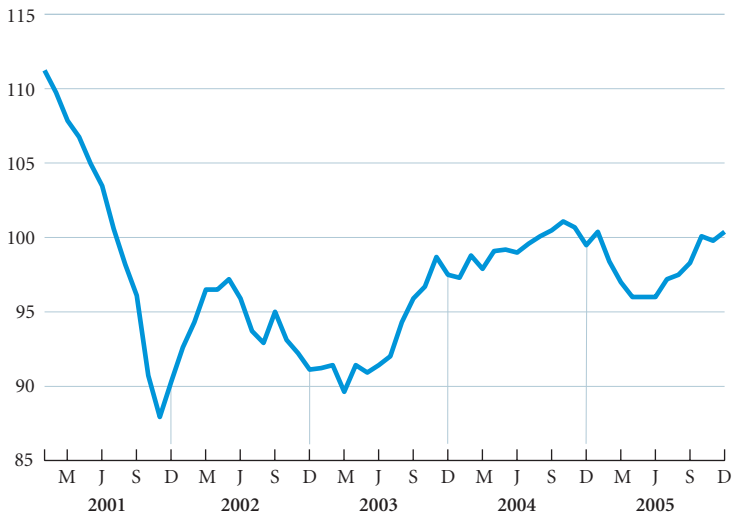
Todo ello ha contribuido a que la Comisión Europea haya revisado al alza sus previsiones de corto plazo. Según su último informe, el ejecutivo comunitario espera que en el cuarto trimestre de 2005 el crecimiento se sitúe en el rango de 0,4%-0,8% intertrimestral, cifra que se repetiría en el primer trimestre de 2006. En el segundo trimestre, el incremento del producto interior bruto (PIB) se situaría en tasas intertrimestrales del 0,4%-0,9%. Expresados en términos interanuales, los crecimientos serían del 2,0% en el cuarto trimestre, 2,3% en el primero y 2,6% en el segundo. Estas previsiones cabe juzgarlas como muy optimistas, toda vez que el conjunto de los analistas espera un crecimiento levemente inferior al 2% inter-

La zona del euro disipa las dudas sobre la recuperación al dejar atrás el bache relativo de principios del cuarto trimestre...

...conduciendo a una revisión al alza de las previsiones de la Comisión Europea para la primera mitad de 2006, periodo en el cual se podría crecer por encima del 2%.

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

Valor del índice de sentimiento económico



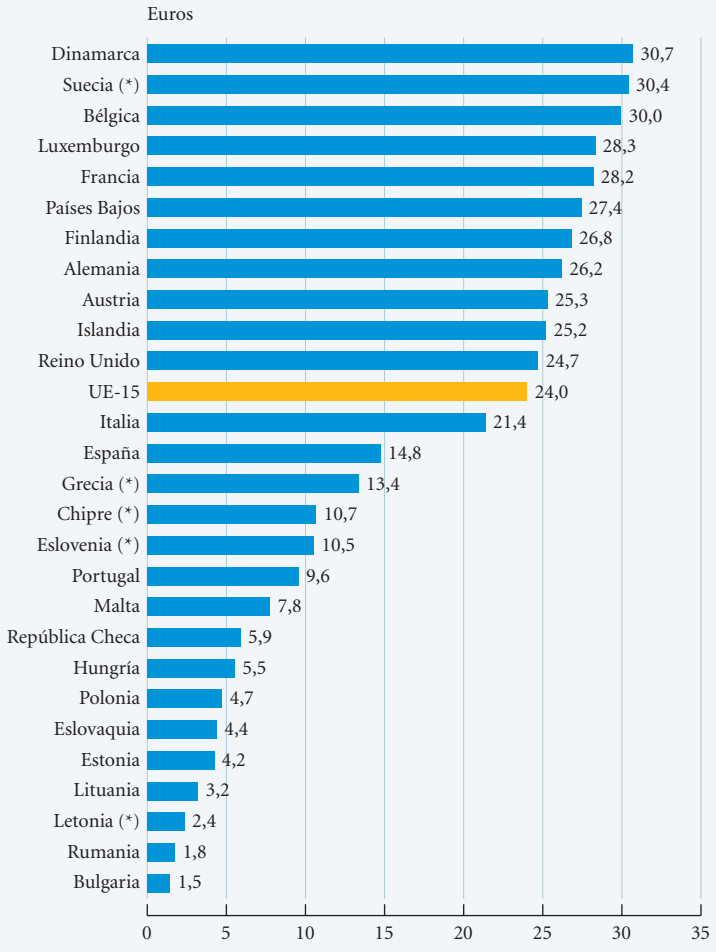
FUENTE: Comisión Europea.

El mercado de trabajo en la UE: una globalización en pequeña escala

Europa es una realidad muy diversa desde la perspectiva laboral. Factores culturales, sociológicos, económicos y legales han favorecido a lo largo de la historia la configuración de realidades locales sensiblemente diferentes entre sí. Por si fuera poco, la ampliación de la Unión Europea (UE) a veinticinco miembros ha añadido intensos matices a un mosaico hasta hace poco relativamente homogéneo y presidido, en lo laboral, por una cierta confortabilidad de la población ocupada.

¿QUIÉN OFRECE MENOS?

Coste laboral por hora efectiva trabajada en 2004



NOTA: (*) El dato corresponde a 2003.
FUENTE: Eurostat.

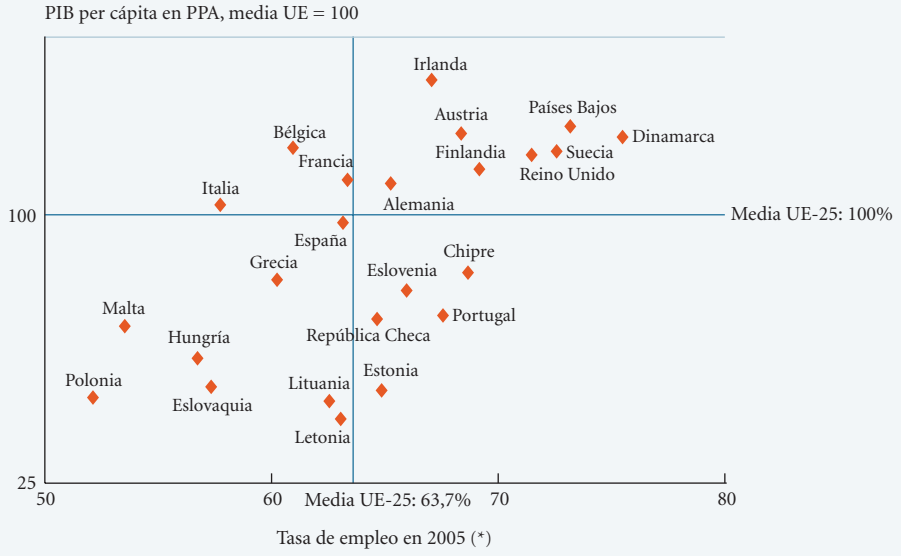
En efecto, las condiciones laborales en los nuevos miembros de la UE son mucho más competitivas que las existentes en los países de la antigua UE-15. Difícilmente se encuentra algún país de la ampliación donde la jornada

media semanal por puesto de trabajo no exceda de las 40 horas semanales, frente a jornadas no superiores a las 37 horas semanales de los grandes países, con la excepción de España e Italia. Del mismo modo, los costes laborales por hora trabajada presentan también diferencias profundas con mínimos en torno a 2-3 euros en Letonia o Lituania (o inferiores a los dos euros en países candidatos) y máximos claramente superiores a los 25 euros en Francia, Alemania, Reino Unido o los países nórdicos.

Estas grandes diferencias, que inciden significativamente en los costes de producción pero que no determinan estrictamente la competitividad (dependiente de otros muchos factores), constituyen, a la vez, una oportunidad y una amenaza para el tejido empresarial de la UE. Efectivamente, las empresas con mayor proyección global adaptarán sus estrategias de producción y localización a esas ventajas competitivas mientras que, al otro lado de la balanza, los sectores productivos y las regiones con ciertas especializaciones manufactureras deberán reconvertir, no sin dificultades, su estructura productiva.

Por el momento los países más ricos, con costes laborales más altos y jornadas más cortas presentan todavía las tasas de ocupación más elevadas de la Unión. Así, en Dinamarca la población ocupada respecto a la población en edad de trabajar es la mayor de la Unión Europea con un 75,5%. También por encima del 70% se hallan los Países Bajos, Suecia y Reino Unido. ¿Cuáles son los rasgos más característicos del mercado de trabajo en estos países?

A MÁS RIQUEZA, MÁS EMPLEO ¿O ES AL REVÉS?



NOTA: (*) Ocupados en % de la población en edad laboral.
FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

En primer lugar, y como rasgo de fondo, las economías con alto nivel de empleo se caracterizan por un predominio claro del sector servicios y un sector público de notable dimensión. En segundo término, resulta muy clara la correlación entre el grado de integración de la mujer en el mercado de trabajo y la tasa de ocupación global. En los países nórdicos, la elevada tasa de ocupación se explica por la elevada proporción de mujeres con empleo, por encima del 70% de la población en edad de trabajar. En sentido contrario, dos de los países de ma-

yor tamaño de la UE con tasas de empleo más reducidas, Polonia e Italia, presentan una ocupación femenina muy baja, en torno al 46% de la población en edad de trabajar (diez puntos menos que la media europea), que se explica, al igual que en el caso griego, por motivos de índole sociológico. España, alineada con el modelo mediterráneo, ha dado un salto adelante en este aspecto en los últimos años, pero el empleo femenino se halla todavía veinte puntos por debajo de los países punteros en Europa.

La alta integración laboral de la mujer no se comprende sin el desarrollo de fórmulas laborales que facilitan la conciliación de la vida familiar con la laboral, fórmulas que son especialmente utilizadas en los países más desarrollados. En Europa, el 32,5% de las mujeres ocupadas trabajan a tiempo parcial, pero esa proporción se eleva hasta el 75% en los Países Bajos o alrededor del 40% en Bélgica, Alemania, Suecia, Reino Unido o Austria. En España o Italia, la tasa ronda el 25% mientras que en los países de la ampliación difícilmente supera el 10%.

Por otra parte, la necesidad creciente de compatibilizar el estudio y el trabajo, o la oportunidad de rentabilizar parcialmente la experiencia de los que se hallan en los años finales de su vida activa ha favorecido también el desarrollo del trabajo a tiempo parcial entre los jóvenes y los mayores de 55 años con independencia del sexo, lo que, lógicamente, ha impulsado la tasa de ocupación global.

Por último, también la flexibilidad parece un elemento importante en la explicación de las altas tasas de empleo, al menos en los países anglosajones. El Reino Unido e Irlanda presentan tasas de temporalidad extraordinariamente bajas, muy inferiores a las de los países centrales de la UE (en torno al 12% de la población asalariada) y, por supuesto, totalmente opuestas a las que en la actualidad refleja la economía española, donde el 33% de los contratos tiene naturaleza temporal.

¿Cuáles serán los efectos de la ampliación europea en el ámbito laboral? De momento, los temores que suscitaba una eventual llegada masiva de trabajadores procedentes de los nuevos estados miembros se desactivaron en el Tratado de Adhesión. Un periodo transitorio de siete años permite a los antiguos estados miembros limitar la libre circulación de trabajadores a aquellos estados que así lo decidan. Por tanto, los efectos sobre el mercado laboral van a ser muy acompasados. Otra cuestión es saber hasta qué punto las empresas optarán por los países de mano de obra barata para deslocalizar sus plantas productivas, algo que ya se ha empezado a producir. Y si ello será un revulsivo a la hora de flexibilizar y dinamizar los mercados laborales de los estados miembros más regulados.

El consumo privado no acaba de responder, aunque la remisión de parte de las tensiones inflacionistas que se ha producido en el final de 2005 puede ayudar en este frente.

anual para el primer semestre de 2006, una cifra en línea con nuestras propias previsiones, que son del 1,9%.

¿Se atisba algún elemento negativo en este escenario globalmente positivo? Indudablemente, la variable que no acaba que despegar es el consumo privado. Los últimos indicares siguen siendo poco halagüeños. Las ventas minoristas crecieron un moderado 0,3% interanual en noviembre, las matriculaciones de automóviles cayeron un 0,2% en tasa interanual en octubre y la confianza del consumidor, a pesar de una cierta mejoría, todavía se encuentra en el nivel de los 11 puntos negativos en diciembre.

Los restantes componentes de la demanda siguen sendas más satisfactorias. La inversión mantiene un pulso notable, según se desprende del crecimiento del componente de bienes de equipo de la producción industrial, un 4,1% interanual en noviembre. Por su parte, las exportaciones exhiben, dentro de una tónica general errática, una tendencia de fondo al crecimiento. Ello no obstante, el tirón importador ha conducido a una progresiva reducción del superávit comercial que, en

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2003	2004	2004	2005					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB	0,7	1,8	1,6	1,2	1,2	1,6	–	...	–
Ventas al por menor	0,4	0,9	1,0	1,3	0,6	1,0	0,2	0,3	...
Confianza del consumidor (*)	–18	–13,8	–13,0	–13,2	–14,4	–14,8	–13	–13	–11
Producción industrial	0,3	2,0	1,1	0,6	0,7	1,4	0,2	2,6	...
Sentimiento económico (*)	93,5	99,5	100,5	98,7	96,1	97,8	100,2	99,9	100,5
Tasa de paro (**)	8,7	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3	8,3	...
Precios de consumo	2,1	2,1	2,3	2,0	2,0	2,3	2,5	2,3	2,2
Balanza comercial (***)	80,3	80,4	73,1	64,5	50,4	39,4	33,2	28,3	...

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

saldo acumulado de 12 meses, se situaba en octubre en los 28.300 millones de euros, frente a los 39.400 millones de euros del tercer trimestre.

Un elemento adicional que puede contribuir a cimentar la recuperación es la relativa tranquilidad que ofrece el frente de los precios. En los dos últimos meses el índice de precio de consumo (IPC) armonizado ha abandonado las cotas del 2,5% alcanzadas en octubre para deslizarse a niveles tendentes al 2%. Concretamente, en diciembre, la inflación se situó en el 2,2% interanual. Menos cambios exhibe la tasa de paro, que se mantuvo, en noviembre, en el 8,3% de la población activa por tercer mes consecutivo.

Alemania: la economía recupera su pulso

La recuperación alemana sigue su curso. No cabe otorgar excesiva trascendencia a la lectura negativa del crecimiento del conjunto de 2005. Así, según datos de la Oficina Federal de Estadística, en dicho ejercicio la primera economía de Europa sólo creció un 0,9%, sensiblemente por debajo del 1,6% de 2004. Sin embargo, esta aparente ralentización se debió, exclusivamente, al hecho de que en 2005 se trabajaron 1,3 días menos que en 2004. Una vez corregidas las cifras del PIB de las diferencias de calendario, se obtiene que Alemania creció un 1,1% tanto en 2005 como en 2004.

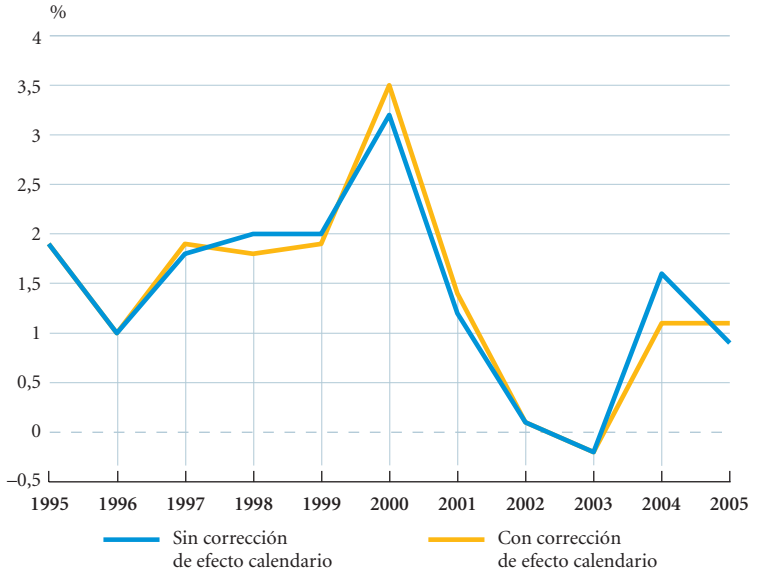
Por lo que se refiere al patrón de crecimiento, en 2005 los componentes clave siguieron siendo la inversión en bienes de equipo y la exportación, mientras que el consumo y la inversión en construcción continuaban bajo mínimos. Cabe destacar asimismo que se ha confirmado que el déficit público alemán alcanzó el 3,5% del PIB en 2005, incumpliendo por cuarto año consecutivo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Situándonos en la actualidad más reciente, los últimos indicadores conocidos tienden a ratificar la expansión económica germana, especialmente desde la perspectiva de la oferta. Así, la producción industrial se disparó en noviembre hasta el 4,7% interanual, su máximo desde febrero de 2001, mientras que el indicador IFO de actividad empresarial se anotaba en enero su máximo desde 2000. Menos novedades ofrece la evolución de la demanda, que sigue presidida por el apático consumo, reflejado en la caída de las ventas minoristas del

Alemania consolida su recuperación, con un crecimiento en 2005 del 1,1%, gracias a la exportación y a la inversión en bienes de equipo.

NOTABLE DIFERENCIA EN EL PIB ALEMÁN EN 2005 AL CONSIDERAR LOS DÍAS TRABAJADOS

Variación anual real del producto interior bruto



FUENTE: Oficina Federal de Estadística.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2003	2004	2004	2005					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB	–0,2	1,1	0,5	0,6	0,7	1,4	–	...	–
Ventas al por menor	–0,5	1,1	1,3	0,6	2,2	1,1	–1,1	–0,6	...
Producción industrial	0,1	2,4	1,5	1,8	2,0	3,0	4,0	4,7	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	91,7	95,7	95,0	95,2	93,3	95,3	98,8	97,8	99,7
Tasa de paro (**)	10,5	10,5	10,8	11,7	11,7	11,6	11,6	11,4	11,2
Precios de consumo	1,0	1,7	2,0	1,7	1,7	2,1	2,3	2,3	2,1
Balanza comercial (***)	130	149	155	157	154,4	157,2	159,6	161,3	...

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

La producción industrial crece cerca de un 5% en noviembre, reflejando el mejor momento del sector secundario de los últimos cuatro años.

0,6% interanual en noviembre y en el hundimiento de las ventas de automóviles (descenso del 8,5% interanual en diciembre).

Por su parte, la demanda externa mantiene su positiva aportación a la actividad, con una nueva ampliación del superávit comercial en noviembre hasta los 161.300 millones de euros, en saldo acumulado de 12 meses. Igualmente se puede valorar de forma positiva el descenso de la tasa de paro, dos décimas porcentuales en diciembre, hasta el 11,2%, y la desaceleración de la inflación (2,1% interanual en diciembre, a comparar con el 2,3% interanual de noviembre).

En otro orden de cosas, cabe resaltar que el gobierno alemán ha concretado una de las actuaciones centrales de su programa económico. El pasado 9 de enero, el ejecutivo germano aprobó un paquete de estímulo económico por un montante de 25.000 millones de euros para el periodo 2006-2009. Dicho paquete incluye, como medidas principales, una aportación de 9.400 millones de euros al fondo para reflotar pequeñas y medianas empresas, un paquete de inversión pública en investigación y desarrollo equivalente a 6.000 millones de euros y una inyección de inversión pública en infraestructuras de transporte de 4.300 millones de euros.

El ejecutivo de Angela Merkel desvela un paquete de medidas de estímulo de la economía, muy centradas en la inversión pública, que asciende a 25.000 millones de euros en el periodo 2006-2009.

Francia: dudas sobre la solidez de la recuperación

Los interrogantes sobre el grado de consistencia de la recuperación francesa no se disipan, ya que a lo largo del cuarto trimestre los indicadores más preocupantes no han mejorado suficientemente. En concreto, el consumo interno, cuyo concurso parece imprescindible para consolidar la expansión, se desaceleró hasta el 1,4% interanual en diciembre (2,7% en noviembre). Con todo, cabe señalar que la confianza del consumidor recuperó en diciembre parte del retroceso de meses anteriores. Otros indicadores de consumo, como la producción industrial de bienes de consumo o las matriculaciones de turismo han apuntado a una línea similar.

Más satisfactoria es la evolución en materia de actividad industrial. En noviembre la producción industrial creció un 1,3% interanual, en franco contraste con el descenso interanual del 1,7% de octubre, una tendencia que debería prolongarse dada la recuperación de la confianza del sector secundario registrada hasta diciembre. Por el contrario, la confianza del sector servicios ha perdido parte de su anterior buen tono y anotaba en diciembre su mínimo desde abril de 2004.

En Francia, el consumo no acaba de despegar, lo que limita la confianza en la recuperación.

La inflación ha acumulado en diciembre su tercer mes consecutivo de desaceleración. Tras anotar un avance del 2,2% interanual en septiembre, el IPC cedió siete décimas porcentuales en los tres meses de octubre a diciembre, situándose en el 1,5% interanual a final de año. Por su parte, la tasa de paro cedió una décima porcentual en noviembre, hasta el 9,6%.

Favorable evolución de la actividad industrial y de los precios, que se desaceleran por debajo del 2% a finales de 2005.

En materia de política económica, el hecho más novedoso es el anuncio del mi-

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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

El ministro de Economía, Thierry Breton, hace público el compromiso de conseguir el déficit cero para 2010 mediante una reducción del gasto público.

nistro de Economía, Thierry Breton, de realizar un ajuste del gasto público que permita alcanzar el déficit cero en 2010. Esta idea, que implica un ahorro anual de unos 10.000 millones de euros, se alcanzaría mediante un crecimiento del gasto público un punto porcentual por debajo de la inflación, en cada ejercicio presupuestario. Adicionalmente, Breton propone un nuevo programa de privatizaciones, cuyo montante, de unos 30.000 millones de euros, se utilizará para reducir la deuda pública hasta el 60% del PIB en 2010, seis puntos menos que la registrada en 2005.

La economía italiana apunta a cierta mejoría en el cuarto trimestre, que tiene como su principal exponente un tono levemente más activo del gasto de las familias.

Italia: leve mejora de perspectivas

Aunque Italia sigue exhibiendo una falta de tono económico, el final de 2005 ha ofrecido algunos indicios moderadamente positivos. El mal momento del consumo, sin darse por superado, puede estar entrando en una etapa menos deprimida, según apuntan la aceleración de las ventas al por menor de octubre (1,4% interanual, frente al 1,1% de septiembre) y la recuperación de la confianza del consumidor.

La recuperación industrial y la desaceleración de los precios de consumo, señales positivas adicionales.

Por el lado de la oferta, el mal comportamiento de la actividad secundaria, que propició que la producción industrial cayese un 1,7% interanual en octubre, se ha mitigado en parte en noviembre, mes en que dicho indicador retrocedió únicamente un 0,6% interanual. No obstante, mientras la exportación no mejore de forma apreciable (avanzó un 5,1% interanual en noviembre), a la manufactura italiana, muy orientada al mercado internacional, le seguirá faltando un apoyo fundamental.

Tomados en consideración todos los elementos anteriores, el pulso global de la economía es el mejor de los últimos meses, y así se refleja en el sentimiento económico, que alcanzó en el cuarto trimestre el nivel de los 102,8 puntos, cerca de cinco puntos mayor que en el trimestre anterior. Además, y como elemento positivo adicional, cabe señalar la remisión de las tensiones inflacionistas, que ha llevado a los precios de consumo al 2,0% interanual en diciembre.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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

Reino Unido: todos los ojos en el consumo

La notable desaceleración del consumo hasta el tercer trimestre, que situó dicho componente en sus mínimos en 10 años, ha situado el centro de la atención en determinar si el gasto de los hogares está remontando el vuelo en el cuarto trimestre. El diagnóstico no es definitivo. Mientras las ventas al por menor se han acelerado hasta el 2,6% interanual en el cuarto trimestre (1,0% en el tercer trimestre), la producción industrial de bienes de consumo y la confianza del consumidor apenas mejora. Y el estancamiento del PIB en el cuarto trimestre (1,7% interanual según estimación preliminar) tampoco acaba de despejar las dudas existentes.

Y si volvemos la mirada a los factores fundamentales, la visión tampoco acaba de ser positiva. En particular, el mercado de trabajo, a pesar de exhibir una tasa de paro moderada, del 2,9% entre octubre y diciembre, también está registrando un estancamiento del ritmo del empleo, una disminución de los puestos de trabajos vacantes y un menor crecimiento de los ingresos salariales medios.

El empeoramiento laboral se debe no sólo a la persistente debilidad del sector industrial, cuyo exponente más claro es el descenso interanual de la producción industrial del 2,4% en noviembre, sino al reciente empeoramiento del sector servicios. Por el contrario, la evolución de la inflación, que se ha alejado sensiblemente de los máximos anuales registrados en el verano pasado (2,0% interanual en diciembre), puede facilitar una transición hacia una etapa de mayor dinamismo gastador de las familias británicas.

Con el consumo privado en su peor momento en una década, toda la atención se centra en su comportamiento en el cuarto trimestre.

Más allá del pulso cíclico, otro indicio de las dificultades británicas es el progresivo empeoramiento de las finanzas públicas. Tras registrar un déficit público del 3,3% del PIB en el ejercicio fiscal que va de abril de 2004 a marzo de 2005, en el actual ejercicio, que finalizará en marzo de 2006, el desequilibrio se situará en el 3,4% del PIB. Y, a pesar de que el gobierno ha anunciado medidas de contención del gasto, la Comisión Europea prevé un déficit equivalente al 3,2% del PIB en 2007. Todo ello ha conducido a la petición de la Comisión Europea de iniciar un procedimiento de déficit excesivo, una iniciativa que, después de prosperar en el Consejo de Ministros, no puede desembocar en sanciones pero que sí afea la gestión presupuestaria del gabinete de Tony Blair.

El mercado de trabajo empieza a erosionarse, reflejando tanto la debilidad de la industria como un reciente empeoramiento de los servicios.

Bruselas advierte sobre el déficit público excesivo de Reino Unido.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Se acerca el final del ciclo alcista de la Reserva Federal

La subida al 4,50% de la Reserva Federal el día 31 de enero está ampliamente descontada, y no será la última.

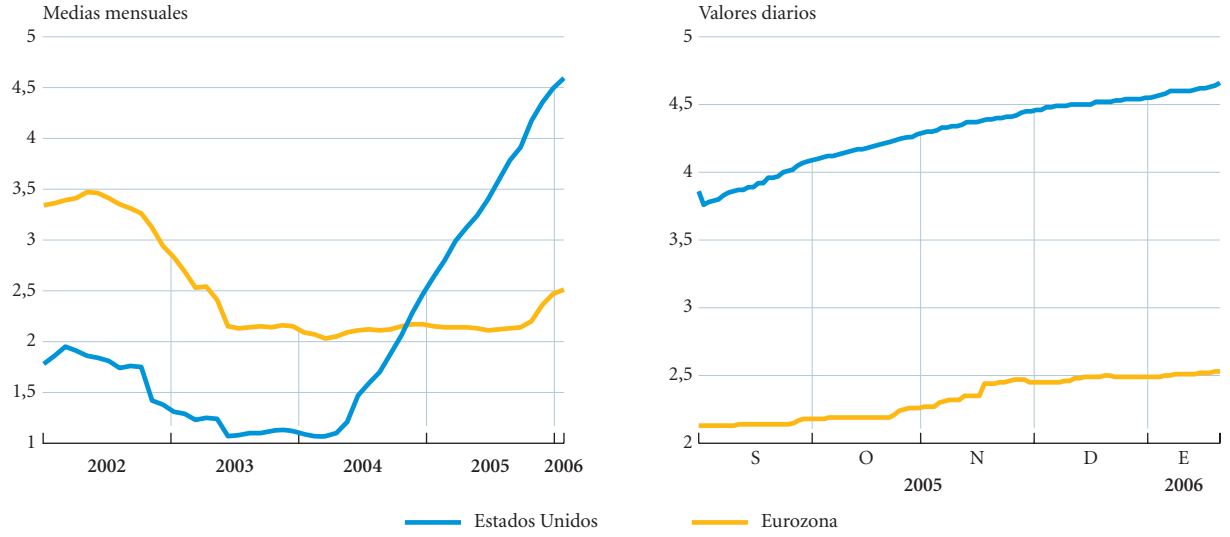
En 2005 la Reserva Federal de Estados Unidos elevó su tipo de interés de referencia en ocho ocasiones en 25 puntos básicos cada vez. De este modo, el nivel objetivo del tipo de interés interbancario a un día subió desde el 2,25% al final de 2004 hasta el 4,25% en diciembre pasado. Así, tal como lo habían anunciado, las autoridades monetarias norteamericanas situaron el tipo de interés de referencia hasta cerca del nivel neutral. En efecto, las actas de la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed, publicadas al principio de enero de 2006, confirmaban que la política monetaria ya no se consideraba relajada. Asimismo, las actas sugerían que todavía habría alguna subida más, pero que el final del ciclo alcista estaba cercano.

De esta manera, el aumento del tipo de interés oficial hasta el 4,50% en la última reunión del mandato de Greenspan como presidente de la Fed al final de enero de 2006 ya está ampliamente descontado por el mercado. Aunque existen algunas dudas sobre el nivel de llegada del tipo de interés de referencia de la Fed nosotros apostamos por el 4,75%. Creemos que el nuevo presidente Ben Bernanke querrá afirmar su reputación antiinflacionista con una nueva alza, pero que no tendría continuidad dados los signos de desaceleración económica.

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) no varió sus tipos de

LEVE ENSANCHAMIENTO DEL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO ENTRE EL DÓLAR Y EL EURO

Tipos de interés interbancario a 3 meses, en porcentaje anual



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

interés directores en su reunión del día 12 de enero, tal como se esperaba. Los mercados financieros estuvieron muy atentos, sin embargo, al comunicado posterior y a la rueda de prensa del presidente Jean-Claude Trichet. El tono de la nota de prensa no era muy diferente de la anterior, pero al no aparecer las palabras «fuerte vigilancia» en relación con los precios el mercado interpretó que se había relajado la agresividad de la postura. Así, el euríbor a un año, que se colocó en el 2,79% en promedio mensual en diciembre, descendió muy levemente tras la reunión del BCE. No obstante, posteriormente se produjeron declaraciones de dirigentes del BCE de tono firme y el euríbor a un año repuntó livianamente. De esta forma, el mercado espera un ascenso del tipo de interés del BCE en marzo y por lo menos otra a partir de junio, lo que parece razonable.

Se espera un nuevo aumento del tipo de referencia del Banco Central Europeo en marzo.

Por otra parte, la inflación de la zona del euro terminó el año 2005 en el 2,2%, según el avance de Eurostat. Así, por sexto año consecutivo la tasa de inflación se ha situado por encima del límite del 2% del objetivo a medio plazo de inflación del BCE. No obstante, hay que reconocer que la tasa de inflación no se halla demasiado lejos del objetivo, y que en 2005 las presiones inflacionistas a causa de la esca-

La inflación termina 2005 en la eurozona por encima del objetivo del 2% por sexto año consecutivo.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2004									
Diciembre	2,07	2,17	2,30	2,25	2,50	0,09	4,75	4,87	0,75
2005									
Enero	2,06	2,15	2,31	2,25	2,66	0,10	4,75	4,87	0,74
Febrero	2,06	2,14	2,31	2,50	2,82	0,10	4,75	4,89	0,75
Marzo	2,05	2,14	2,34	2,59	3,03	0,09	4,75	4,99	0,75
Abril	2,05	2,14	2,27	2,75	3,15	0,08	4,75	4,94	0,76
Mayo	2,05	2,13	2,19	2,99	3,27	0,08	4,75	4,89	0,76
Junio	2,05	2,11	2,10	3,01	3,43	0,08	4,75	4,84	0,75
Julio	2,05	2,12	2,17	3,25	3,61	0,09	4,75	4,66	0,75
Agosto	2,05	2,13	2,22	3,43	3,80	0,09	4,53	4,59	0,76
Septiembre	2,06	2,14	2,22	3,60	3,91	0,09	4,50	4,60	0,76
Octubre	2,06	2,20	2,41	3,75	4,17	0,09	4,50	4,59	0,81
Noviembre	2,06	2,36	2,68	4,00	4,35	0,09	4,50	4,62	0,95
Diciembre (*)	2,28	2,47	2,79	4,25	4,49	0,09	4,50	4,64	1,02
2006									
Enero (1)	2,30	2,53	2,86	4,25	4,66	0,10	4,50	4,59	1,01

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

Después de tres años de caídas el dólar sube el 3,5% en 2005.

lada del petróleo fueron muy fuertes. Quizás lo más importante es que por el momento las expectativas de inflación a medio y largo plazo están contenidas.

Por lo referente al resto de los principales bancos centrales, ni el Banco de Japón ni el de Inglaterra variaron sus posiciones en sus respectivas reuniones de enero. Sin embargo, el Banco de Suecia subió su tipo de interés de intervención el día 20 de enero en 25 puntos básicos hasta el 1,75%. De esta forma, revirtió parcialmente la rebaja del último verano. La reciente decisión del Riksbank, el banco central más antiguo del mundo, fue debida a las tensiones inflacionistas en un marco de mejora de las perspectivas económicas. Además, el día 24 el Banco de Canadá elevó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 3,50%.

La expectativa de alzas del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo apoya al euro.

Debilidad del dólar en los primeros compases del año

Después de tres años de caídas el dólar repuntó el 3,5% en 2005 frente a una amplia cesta de divisas. En relación con el euro el billete verde se cotizaba a 1,36 dólares por euro al final de 2004. Entonces predominaban las previsiones de que el dólar seguiría bajando frente al euro en 2005. No ha sido así, lo que ilustra la dificultad de predecir la evolución de los tipos de cambio. Ahora bien, esto no quiere decir que el dólar no tenga que corregirse sensiblemente a la baja, especialmente frente a las divisas asiáticas, para disminuir el abultado déficit exterior de Estados Unidos, que era el argumento subyacente para la depreciación del dólar en 2005. Sólo que la corrección se ha demorado. La debilidad del dólar en los primeros compases del año 2006 podría ser indicativa de la trayectoria futura de esta moneda.

El euro cayó el 7,1% en 2005 con relación al grupo de las monedas de los principales socios comerciales de la eurozona y el 13,4% contra el dólar. En las primeras semanas de enero la expectativa de un aumento del tipo de interés de referencia del Banco Central Europeo al mejorar las

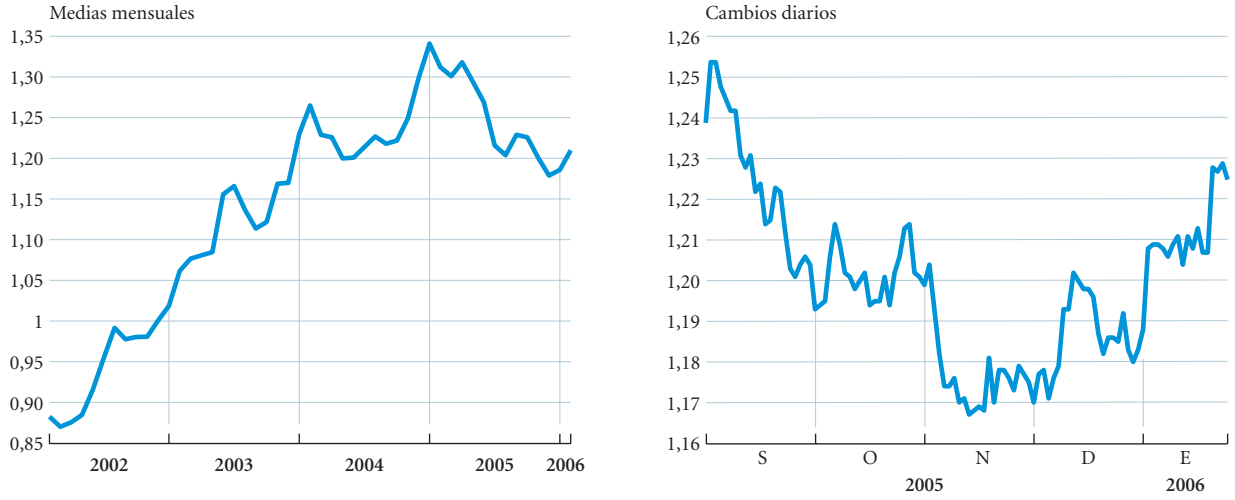
EL DÓLAR ROMPE LA TENDENCIA DESCENDENTE EN 2005

Tipo de cambio efectivo nominal del dólar

NOTA: Los datos alcanzan hasta el 26 de enero.
FUENTE: Reserva Federal de EEUU.

EL EURO EMPIEZA 2006 CON VIGOR

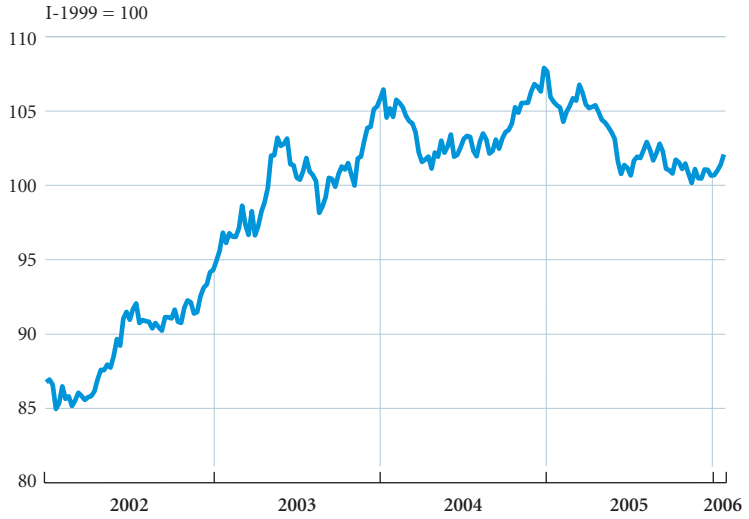
Dólares de Estados Unidos por euro



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

CAÍDA DEL EURO EN 2005

Tipo de cambio efectivo nominal del euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 26 de enero.
FUENTE: Banco Central Europeo.

perspectivas económicas de la zona del euro apoyó a la moneda europea, que llegó a pagarse a 1,229 dólares por unidad frente a 1,18 dólares al final de 2005.

La libra esterlina terminó 2005 con una magra apreciación del 0,5% respecto a un conjunto amplio de divisas. En la primera parte del año llegó a subir un 4,2%, pero posteriormente la perspectiva de un recorte del tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra, que se materializó en agosto, perjudicó a la moneda británica. En las primeras semanas de enero la libra

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Diciembre 2005

	Última sesión del mes		Datos mensuales				*Tipo de cambio 26-1-06*
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)	Tipo de cambio medio	% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2004	Anual	
Frente al dólar de EEUU							
Yen japonés	117,9	–1,6	118,4	0,0	14,1	14,1	*116,5*
Libra esterlina (1)	1,723	–0,4	1,746	0,6	–9,6	–9,6	*1,780*
Franco suizo	1,316	0,1	1,306	–0,3	14,0	14,0	*1,270*
Dólar canadiense	1,163	–0,4	1,162	–1,6	–4,6	–4,6	*1,151*
Peso mexicano	10,63	0,5	10,63	–0,4	–5,1	–5,1	*10,50*
Índice efectivo nominal (4)	*111,8*	*–0,3*	*111,8*	*–0,6*	*2,6*	*2,6*	*109,7*
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,180	0,2	1,186	0,6	–11,6	–11,6	*1,225*
Yen japonés	138,9	–1,3	140,5	0,6	1,0	1,0	*141,9*
Franco suizo	1,555	0,4	1,548	0,2	0,8	0,8	*1,550*
Libra esterlina	0,685	0,5	0,679	0,0	–2,2	–2,2	*0,686*
Corona sueca	9,389	–1,5	9,433	–1,3	5,0	5,0	*9,251*
Corona danesa (3)	7,461	0,1	7,454	–0,1	0,3	0,3	*7,463*
Zloty polaco	3,860	–1,2	3,850	–3,0	–6,9	–6,9	*3,828*
Corona checa	29,00	0,2	28,97	–1,0	–5,4	–5,4	*28,40*
Forint húngaro	252,9	0,1	252,6	0,6	2,8	2,8	*249,5*
Índice efectivo nominal (5)	*100,5*	*–0,2*	*100,7*	*0,0*	*–5,9*	*–5,9*	*102,0*

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

se ha mantenido en relación con el euro, pero se ha apreciado sensiblemente contra el dólar, aprovechando la debilidad de éste.

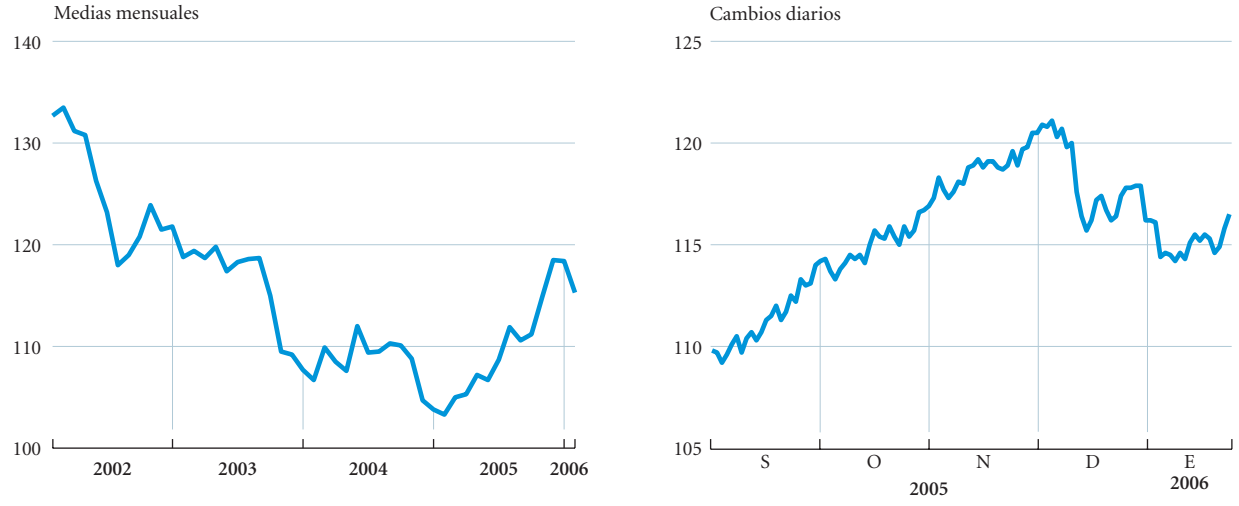
El yen se deprecia el 8% en 2005, pero repunta en enero.

El yen bajó el 8,1% en 2005 con relación a un extenso grupo de divisas. Teniendo en cuenta además la inflación, es decir, en términos reales efectivos, la moneda nipona marco la cota mínima desde principios de 1986. El diferencial de tipos de interés en su contra frente al resto de divisas al situarse los tipos de interés japoneses cerca del 0% lo debilitó significativamente. En las primeras semanas de 2005, no obstante, el yen recuperó posiciones, debido al retroceso del dólar.

Las autoridades chinas han continuado dando muestras de flexibilización de su política cambiaria, aunque con mucha moderación. Así, al principio de enero se modificó el sistema de establecimiento del precio de salida de la moneda. Actualmente, se basa en una media de las cotizaciones de cinco bancos occidentales y otros ocho locales, aunque las autoridades chinas siguen limitando la variación diaria en el ±0,3% contra el dólar. En la práctica, las fluctuaciones son muy limi-

EL YEN REMONTA FRENTE AL DÓLAR EN ENERO

Yenes por dólar



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

tadas. Así, en la tercera semana de enero el yuan alcanzó la cota máxima frente al dólar, al cotizar a 8,062 unidades por dólar, desde la flotación controlada iniciada en julio de 2005, cuando se fijó un tipo inicial de 8,11 yuan por dólar.

Por otro lado, el jefe del Servicio de Estudios del Banco Central Chino, Tang Xu, desmintió especulaciones de que China reduciría las tenencias en dólares de sus reservas exteriores de divisas, que se estiman en más del 70% del total. Como se sabe, las reservas de divisas chinas actualmente son las segundas del mundo y podrían llegar a ocupar el primer puesto, por delante de Japón, al final de 2006. De hecho, la posible desinversión de las tenencias en dólares de los bancos centrales asiáticos es un factor de riesgo para el valor de la moneda norteamericana.

La intervención del yuan por las autoridades chinas puede llevar a las reservas exteriores al primer puesto mundial en 2006.

El diferencial de los bonos de los países emergentes cae hasta un mínimo histórico

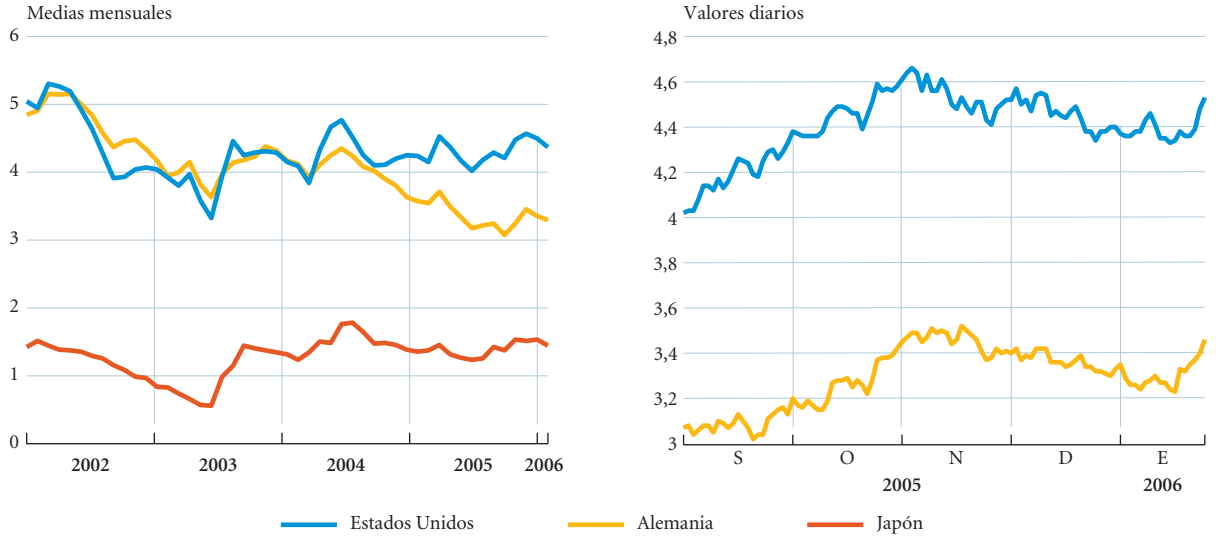
La rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a diez años, que se consideran como referencia de la deuda a largo plazo, terminó 2005 en el 4,40%, 18 puntos básicos por encima de doce meses antes, pero ligeramente por debajo de junio de 2004 al inicio del giro restrictivo de la Reserva Federal. En 2006 es probable que continúen subiendo, pero moderadamente, dado que no se espera que el tipo de interés de referencia de la Reserva Federal suba más allá del 4,75%. En las primeras semanas de enero el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericanos a 10 años ha experimentado leves oscilaciones en función de las expectativas sobre el nivel de llegada del tipo de la Fed, tendiendo al alza en la cuarta semana.

De este modo, en las primeras semanas de enero se ha producido transitoriamente una inversión de la curva de tipos de interés de la deuda pública estadounidense entre los tramos de 10 y 2 años, es decir, la rentabilidad a 2 años superaba la de 10 años, lo que se produce raramente. No obstante, el diferencial entre 10 años y 3 meses todavía es positivo, si bien ha disminuido mucho en los últimos meses,

El aplanamiento de la curva de tipos de interés en Estados Unidos motiva temores de una recesión.

LEVE ESTRECHAMIENTO 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 26 de enero.
FUENTES: Banco de España y Thomson Financial Datastream.

con el consiguiente aplanamiento de la curva de tipos de interés. Este último indicador se considera como un predictor avanzado de una recesión en caso de que se vuelva negativo.

El rendimiento de los bonos del Estado alemanes a 10 años subió ligeramente al final de la cuarta semana de enero al afirmarse las expectativas de un endurecimiento de la postura del Banco Central Europeo. Así, se redujo levemente el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre el dólar y el euro. Esta tendencia debería continuar al aproximarse las tasas de crecimiento económico en ambas zonas geográficas.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2003	2004	2005						2006
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	26 enero
Estados Unidos	4,04	4,31	4,34	4,21	4,25	4,50	4,59	4,52	4,53
Japón	0,99	1,50	1,41	1,28	1,36	1,54	1,52	1,54	1,50
Alemania	4,10	4,07	3,63	3,35	3,19	3,26	3,47	3,37	3,46
Francia	4,13	4,10	3,64	3,38	3,23	3,29	3,49	3,38	3,46
Italia	4,24	4,24	3,75	3,53	3,40	3,45	3,66	3,56	3,66
España	4,12	4,10	3,63	3,36	3,18	3,27	3,48	3,37	3,41
Reino Unido	4,53	4,93	4,72	4,50	4,32	4,40	4,36	4,25	4,17
Suiza	2,47	2,57	2,15	2,04	1,90	1,93	2,18	2,04	2,10

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

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo siguen en niveles relativamente bajos. Lo mismo se puede decir de los tipos de interés reales a largo plazo. En la tercera semana de enero el rendimiento real de los bonos a 50 años en el Reino Unido llegó a bajar del 0,5%, nivel extremadamente reducido. Esto se debió en parte a la presión de la demanda de los fondos de pensiones británicos sobre una oferta relativamente escasa. Estos inversores institucionales han incrementado sus compras de deuda pública a largo plazo para reducir los desfases entre los activos y pasivos a largo plazo a raíz de cambios regulatorios.

El rendimiento de la deuda pública británica a 50 años en términos reales cae a un nivel muy reducido.

El diferencial de los bonos emergentes respecto a la deuda pública de Estados Unidos cayó hasta un mínimo histórico de 215 puntos básicos en la cuarta semana de enero, medido por el índice JP Morgan Embi+. Esta evolución refleja una mejora de la situación económica en los países emergentes, pero también fue debida a la búsqueda de mayores rentabilidades por parte de inversores con poca aversión al riesgo. Por otro lado, la tasa de morosidad global de los bonos de alto rendimiento anotó la cota mínima desde 1997 en diciembre, según la agencia especializada Moody's. Para 2006 se anticipa un aumento moderado. En cuanto a la tasa de morosidad de los bonos *basura* emitidos en dólares, se produjo un repunte en 2005. Así, el diferencial de los bonos de alto rendimiento norteamericanos dejó atrás los mínimos registrados en marzo de 2005.

Sobresalto en las bolsas después de tres años de subidas consecutivas

Los mercados de valores cerraron 2005 con balances favorables por tercer año consecutivo. Unos bajos tipos de interés y unas expectativas económicas y beneficios empresariales mejor de lo esperado impulsaron a las bolsas. De esta forma, los sobresaltos causados por la escalada del petróleo quedaron atrás.

Los resultados de las distintas bolsas muestran una gran variación. En 2005 los mercados emergentes vuelven a encabezar el grupo de las más rentables. Estas bolsas reflejaron la mejor coyuntura económica de estos países, pero también la avidez de los inversores por activos que posibilitasen mayores rentabilidades en un marco de bajos tipos de interés. Los índices de las bolsas de Egipto, Colombia y Arabia Saudita se doblaron en el ejercicio. Otros países de Oriente Medio, como Jordania y Omán también se beneficiaron de los petrodólares. Países exportadores de petróleo como Rusia, Noruega y México también figuran en la clasificación. Recientes Estados miembros de la Unión Europea y países candidatos a una próxima ampliación disfrutaron de las preferencias de los inversores. Pero también los mercados de otros países europeos como Islandia, Austria y Dinamarca lograron fuertes plusvalías. No obstante, no todo el monte es orégano, como lo evidencian los casos de Venezuela y Bangladesh, con caídas anuales del 32% y 20%, respectivamente.

Unos bajos tipos de interés y unos robustos resultados empresariales impulsan a las bolsas en 2005.

Los mercados emergentes vuelven a encabezar la clasificación de las bolsas más rentables en 2005.

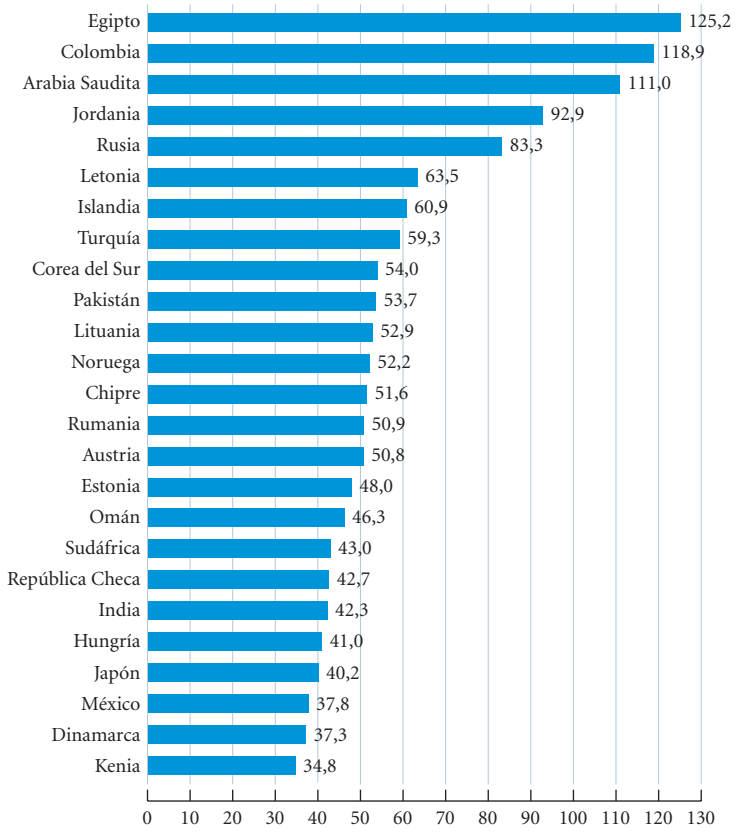
Las bolsas iniciaron el año 2006 con brío. No obstante, posteriormente un nuevo encarecimiento del crudo y algunos decepcionantes datos relativos a los beneficios empresariales enfriaron el sentimiento del mercado, con lo que se produjeron retrocesos y algunos índices perdieron la par del año transitoriamente.

En Estados Unidos, mediada la cuarta semana de enero, el índice que presentaba una mejor evolución en 2006 era el Nasdaq. No obstante, tanto el tradicional Dow Jones, como el más amplio Standard & Poor's mostraban avances. Este balance se correspondía con un buen arranque del año por parte de compañías tecnoló-

Un nuevo encarecimiento del petróleo y las dudas sobre el crecimiento de los beneficios empresariales sacuden las bolsas en enero.

LAS BOLSAS MÁS RENTABLES EN 2005

Variación anual de índices bursátiles nacionales representativos, en porcentaje



FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

El índice IBEX 35 sube el 18% en 2005.

gicas, bien representadas en el índice Nasdaq.

El índice DJ Eurostoxx 50, que comprende a las mayores empresas del área del euro, también experimentó algunas sacudidas después de un buen comienzo del año. Las bolsas italiana y francesa conseguían las mayores ganancias, entre las principales.

La bolsa española logró un brillante resultado en 2005, con una revalorización del índice IBEX 35 del 18,2%. De las sociedades componentes del índice selectivo, seis anotaron subidas de más del 50%, entre ellas algunas constructoras, y sólo cuatro terminaron el ejercicio por debajo del nivel inicial. El año 2006 empezó también bien para el IBEX 35, que se acercó a los 11.000 puntos, pero perdió empuje a continuación.

Un escándalo contable de una compañía de internet hace perder el 6% al Nikkei 225 en dos días.

Fuera de la eurozona, lo más destacable son las vicisitudes de la bolsa japonesa. El índice Nikkei 225 acabó 2005 con un alza del 40,2% anual, figurando en el grupo de las más rentables del ejercicio, gracias a la recuperación económica y a la mejora de las perspectivas con las previstas reformas estructurales del gobierno del primer ministro Koizumi. El día 13 de enero el índice nipón presentaba un aumento del 2,1% respecto al final de diciembre. Sin embargo, posteriormente el descubrimiento de un presunto escándalo contable de la compañía de servicios de internet Livedoor desató una furia

vendedora que hizo perder el 5,7% al Nikkei en dos días, aunque luego remontó.

En cuanto a los mercados emergentes, muchos han empezado el año con una gran alegría, presuponiendo que continuaría la racha alcista. Así, algunos, como México, Brasil, Corea del Sur, India, Indonesia y Polonia marcaron nuevos máximos históricos en el primer mes del ejercicio.

Numerosos mercados emergentes alcanzan nuevos máximos históricos en enero.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

30-12-2005

	Índice (*)	% variación mensual	% variación anual	*Cotización a 26-1-06*	
				% variación acumulada	*% variación sobre la misma fecha de 2003*
Nueva York					
Dow Jones	*10.717,5*	*–0,8*	*–0,6*	*0,9*	*32,9*
Standard & Poor's	*1.248,3*	*–0,1*	*3,0*	*2,0*	*47,9*
Nasdaq	*2.205,3*	*–1,2*	*1,4*	*3,5*	*70,1*
Tokio	16.111,4	8,3	40,2	–1,4	82,0
Londres	5.618,8	3,6	16,7	1,8	58,8
Zona del euro	3.578,9	3,8	21,3	1,7	63,0
Francfort	*5.408,3*	*4,1*	*27,1*	*2,6*	*104,2*
París	*4.715,2*	*3,2*	*23,4*	*3,4*	*68,2*
Amsterdam	*436,8*	*4,3*	*25,5*	*1,6*	*50,0*
Milán	*26.778,0*	*3,4*	*13,8*	*3,4*	*66,4*
Madrid	*10.733,9*	*1,7*	*18,2*	*1,5*	*73,7*
Zurich	7.583,9	2,4	33,2	2,2	73,1
Hong Kong	14.876,4	–0,4	4,5	4,3	64,0
Buenos Aires	1.543,3	–0,7	12,2	11,7	209,1
São Paulo	33.455,0	4,8	27,7	13,6	252,5

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.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

La economía española mantiene un ritmo de crecimiento muy intenso, pero el exceso de inflación y la ampliación del déficit exterior amenazan su viabilidad a medio y largo plazo.

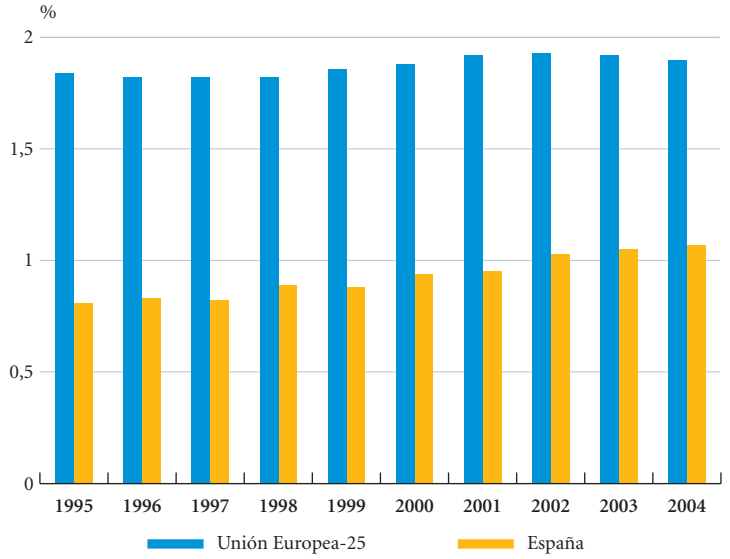
Crece la actividad, pero a costa de importantes desequilibrios

A la espera de los datos definitivos de la contabilidad nacional, todo apunta a que el ritmo expansivo de la actividad se ha mantenido muy elevado en el último trimestre de 2005 (pero con signos de haber tocado ya el techo), en la senda del excelente comportamiento observado a lo largo de todo el año. Ahora bien, el balance global de la economía española queda oscurecido por los importantes desequilibrios generados. El aumento del diferencial de inflación con el resto de Europa y la ampliación del agujero exterior están adquiriendo dimensiones muy preocupantes y, si no se consigue atajarlos en un plazo razonable, pesarán como una losa sobre el desarrollo futuro de la economía española. En los últimos meses, se han sucedido los toques de atención de la Comisión Europea y el propio comisario de Asuntos Económicos, Joaquín Almunia, ha llegado a reconocer que la preocupación es mayor de la que se deriva de los análisis e informes oficiales.

Aumentar la competitividad es el gran reto de la economía española, como los principales agentes económicos reconocen en público y en privado, pero en la práctica los avances son muy escasos. En materia de investigación y desarrollo (I+D), por ejemplo, el gasto total en España se situó en torno al 1,07% del producto interior bruto (PIB) en 2004, aproximadamente la mitad que en la Unión Europea (UE), y en torno a una tercera parte de los correspondientes a Japón y Estados

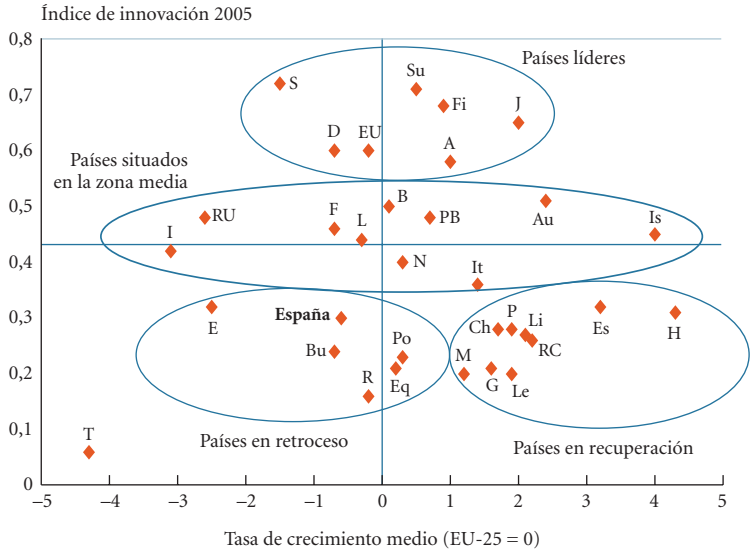
LA INVERSIÓN EN I+D EN ESPAÑA QUEDA LEJOS TODAVÍA DE LA MEDIA EUROPEA

Gasto en I+D, en porcentaje del PIB



FUENTES: Eurostat, INE y elaboración propia.

ESPAÑA SE SITÚA A LA COLA DE LOS PAÍSES DESARROLLADOS EN EL CAMPO DE LA INNOVACIÓN



NOTAS: **Países líderes**: Su = Suiza, Fi = Finlandia, S = Suecia, D = Dinamarca, A = Alemania, EU = Estados Unidos, J = Japón; **Países situados en zona media**: F = Francia, L = Luxemburgo, I = Irlanda, RU = Reino Unido, PB = Países Bajos, B = Bélgica, Au = Austria, N = Noruega, It = Italia, Is = Islandia; **Países en recuperación**: Es = Eslovenia, H = Hungría, P = Portugal, RC = República Checa, Li = Lituania, Le = Letonia, G = Grecia, Ch = Chipre, M = Malta; **Países en retroceso**: E = Estonia, Bu = Bulgaria, Po = Polonia, Eq = Eslovaquia, R = Rumania, T = Turquía.
FUENTE: Comisión Europea.

Unidos. Así pues, a pesar de los esfuerzos realizados (en 2001 el porcentaje aludido se situaba en torno al 0,95%), continúa existiendo una brecha importante con respecto a los países más desarrollados.

En materia de innovación, España aparece igualmente en el grupo de países más rezagados. Un informe reciente de la Comisión Europea, que evalúa la situación de un conjunto de 33 estados, sitúa a España en el puesto 21 del ranking, por detrás de países como Eslovenia y Hungría. Pero lo grave es que nuestro país aparece en el grupo de los estados que pierden terreno, junto a Estonia, Bulgaria, Polonia, Eslovaquia, Rumania y Turquía. Por delante se sitúa el grupo de los siete países considerados líderes (Suecia, Suiza, Finlandia, Dinamarca y Alemania, junto a Japón y Estados Unidos). Los países que vienen a continuación son los que definen un comportamiento medio, figurando, entre otros, el Reino Unido, Francia, Irlanda e Italia. En la parte baja de la clasificación aparecen primero los países situados por debajo de la media, pero que están progresando (Portugal y Grecia, entre ellos), y cerrando la lista el grupo de los que se hallan en retroceso, entre los cuales, como se ha dicho, está España, el único país de la UE-15 que se halla en dicha situación...

Entre los distintos indicadores parciales que componen el índice de innovación, España obtiene los peores resultados en los aspectos referidos a la difusión de la innovación en las empresas: el gasto del sector empresarial en I+D apenas alcanza el 45% de la media correspondiente a la UE y la tasa de patentes registradas por empresas españolas no llega al 20% de la media europea. Otros puntos débiles son la baja inversión en tecnologías de la información y la comunicación (un 17% inferior a la media de la UE) y el desarrollo de la formación continua (un 48% inferior). En fin, como la propia Comi-

Los gastos en I+D e innovación son en España claramente inferiores a los del resto de países desarrollados, comprometiendo el potencial de crecimiento futuro de la economía española.

Crecimiento muy débil en la industria, pero mejoran las expectativas para los próximos meses.

sión Europea puntualiza, la falta de innovación hipoteca el potencial de crecimiento a largo plazo de la economía española, muy escorado hacia la construcción y los servicios de bajo valor añadido.

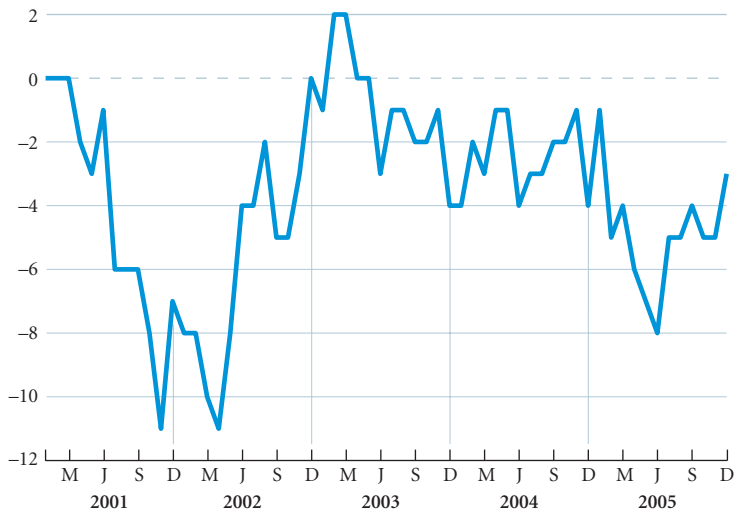
La atonía del sector industrial, aunque sea imputable en parte a la debilidad de la demanda europea, evidencia en cierta medida los problemas de competitividad aludidos. Con todo, el dato del índice de producción industrial correspondiente a noviembre, mejor de lo esperado, reactiva las expectativas de una recuperación moderada a lo largo de 2006, como la leve mejoría experimentada por el índice de confianza industrial en diciembre parece corroborarlo. El sector textil ha sido uno de los que se llevó la peor parte en 2005; según el balance anticipado por el Consejo Intertextil, la producción cayó un 30% y se destruyó un 22% del empleo. El ejercicio en el sector vino marcado por el creciente deterioro de los intercambios con el exterior, dado que el aumento de las importaciones (las procedentes de China crecieron un 50%) coincidió con el práctico estancamiento de las exportaciones. Otro de los sectores en retroceso fue la automoción, con una caída de la producción global de casi el 9% (superior al 13% en el segmento de turismos) en los once primeros meses del año.

La construcción y los servicios continúan mostrando una gran fortaleza.

Por el contrario, la construcción continúa evidenciando una gran fortaleza. La evolución del índice de confianza del sector (en noviembre rozó su máximo histórico) es un claro exponente de ello, como lo es también la evolución del empleo. Cabe señalar que las afiliaciones a la Seguridad Social registraron un aumento progresivo hasta diciembre, descontando incluso el efecto de la regularización de inmigrantes. Se aprecia, no obstante, que los indicadores adelantados reflejan últimamente un avance más moderado. De enero a octubre el número de viviendas visadas creció un 5,0% interanual, frente al 8,5% registrado en el mismo periodo del año anterior; la desaceleración es más acusada si la medimos por la superficie total a construir (3,2% en el periodo considerado de 2005 frente al 10,3% en 2004). Del mismo modo, la licitación oficial en obra civil (sin tener en cuenta la correspondiente a la edificación) presenta un ritmo expansivo muy inferior al del año anterior.

MEJORAN LAS EXPECTATIVAS EN LA INDUSTRIA

Diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas



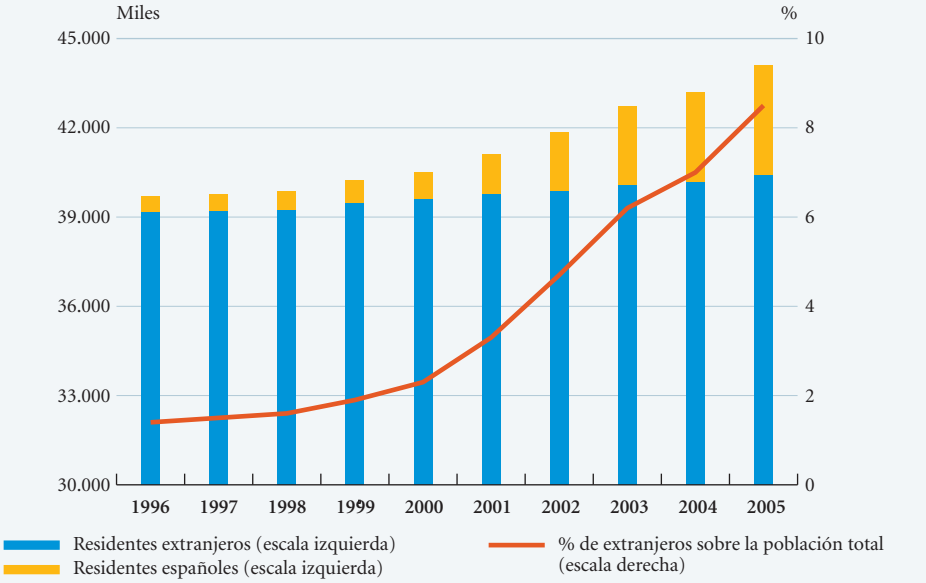
FUENTE: Comisión Europea.

La inmigración espolea el crecimiento de la economía española

En pocas décadas, España ha pasado de ser un país netamente emisor de emigrantes a ser receptor de un intenso flujo migratorio. Al margen de los avatares políticos –Larra escribió en el siglo XIX que ser liberal en España era ser emigrado en potencia–, la emigración española en la era moderna se desarrolló en dos etapas principales. La primera se inicia en las décadas finales del siglo XIX y finaliza tras el crack de 1929. Casi 5,5 millones de españoles cruzaron el Atlántico para «hacer las Américas» como se decía entonces, aunque con un nivel relativamente alto de retornos (el saldo migratorio neto en dicha etapa se cifró en torno a 700.000 personas). La presión demográfica (las mejoras en la alimentación, la sanidad y la medicina redujeron la mortalidad rápidamente rompiendo el equilibrio del pasado), el éxodo rural impulsado por la modernización de la agricultura (que comportó una drástica reducción de la utilización de mano de obra agraria) y el insuficiente desarrollo industrial, incapaz de absorber estos excedentes, fueron algunas de las causas determinantes de dicho proceso. La segunda gran oleada emigratoria revistió una especial intensidad en la pasada década de los sesenta. Entre 1961 y 1973, casi un millón y medio de personas abandonaron España, para dirigirse principalmente a países del norte y el centro de Europa. Estos países constituían un importante foco de atracción, por el fuerte crecimiento económico que protagonizaban y su incapacidad para autoabastecerse de mano de obra, en contraste con la situación que se vivía en España, muy rezagada, tras la oscura etapa autárquica de la posguerra anterior al giro que imprimió el Plan de Estabilización de 1959.

LA POBLACIÓN EXTRANJERA SE DUPLICA EN CUATRO AÑOS

Total de residentes en España



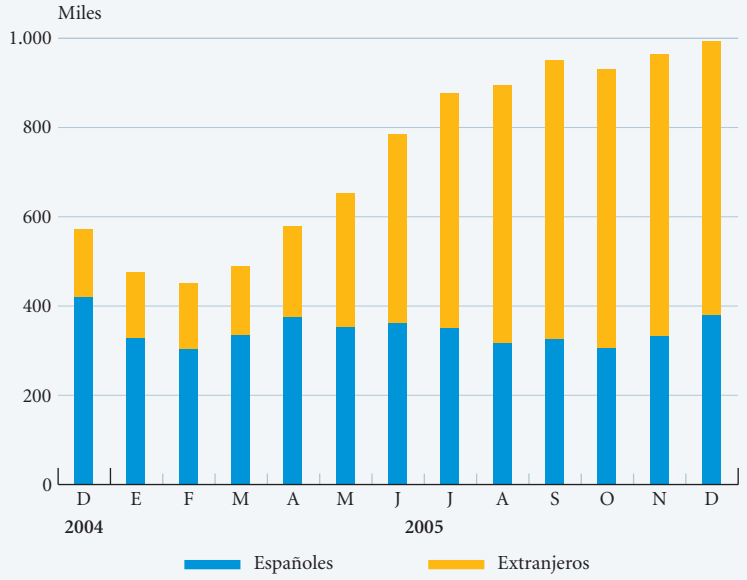
FUENTES: INE y elaboración propia.

El inicio de la crisis del petróleo de 1973 marcó el final de la masiva emigración española hacia Europa y el retorno de muchos emigrantes españoles, forzado por el aumento del paro que golpeó a casi todos los países de acogida. El restablecimiento de la democracia coincidió con una fase de relativo equilibrio en los saldos migratorios

netos, que se prolongó hasta prácticamente al final de la década de los noventa. En aquella etapa, se desarrolló el proceso de transformación de la economía española –favorecido, primero por el ingreso en la Unión Europea y, después, por la adopción del euro– que sentó las bases de la importante expansión vivida en los últimos años. El extraordinario dinamismo que ha mostrado la economía española en esta etapa ha hecho posible y se ha retroalimentado a su vez del fuerte crecimiento de la inmigración extranjera. Según el padrón municipal, los extranjeros que residían en España el 1 de enero de 2005 se cifraban en más de 3.700.000, equivalentes al 8,5% de la población total, casi el doble que en 2002. Atendiendo al país de procedencia, los colectivos mayoritarios eran el marroquí (con cerca de 511.000 personas), el ecuatoriano (498.000), el rumano (317.000), el colombiano (271.000) y el británico (227.000). Todos ellos, en conjunto, representaban casi la mitad de los extranjeros empadronados. Cinco comunidades autónomas de destino agrupaban el 75% de dicho colectivo: Cataluña (con el 21,4%), Madrid (20,9%), la Comunidad Valenciana (15,6%), Andalucía (11,3%) y Canarias (6,0%). Dado que, al final de septiembre de 2005, el número de residentes en España con autorización de residencia en vigor (otorgada por las autoridades competentes, con independencia del padrón municipal) se acercaba a 2.600.000, el total de extranjeros que se hallarían todavía en situación irregular podría rondar el millón de personas (unos 600.000 menos que al final de 2004), a pesar del proceso de regularización abierto en febrero de 2005.

CRECEN ESPECTACULARMENTE LAS AFILIACIONES DE EXTRANJEROS A LA SEGURIDAD SOCIAL, TRAS EL PROCESO DE REGULARIZACIÓN DE 2005

Nuevos afiliados a la Seguridad Social. Acumulado de los últimos 12 meses



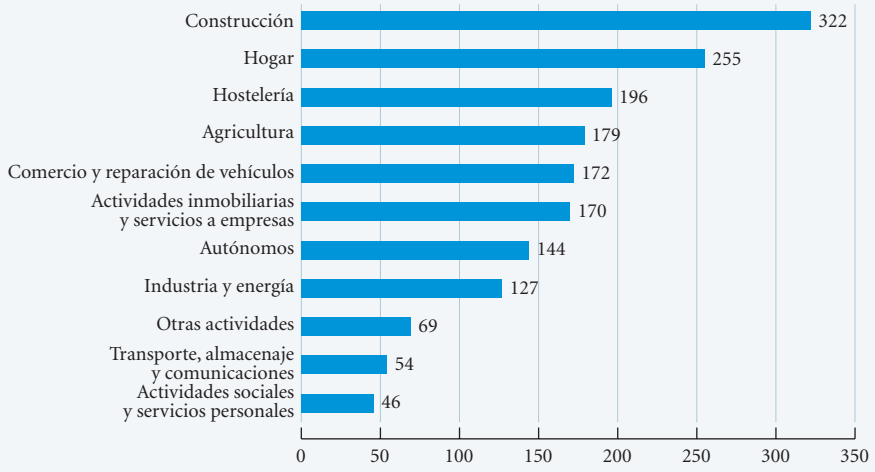
FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y elaboración propia.

Es indudable que la mayoría de emigrantes vienen a España en busca de trabajo. Según la encuesta de población activa, durante el tercer trimestre de 2005, cerca de 2.267.000 extranjeros se hallaban ocupados, mayoritariamente en los servicios (59%) y en la construcción (21%). En la industria y la agricultura, la proporción era mucho menor (12% y 8%, respectivamente). La mayor parte (en torno al 85%) ocupaba un empleo de baja cualificación, claramente por debajo de su perfil educativo (que se sitúa en un nivel medio o superior en el 80% de los casos). Como cabía esperar, el aumento de la ocupación extranjera ha repercutido favorablemente en el

total de afiliaciones a la Seguridad Social, hasta el punto que cerca de un 45% de las altas registradas en los últimos cuatro años corresponde a trabajadores foráneos. Este proceso se ha intensificado notablemente a raíz del proceso de normalización de 2005, tal como puede apreciarse en el gráfico anterior. En líneas generales, los datos de la afiliación por sectores coinciden con los resultados de la encuesta de población activa, pero con la ventaja de ofrecer un grado de concreción superior, indicado en el gráfico siguiente.

LA CONSTRUCCIÓN Y LOS SERVICIOS ACAPARAN EL 80% DEL TOTAL DE AFILIADOS EXTRANJEROS A LA SEGURIDAD SOCIAL

Total de afiliados extranjeros a la Seguridad Social por sectores de actividad a 30-11-05, en miles



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

Llegados a este punto, las preguntas pertinentes son: ¿ha sido beneficioso este proceso para la economía española?, ¿lo será en el futuro? En una primera aproximación al tema debemos partir de una constatación: casi la mitad del empleo creado en los últimos cinco años se ha nutrido de trabajadores extranjeros. Por consiguiente, podemos suponer en principio que su contribución al crecimiento del PIB en dicho quinquenio (un 3,1% medio anual, en términos reales) habrá sido muy significativa. Más allá de dicho efecto, es indudable que el aumento de la población laboral ha comportado un incremento de la recaudación asociada a la imposición del trabajo (principalmente por la vía de las cotizaciones sociales), aunque no hay que olvidar que dicho colectivo se convierte también en beneficiario de las prestaciones (sanitarias, desempleo, asistenciales, etc.) reconocidas a la población general. Por otra parte, dado que el empleo extranjero se ha concentrado principalmente en sectores donde la oferta de empleo nacional parece escasa, es muy probable que, como señala el Banco de España, la inmigración haya contribuido a suavizar la rigidez de dicha oferta, limitando la aparición de tensiones inflacionistas, en un mercado laboral que adolece todavía de un elevado desempleo estructural (integrado principalmente por las personas que no tienen incentivos para optar a los puestos de trabajo que ocupan los inmigrantes) y una reducida movilidad del factor trabajo. Aunque no se conoce todavía con precisión el efecto global que haya podido tener dicho proceso sobre la moderación salarial, es probable que haya sido potencialmente más intenso sobre el segmento de trabajadores menos cualificados, más próximo al de los trabajadores inmigrantes.

El impacto demográfico es una de las cuestiones que ha recibido una mayor atención. Las proyecciones del INE, realizadas a partir del censo de 2001, revelan que, aun contando en el futuro con flujos inmigratorios muy in-

tensos (400.000 inmigrantes al año en la segunda mitad de este decenio y 250.000 entre 2010 y 2070), lo único que se consigue es paliar el efecto contractivo de otras determinantes demográficas. Bajo estas hipótesis, la población española seguiría creciendo durante la primera mitad de este siglo (lo que no se produciría sin este flujo migratorio previsto). Sin embargo, el impacto sobre la estructura de edades no sería tan relevante. En concreto, el cociente entre los mayores de 65 años y la población en edad de trabajar, que es ahora de 0,25 aumentaría gradualmente hasta 0,56 en 2050. No cabe esperar, por ello, que la inmigración contribuya a resolver satisfactoriamente los problemas de financiación de las pensiones a medio y largo plazo. Partiendo de estos supuestos, existe una práctica unanimidad en que la suficiencia financiera del sistema está garantizada hasta el horizonte del 2020. Pero ¡atención, que si no se acometen las reformas necesarias, se podrían generar déficit crecientes a partir de dicho año!, que serían más o menos intensos en función del comportamiento de algunas variables básicas, entre las que los flujos migratorios previstos y el crecimiento de la ocupación y la productividad figuran entre las más relevantes.

La influencia de la inmigración sobre la tasa de crecimiento de la productividad es precisamente otra de las cuestiones más debatidas. Cabe suponer que, a corto plazo, las características personales de los inmigrantes y su acomodación en el mercado laboral habrán contribuido a reducir en alguna medida la tasa de crecimiento de dicha magnitud. Pero lo importante, de cara al futuro, es que se desarrolle un proceso de integración eficaz, que facilite la mejora de la cualificación profesional y permita una dinámica positiva de acumulación de capital humano. Este aspecto reviste una especial importancia, si tenemos en cuenta la necesidad, prácticamente compartida por casi todos, de que el actual modelo de crecimiento español (muy sesgado hacia la construcción y servicios intensivos en mano de obra de baja cualificación) derive hacia actividades con mayor valor añadido y niveles tecnológicos superiores a los actuales.

Balance moderadamente positivo del turismo en 2005, pero se estrechan los márgenes empresariales.

También los servicios mantienen un dinamismo notable, pero tendiendo a moderar su alto ritmo expansivo en la mayoría de los casos. Las tecnologías de la información y la comunicación y los servicios a empresas son los que continúan registrando las tasas de crecimiento más elevadas de las cifras de negocio, seguidos del comercio y los transportes, según el indicador de actividad elaborado por el Instituto Nacional de Estadística.

En cuanto al turismo, los datos que se van conociendo sobre 2005 son también moderadamente positivos. Los turistas extranjeros se cifraron en más de 55,5 millones (marcando de nuevo un récord absoluto), un 6,0% más que en 2004. Las pernoctaciones causadas por dicho colectivo crecieron un 3,3%. Sin embargo, la tendencia a la reducción de la estancia media y la guerra de precios desatada por la sobreoferta hotelera en algunas zonas turísticas han provocado una reducción sustancial de los márgenes. Según la encuesta del Instituto Nacional de Estadística, los ingresos por habitación ocupada se incrementaron un 1,9% de media en 2005, por debajo pues del incremento de la tasa de inflación. El aumento del turismo interior se inscribe en el auge del consumo en España; en los últimos tres años se registra un crecimiento muy elevado de las pernoctaciones de residentes españoles dentro del territorio nacional (aumentaron un 6,3% en 2005) y se han disparado los gastos turísticos de los españoles en el exterior, que crecieron un 25% interanual en los diez primeros meses de 2005.

En un plano más global, se observa que el crecimiento del consumo de algunos bienes duraderos y servicios continúa siendo muy intenso, apoyado en ciertas determi-

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2003	2004	2004	2005					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	5,5	4,0	3,8	5,3	3,4	2,5	1,1	4,1	5,7
Índice de producción industrial (2)	1,4	1,6	0,4	0,3	0,1	0,6	–0,1	0,8	...
Indicador de confianza en la industria (3)	–0,9	–2,5	–2,3	–3,3	–7,0	–4,7	–5,0	–5,0	–3,0
Utilización capacidad productiva (4)	79,1	79,8	80,5	79,4	79,5	81,1	–	80,7	–
Importación bienes interm. no energ. (5)	6,2	6,6	4,7	0,7	3,6	0,6	–0,7	–1,4	...
Construcción									
Consumo de cemento	4,8	3,7	3,8	–0,2	11,2	5,2	4,1	1,6	6,7
Indicador de confianza en la construcción (3)	10,3	13,6	24,0	23,7	15,0	22,7	23,0	39,0	23,0
Viviendas (visados obra nueva)	21,4	8,0	0,5	3,7	7,6	2,8	7,0	...	...
Licitación oficial	–10,9	17,9	37,7	5,8	36,6	2,1	49,5	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	5,7	5,5	5,5	4,1	5,4	4,4	3,3	3,6	4,2
Turistas extranjeros	–1,0	1,2	7,7	7,2	4,6	7,0	4,6	7,7	2,8
Ingresos turismo	4,4	3,8	8,5	–0,8	–0,3	6,6	8,4	...	...
Mercancías ferrocarril (Tm-km)	1,7	–3,5	–16,7	–14,3	–4,7	–2,3	27,9	–4,3	...
Tráfico aéreo pasajeros	7,5	7,9	8,4	8,4	8,5	10,2	8,2	10,5	8,8
Consumo de gasóleo automoción	7,5	7,2	5,7	2,5	7,5	4,9	3,4	...	...

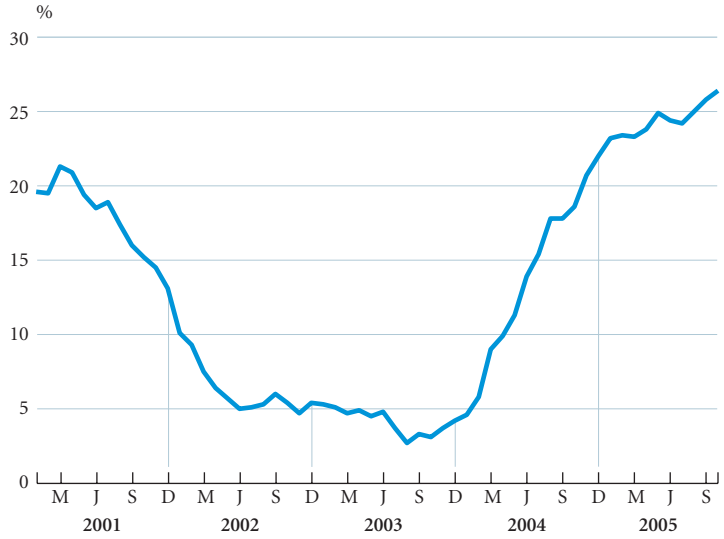
NOTAS: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.
(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.
(3) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.
(4) Encuesta de Coyuntura: porcentaje de utilización inferido de las respuestas.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

nantes básicas (la creación de empleo y el fuerte aumento del crédito, entre otras). Sin embargo, el ritmo expansivo tiende a desacelerarse en otros capítulos. Esta mayor moderación puede apreciarse, por ejemplo, a través de la evolución del índice de ventas del comercio minorista, que refleja un crecimiento real (descontando la inflación) muy débil en la segunda mitad de 2005. Lo mismo sucede con el indicador de disponibilidades de bienes de consumo elaborado por el Banco de España, que marca una suave desaceleración de la tendencia de crecimiento en los últimos meses, de acuerdo con la última información disponible sobre la producción interior y las importaciones y exportaciones de bienes de dicha naturaleza.

Un caso particular es el de las ventas de automóviles de turismo, que batieron nuevamente el récord absoluto en 2005, al matricularse más de 1,5 millones de unidades, con un crecimiento anual del 0,8%. Pero las ventas prácticamente se estancaron en la segunda mitad del año, marcando lo que parece un techo difícil de romper. Por otra parte, aunque la evolución del índice de confianza de los consumidores refleja una actitud ciertamente cautelosa por parte de éstos (ha oscilado durante casi todo el año en torno a valores inferiores a 10 puntos negativos), hay

CRECEN INTENSAMENTE LOS GASTOS POR TURISMO QUE REALIZAN LOS RESIDENTES ESPAÑOLES EN EL EXTERIOR

Variación del acumulado de los últimos 12 meses con respecto al mismo periodo del año anterior



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2003	2004	2004	2005					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	0,2	–0,2	0,1	0,1	1,1	1,4	0,0	0,4	...
Importación de bienes de consumo (**)	10,9	13,4	8,3	6,5	8,4	7,8	6,8	7,7	...
Matriculaciones de automóviles	3,8	9,8	4,7	–0,0	4,9	2,3	–9,6	–4,0	–0,4
Crédito al consumo de bienes duraderos	1,6	5,5	9,2	8,8	13,7	17,2	–	–	–
Indicador de confianza de los consumidores (***)	–13,7	–10,8	–10,3	–9,7	–11,3	–11,3	–11,0	–13,0	–10,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	0,6	1,8	–1,7	–0,8	0,6	–1,3	–0,8	–2,0	...
Importación de bienes de equipo (**)	14,8	14,9	29,0	28,6	36,0	13,5	–4,0	47,9	...
Matriculación de vehículos industriales	13,5	11,7	9,4	9,2	17,9	13,9	1,6	10,9	22,1
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	8,8	9,8	9,0	5,7	9,0	4,7	1,4	7,8	...
Exportaciones	6,9	5,2	4,3	–3,1	2,5	1,2	–2,4	1,5	...

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

que tomar nota de la mejora de tres puntos registrada en diciembre.

Finalmente, en lo referente a la demanda de bienes de equipo, el ritmo expansivo de la mayoría de indicadores continúa siendo muy alto, pero con un perfil de crecimiento claramente desacelerado, como refleja el indicador de disponibilidades de bienes del Banco de España. En resumen, la demanda interior de bienes de consumo e inversión continúa mostrando un gran dinamismo, pero tiende a desacelerar progresivamente su ritmo de avance. Si, como se espera, la economía europea va adquiriendo paulatinamente un mejor tono, la mejora del sector exterior puede compensar esta ligera pérdida de impulso y el PIB español seguirá creciendo por encima del 3% en el transcurso de 2006.

La desaceleración de la demanda interior a lo largo de 2006 puede venir compensada por la reactivación de las exportaciones.

Mercado de trabajo

El empleo mantiene un ritmo de avance sostenido según las cifras de afiliación a la Seguridad Social...

Solidez del empleo en 2005

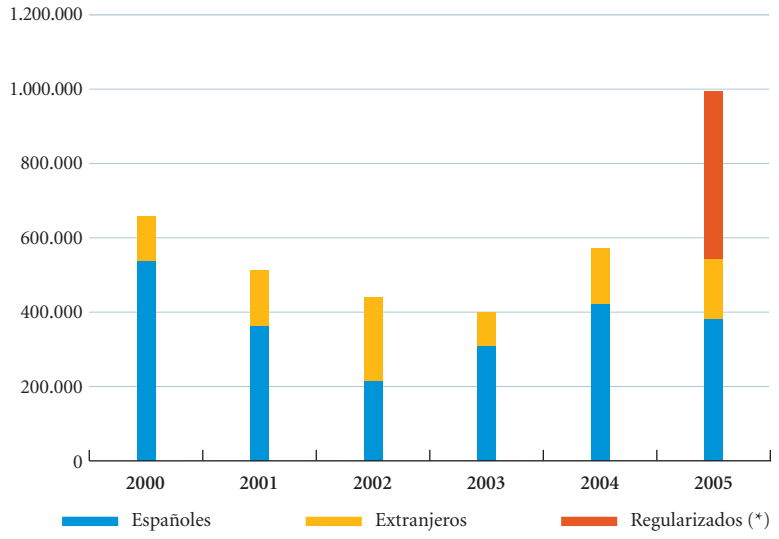
El empleo siguió creciendo a un ritmo muy elevado en el último mes de 2005 a tenor de las cifras de afiliación a la Seguridad Social. En conjunto, los afiliados en situación de alta alcanzaron la cifra de 18.156.182 a final de diciembre, aumentando un 5,8% respecto al año anterior. Este crecimiento espectacular está sesgado al alza por el proceso de regularización de extranjeros iniciado en febrero de este año.

Se estima que detrayendo las altas que no son creación de empleo sino afloración del preexistente, el crecimiento de la afiliación quedaría algo por encima del 3%, tasa también muy elevada y que tampoco representa de forma fidedigna la evolución del empleo, que sería algo inferior. En términos absolutos, el incremento de la afiliación en 2005 fue de 994.262 personas, de las que 613.804 eran de procedencia extranjera. De éstas, se estima que cerca de medio millón se habían acogido con éxito al proceso de regularización iniciado en febrero y finalizado en mayo.

Atendiendo a la afiliación de trabajadores españoles, núcleo de la ocupación no afectado por las distorsiones derivadas de la regularización de empleo, su ritmo de crecimiento presentó dosis muy elevadas de estabilidad. En efecto, en tasa interanual, el aumento del número de afiliados en alta a la Seguridad Social se mantuvo, con oscilaciones mínimas, en torno al 2,1% a lo largo del año, tasa prácticamente idéntica a la media de 2004.

LA REGULARIZACIÓN DE EXTRANJEROS DISPARA LOS AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación anual de afiliados en alta a la Seguridad Social



NOTA: (*) Estimación.
FUENTES: Seguridad Social y elaboración propia.

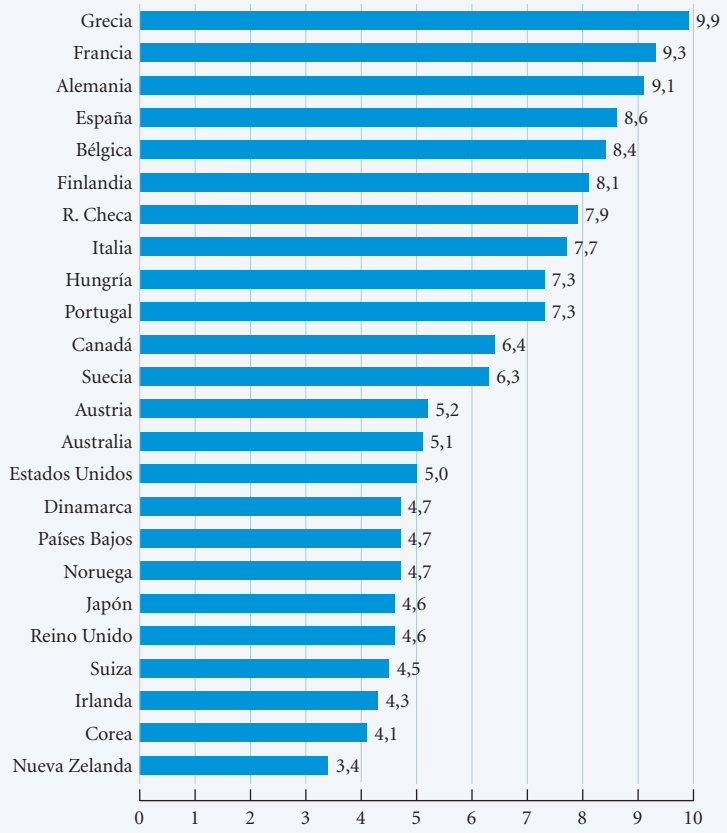
Reforma del mercado laboral: un decálogo

En los últimos años han persistido grandes diferencias en los mercados de trabajo en los países desarrollados. Mientras algunos han mostrado un gran dinamismo, han creado muchos puestos de trabajo y han acercado sus tasas de paro a las de pleno empleo, otros continúan registrando elevados niveles de desempleo. En concreto, el paro en algunos países avanzados europeos presenta caracteres de persistencia y de larga duración. Este tipo de desempleo puede ser caracterizado de estructural, a diferencia del cíclico, que desaparece con la mejora de la actividad económica.

Los principales organismos económicos internacionales, como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos o el Fondo Monetario Internacional, lo tienen claro: en numerosos países el funcionamiento de los mercados de trabajo se ve obstaculizado por las rigideces que suponen normas excesivamente restrictivas, intervencionismo exagerado, protección elevada. Para favorecer la creación de empleo el diagnóstico es claro: profundizar en las reformas estructurales para suavizar dichas rigideces.

AMPLIAS DISPARIDADES EN EL DESEMPLEO DE LA OCDE

Paro en porcentaje de la población activa, tasas estandarizadas, último dato conocido (finales de 2005)



FUENTE: OCDE.

Ahora bien, aunque existe un consenso en cuanto a la necesidad de que los mercados de trabajo sean lo suficientemente flexibles para absorber el cambio económico, hay un vivo debate en cuanto al modelo. Simplificando mucho, podríamos definir un paradigma liberal anglosajón, muy flexible, poco intervencionista y con un nivel de protección del trabajador bajo. Por otro lado, está el modelo continental europeo, muy intervenido y con un grado de protección máximo. También podríamos caracterizar un modelo escandinavo intermedio: mercado laboral muy flexible compatible con una protección elevada.

Los intentos reformadores no siempre han ido en la dirección adecuada. Recordemos la adopción por Francia hace unos años de la semana laboral de 35 horas, que partía del erróneo supuesto de que existe un *stock* fijo de trabajo y pretendía repartirlo de forma equitativa entre todos los empleados activos (eso sí, sin reducir los salarios). Los resultados no fueron los esperados y ahora mismo Francia es uno de los países con mayor nivel de desempleo de la Unión Europea.

Por tanto, las reformas deben realizarse con cordura. En este recuadro hemos preparado, a modo de decálogo, unas breves líneas básicas de actuación, elaboradas a partir de los estudios teóricos y empíricos más recientes, acordes con las recomendaciones que acostumbran a emitir las organizaciones internacionales citadas y más bien dirigidas a las economías afectadas por niveles de paro excesivos.

1) **Salario mínimo.** Los estudios empíricos no son concluyentes, aunque la teoría prevé que la implantación de un salario mínimo tiene efectos negativos sobre el empleo, en especial de jóvenes y adultos poco cualificados. En caso de establecerse, el salario mínimo debería experimentar crecimientos muy contenidos para evitar sus efectos negativos e incluir un tramo especial para los jóvenes. Como alternativa, los trabajadores con menores ingresos podrían tener menores cotizaciones laborales y estar sujetos a menores impuestos sobre la renta.

2) **Negociación colectiva.** Desde finales de los ochenta se impuso la opinión, basada en un influyente trabajo empírico, de que los resultados a nivel macroeconómico eran mejores si se efectuaba centralizadamente a nivel nacional, o bien de manera muy descentralizada a nivel de empresa. Sin embargo, los estudios de los últimos años parecen cuestionar este punto de vista, en parte por las interacciones observadas con otras instituciones. En todo caso, la negociación colectiva debería establecer salarios teniendo más presente la productividad diferencial de los distintos sectores, empresas y trabajadores. Los salarios no deberían subir más que la productividad. La indexación (vincular el crecimiento del salario al crecimiento de los precios de consumo) es una práctica especialmente negativa para el control de la inflación y la estabilidad macroeconómica.

3) **Costes de despido.** La protección laboral, como los costes de despido, no debería ser excesiva hasta el punto de provocar una dualidad acusada en el mercado de trabajo entre los segmentos de contratos fijos y temporales.

4) **Subsidios al desempleo.** Deberían incentivar la búsqueda activa de trabajo, reformando las condiciones para su acceso y evitando el rechazo abusivo de ofertas de trabajo.

5) **Contratación a tiempo parcial.** Se recomienda su desarrollo porque permite simultanear otras actividades como los estudios o la atención familiar, confiriendo una mayor flexibilidad al mercado laboral. Para conseguirlo, es necesario que el trabajador a tiempo parcial tenga los mismos derechos y deberes, proporcionalmente, que el trabajador a jornada completa.

6) **Movilidad laboral.** Uno de los secretos del éxito del mercado laboral americano a la hora de crear empleo es el elevado grado de movilidad geográfica de los trabajadores, algo muy distinto de lo que sucede en Europa.

7) **Contrataciones especiales.** Se recomienda el impulso de medidas específicas para facilitar la contratación de colectivos con especiales dificultades como jóvenes, mujeres, discapacitados y mayores de 50 años, como bonificaciones en las cotizaciones laborales y otras ayudas.

8) **Prejubilaciones.** Desincentivación de la jubilación antes de los 65 años. La experiencia es clave en muchos puestos de trabajo y las jubilaciones anticipadas no crean empleo.

9) **Políticas activas de empleo.** Significa establecer mecanismos de apoyo en la búsqueda de empleo: difusión amplia y puntual de las vacantes de trabajo, actuaciones dirigidas a colectivos específicos (jóvenes, mujeres, etc.), facilitar la formación profesional, etc.

10) **Fomento del espíritu empresarial.** Se debería estimular la creación de empresas, eliminando trámites burocráticos innecesarios.

Estas recomendaciones por supuesto que deberían adaptarse a las circunstancias de cada país, puesto que no existe una receta única milagrosa para todos los males del mercado laboral. En general, se trataría de realizar reformas orientadas al mercado, pero manteniendo un cierto grado de seguridad en el empleo. La conclusión es que las reformas laborales de carácter estructural son necesarias en muchos países, si bien no son suficientes y deberían complementarse con otras muchas medidas en otras áreas. En particular, la liberalización de los mercados de bienes y servicios suele reforzar los efectos positivos de una desregulación en el mercado de trabajo.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2003	2004	2004	2005					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Afiliados a la Seguridad Social									
Asalariados	3,2	2,7	3,1	2,8	4,2	5,9	6,1	6,3	6,6
Industria	*–0,5*	*–0,5*	*–0,5*	*–0,9*	*–0,7*	*–0,2*	*–0,4*	*–0,4*	*0,0*
Construcción	*4,3*	*5,0*	*6,8*	*5,0*	*7,9*	*10,7*	*11,5*	*11,7*	*12,7*
Servicios	*4,1*	*4,1*	*4,4*	*4,5*	*5,1*	*5,6*	*5,6*	*5,9*	*6,2*
No asalariados	2,3	3,2	3,2	2,9	2,7	2,5	2,4	2,4	2,3
Total	**3,0**	**2,8**	**3,1**	**2,8**	**3,9**	**5,3**	**5,4**	**5,6**	**5,8**
Población ocupada (*)	**4,0**	**3,9**	**4,1**	**5,1**	**5,8**	**5,9**	**–**	**–**	**–**
Puestos de trabajo (**)	**2,5**	**2,6**	**2,8**	**3,0**	**3,2**	**3,2**	**–**	**–**	**–**
Contratos registrados (***)									
Indefinidos	–1,0	11,8	4,4	0,6	9,2	10,0	16,0	14,5	18,3
Temporales	3,9	11,4	4,0	–9,8	10,1	9,7	10,8	7,9	7,9
Total	**3,4**	**11,5**	**4,0**	**–8,8**	**10,0**	**9,8**	**11,2**	**8,5**	**8,7**

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

... y los datos de contrataciones tramitadas en los servicios públicos de empleo.

La misma tónica favorable señalan las cifras de contrataciones registradas a través de las Oficinas de los Servicios Públicos de Empleo. En 2005, los contratos registrados aumentaron un 5,0%, con un tono más dinámico de los indefinidos que de los temporales, pese a ser éstos mayoría. El trabajo a tiempo parcial, por su parte, continuó siendo la fórmula de contratación que gozó de un mayor crecimiento, un 8,3% interanual, y llegó a representar el 23,5% de las colocaciones.

El paro registrado desciende en 2005 aunque de forma muy moderada.

El paro registrado disminuye ligeramente en 2005

El tono favorable del mercado de trabajo se refleja parcialmente en las cifras de paro registrado en la medida en que sigue la tónica de descenso de meses precedentes aunque cada vez con mayor moderación. En efecto, en diciembre, el número de inscritos en las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo aumentó en 7.357, lo que contrasta con el descenso del mismo mes de 2004.

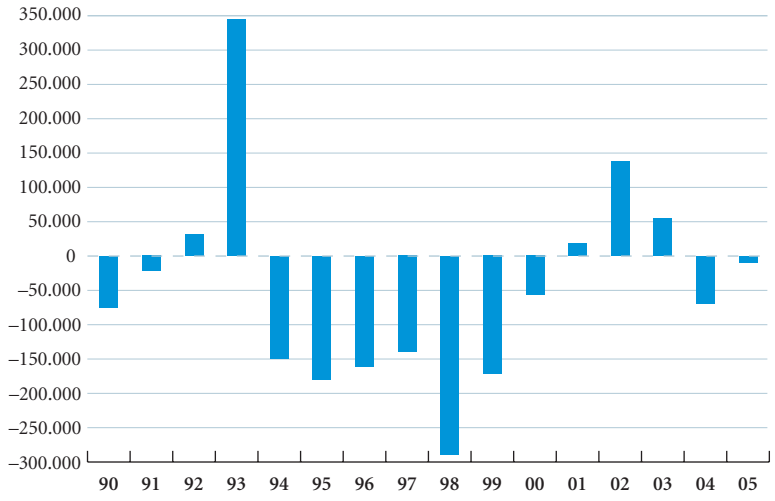
El balance del conjunto del año fue sin embargo positivo, aunque no tanto como el del año anterior. En efecto, el paro registrado ascendió a 2.102.937 personas, un 0,5% menos que en 2004. El incremento del desempleo en la agricultura y los servicios y la disminución de menor intensidad en la industria, la construcción y los demandantes de primer empleo fueron los factores decisivos del cambio en el balance anual del desempleo.

El desempleo afectó con menor intensidad relativa a la población extranjera. Únicamente el 7,3% de los desempleados era de nacionalidad no española, proporción inferior a la que representa el empleo extranjero sobre el total, cercano al 10%.

El descenso del desempleo en 2005 fue de índole bastante generalizada por comunidades autónomas, excepción hecha de Andalucía, Asturias, La Rioja y Valencia, donde el paro registrado en diciembre de 2005 excedió la cota del final del año ante-

SE MODERA EL DESCENSO DEL PARO REGISTRADO EN 2005

Variación anual en personas



FUENTES: Servicios Públicos de Empleo y elaboración propia.

rior. Las mejoras más significativas tuvieron lugar en Asturias, Cantabria y País Vasco así como en Madrid y, en menor medida, Cataluña.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Diciembre 2005

	Parados	Variación sobre diciembre 2004		% participación
		Absoluta	%	
Por sectores				
Agricultura	65.227	14.935	29,7	3,1
Industria	301.319	–2.263	–0,7	14,3
Construcción	245.100	–7.599	–3,0	11,7
Servicios	1.266.389	1.604	0,1	60,2
Primer empleo	224.902	–16.455	–6,8	10,7
Por sexos				
Hombres	851.963	–26.057	–3,0	40,5
Mujeres	1.250.974	16.279	1,3	59,5
Por edades				
Menores de 25 años	275.895	7.082	2,6	13,1
Resto de edades	1.827.042	–16.860	–0,9	86,9
TOTAL	**2.102.937**	**–9.778**	**–0,5**	**100,0**

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Precios

El IPC acaba el año con una fuerte subida, tanto en la inflación subyacente como en el resto del índice.

España se convierte en el país más inflacionista de la eurozona en 2005

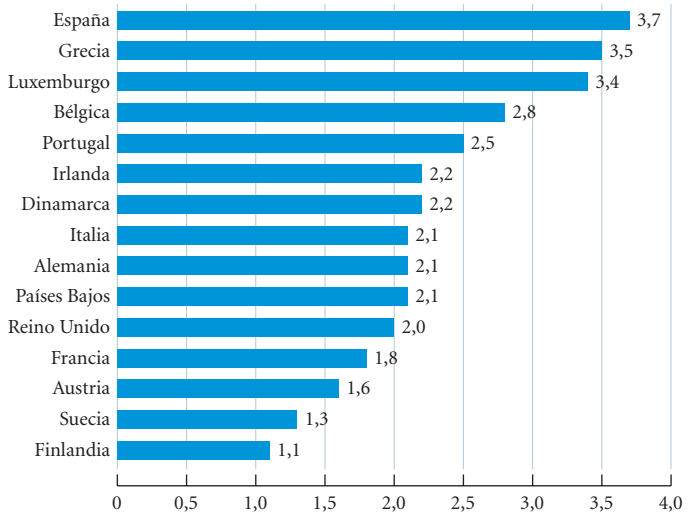
El balance de la inflación en España no fue bueno en 2005. El índice de precios de consumo (IPC) acabó en diciembre en el 3,7% interanual, el mayor valor en los últimos tres años, medio punto por encima de la tasa correspondiente a diciembre del año anterior. La inflación subyacente (el total menos la energía y los alimentos frescos), lejos de remitir, parece haber recogido el impacto indirecto de las alzas de la energía sobre el resto de la economía y, en cinco meses, ha cedido todo el terreno ganado anteriormente desde principio de año.

El diferencial de inflación con la zona del euro se eleva a 1,5 puntos porcentuales.

El empeoramiento relativo de la situación ha supuesto, por primera vez desde la introducción del euro, que nuestro país se situara como el más inflacionista de la Unión Monetaria a tenor del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) y sólo superado por Lituania y la República Checa en el conjunto de la Unión Europea. El diferencial con la zona del euro alcanzó los 1,5 puntos porcentuales y la distancia respecto a los países centrales se acercó a los dos puntos. Esta ampliación del diferencial ha sido especialmente evidente en el caso de la inflación subyacente. Según el IPCA de la eurozona, este indicador vino a estabilizarse en los últimos compases de 2005 cediendo incluso una décima en diciembre hasta el 1,4%. En el caso español la trayectoria fue la inversa.

ESPAÑA SE SITÚA EN CABEZA EN TÉRMINOS DE INFLACIÓN

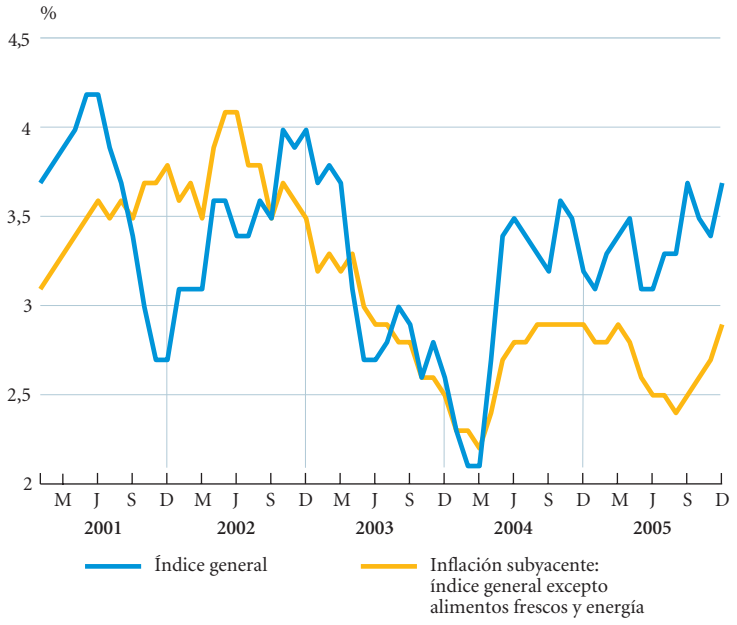
Porcentaje de variación interanual del IPC armonizado en diciembre de 2005



FUENTE: Eurostat.

EL IPC CIERRA 2005 AL ALZA

Variación interanual del IPC general y de la inflación subyacente



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El mal balance de la inflación en España respecto a nuestros socios europeos no obedece a un hecho particular sino más parece derivar de una situación general de bonanza de la demanda y de estructura económica que facilita una cierta laxitud en las políticas de fijación de precios de los agentes públicos y privados. Única-

La mayor inflación en España se explica por causas estructurales y el mayor dinamismo de la demanda interna.

mente los precios de los servicios médicos crecen con menor intensidad que en los países de nuestro entorno.

El principal factor de alza de precios en España a lo largo de 2005 fue, sin duda, el coste del transporte personal, impulsado al alza por los carburantes y los combustibles. Este componente aportó casi nueve décimas de punto a la tasa de inflación general, creciendo por encima del 6% interanual a fin de año, alrededor de dos puntos más que en el conjunto de la zona del euro.

En segundo término, los servicios turísticos y hoteleros tuvieron también una repercusión importante sobre el índice general, explicando el 14,4% de la tasa de inflación interanual. También en este caso el crecimiento de los precios estuvo casi dos puntos por encima de la media de la zona del euro. En la misma línea se movieron otros servicios como la enseñanza o particularmente las comunicaciones, que pese a moderar sus precios lo hicieron en menor medida que en el caso europeo.

Los alimentos mostraron también un comportamiento desfavorable aumentando un 4,3% por el fuerte impulso de los alimentos no elaborados. Las importantes alzas de las legumbres y hortalizas frescas, junto a la carne de vacuno y ovino y el pescado fueron decisivas al respecto. En el caso de los alimentos con elaboración, el aceite fue también un producto claramente inflacionista al contribuir con un 5% a la tasa general de inflación.

Menos relevantes a efectos de diferencial se mostraron los bienes industriales no energéticos, pues sus precios crecieron con

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

Porcentaje de variación en diciembre sobre diciembre del año anterior

	Total		Grupos especiales							Inflación subyacente	Diferencial de inflación con la zona del euro (**)
			Alimentación (*)			Bienes industriales			Servicios		
	Media anual	Final año	Con elaboración	Sin elaboración	Total	No energéticos	Energéticos	Total			
1991	5,9	5,5	4,4	2,0	3,3	4,7	1,9	4,2	9,6	6,5	
1992	5,9	5,3	5,6	–3,5	1,3	5,0	10,1	5,9	10,4	6,8	
1993	4,6	4,9	4,8	3,7	4,4	3,3	6,4	3,9	6,8	5,0	
1994	4,7	4,3	5,0	4,7	4,9	3,6	1,8	3,2	5,2	4,5	
1995	4,7	4,3	6,2	1,9	4,5	4,2	3,0	4,0	4,5	4,8	
1996	3,6	3,2	3,2	2,4	2,9	2,4	6,5	3,1	3,6	3,0	
1997	2,0	2,0	0,4	3,2	1,5	1,4	0,6	1,2	3,5	2,0	
1998	1,8	1,4	0,4	0,9	0,6	1,6	–6,6	0,1	3,7	2,2	
1999	2,3	2,9	2,6	2,0	2,4	1,3	11,5	3,1	3,2	2,4	1,1
2000	3,4	4,0	1,1	6,5	3,2	2,5	11,2	4,1	4,4	3,0	1,4
2001	3,6	2,7	5,3	6,1	5,6	2,6	–10,0	–0,4	4,2	3,8	0,5
2002	3,1	4,0	3,4	7,0	4,7	2,5	5,7	3,3	4,4	3,5	1,3
2003	3,0	2,6	2,7	6,4	3,9	1,2	–0,1	0,9	3,6	2,5	1,0
2004	3,0	3,2	4,1	1,8	3,3	1,2	7,6	2,6	3,8	2,9	1,0
2005	3,4	3,7	3,8	5,2	4,3	1,1	9,9	3,2	3,9	2,9	1,2

NOTAS: (*) Incluye bebidas alcohólicas y tabaco.
(**) Puntos porcentuales, calculados a partir de la variación media anual del IPCA.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

mayor intensidad que en la zona del euro aunque dentro de parámetros muy modestos. En conjunto, los precios de los bienes industriales no energéticos acabaron el año en una tasa del 1,1% interanual, frenando la suave tendencia al alza emprendida a mediados de año. La intensa competencia en el mercado de productos industriales, la propia moderación de los precios de producción interiores y las importaciones a bajo coste hacen de este núcleo del IPC el menos preocupante tanto en el contexto español como en el europeo, por las dificultades de transmitir a precios finales los incrementos de costes.

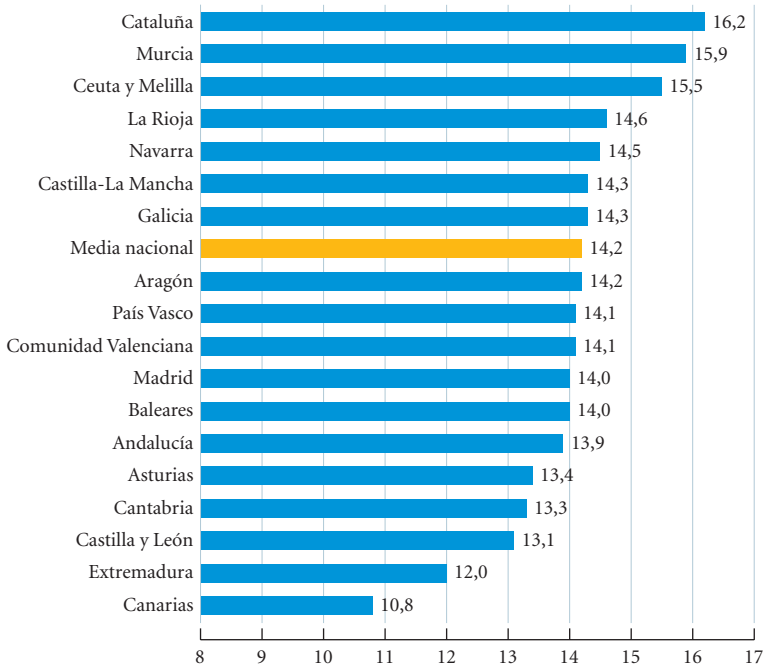
El aumento de precios en 2005 fue relativamente homogéneo por comunidades autónomas, pues en la mayor parte de ellas la tasa anual de inflación se situó en torno a una o dos décimas de la media nacional. No obstante, cinco comunidades presentaron un comportamiento algo más extremo. Así, La Rioja, Cataluña y Murcia registraron un aumento de precios superior al 4% interanual. En el extremo opuesto, Canarias con un 2,8% y Extremadura (3,1%) fueron las zonas menos inflacionistas.

Aumentan los diferenciales de inflación entre comunidades autónomas.

Estos diferenciales de inflación no tienden a compensarse con el paso de los años sino que, en términos generales, cada comunidad reproduce su dinámica respecto a la media española con una frecuencia notable. Así, Cataluña se ha convertido en la comunidad más inflacionista de España al registrar sistemáticamente un diferencial positivo de inflación frente al conjunto español. Por el contrario, Canarias, Extremadura, Castilla y León, Cantabria y Asturias han presentado sistemáticamente tasas de inflación inferiores o iguales a la media española. De ahí, por tanto, la importancia de las diferencias acumuladas con el paso del tiempo y

CATALUÑA, LA COMUNIDAD MÁS INFLACIONISTA EN LOS ÚLTIMOS CUATRO AÑOS

Porcentaje de variación acumulada del IPC entre diciembre de 2001 y 2005



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Las expectativas de inflación para 2006 son favorables si se mantiene el escenario de estabilidad en los mercados petroleros.

que en los últimos cuatro años se cifran en más de cinco puntos porcentuales en el caso máximo, es decir, entre Cataluña y Canarias. En efecto, entre diciembre de 2001 y diciembre de 2005 los precios crecieron un 16,2% en Cataluña frente a un 10,8% en Canarias (un 14,2% en el conjunto español).

El mal balance de la inflación en 2005 no deberá repetirse al final del presente año. En un escenario de estabilidad o incluso modesto crecimiento del precio del petróleo en euros, el componente energético del índice deberá restar algunas décimas de punto al índice general, por el efecto de la comparación de crecimientos interanuales. Más neutral resultará el comportamiento de servicios y bienes industriales no energéticos, ambos con un margen reducido de contención, en especial en el primer caso, por razones de competencia y presión de los costes salariales. Más incierto es el futuro de los precios alimentarios, en particular por la irregularidad de los productos frescos. De todas formas, la mejora del IPC no será inmediata, más cuando en el próximo enero el índice acusará las intensas alzas de los precios de determinados productos regulados.

Los precios de las manufacturas industriales se moderan pero no los alimentos.

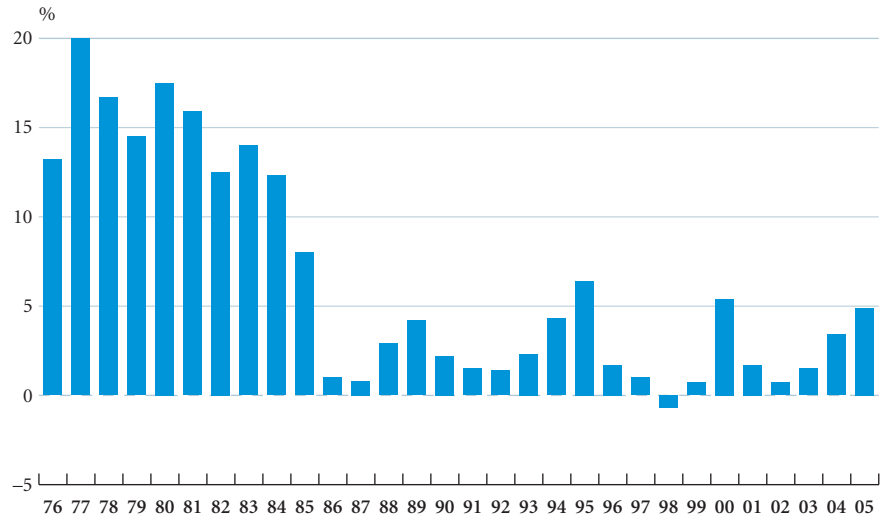
Los precios mayoristas se moderan con la excepción de la energía

El alza de la energía ha empañado el balance de los precios al por mayor de los productos industriales en 2005. Su fuerte crecimiento, un 15,6% interanual en diciembre, ha distorsionado la trayectoria del índice general, que ha acabado el año con un crecimiento del 5,2% interanual. En media anual, el aumento quedó en el 4,9%, el valor más elevado en los últimos cinco años, y un punto y medio superior al de 2004.

La intensa elevación de los precios de la energía prácticamente no ha tenido los temidos efectos sobre el resto de bienes industriales, por lo menos hasta el momento. En primer lugar, las manufacturas de consumo (excluyendo los alimentos), presumiblemente más sensibles al impacto de los costes energéticos, han moderado

PRECIOS INDUSTRIALES: EL MAYOR AUMENTO DESDE 2000

Variación anual media del índice de precios industriales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación				Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios	
2004											
Octubre	–5,1	5,4	2,3	1,8	6,2	14,2	5,2	1,7	–7,3	9,7	–
Noviembre	–0,4	5,2	2,2	1,5	6,3	12,6	4,6	1,8	–3,0	7,5	4,1
Diciembre	2,5	5,0	2,8	1,6	6,2	10,7	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	4,2
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	16,4	6,1	–0,2	–0,4	11,0	4,4
Septiembre	6,7	5,4	2,6	1,9	3,2	17,9	4,3	–0,6	4,2	7,0	–
Octubre	–0,8	5,0	3,0	1,8	3,1	15,2	4,8	0,8	14,0	5,3	–
Noviembre	...	4,9	3,1	2,0	3,1	14,7	3,8	3,3	–0,8	5,6	...
Diciembre	...	5,2	3,2	2,0	3,3	15,6	...	...	...	...	–

NOTA: (*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

sus precios notablemente desde principios del segundo semestre, cerrando el año con un incremento del 2,3%, más de dos puntos por debajo de los máximos de mediados de año y también por debajo del nivel en que acabó 2004. La presión ejercida por la competencia exterior ha impedido, probablemente, trasladar a precios la totalidad de las subidas de costes.

En un segundo término, tampoco los bienes de equipo han experimentado una aceleración sensible y siguen en cotas muy moderadas, un 2,0%, aunque algo superiores a las de 2004. Por otra parte, los precios de los bienes intermedios no energéticos finalizaron 2005 en un 3,3%, casi tres puntos por debajo del cierre del año anterior.

La excepción dentro de los precios al mayor la constituyen los alimentos, que desde mediados de año han acelerado significativamente su ritmo de aumento hasta alcanzar el 3,9%, tres puntos más que la tasa registrada a mediados de 2005. El impacto de los precios agrarios y, en parte, la presión de los costes energéticos relevantes para la distribución comercial pueden haber influido en este comportamiento.

Los precios de los bienes de consumo importados crecen alrededor del 1%.

Los precios de importación de los bienes de consumo apuntaron leves subidas en noviembre pero su crecimiento interanual acumulado permaneció en niveles muy bajos, alrededor del 1%, con alzas algo superiores en los productos no alimenticios. Este incremento es muy inferior al de las importaciones en su conjunto que, lógicamente, incorpora el alza del petróleo. En este sentido, el coste medio de la tonelada importada en los once primeros meses de 2005 alcanzó los 285,9 euros, un 34,8% más que en el mismo periodo de 2004.

Mejores expectativas para los precios agrarios.

Por su parte, los precios agrarios se moderaron en octubre y su crecimiento acumulado del año quedó en un 3,1%, es decir, más de dos puntos por encima de la media de 2004. Las alzas se concentraron en los productos agrícolas, pues los ganaderos mostraron un descenso acumulado del 5,7%, en parte por la crisis del pollo. Las expectativas, no obstante, son relativamente favorables a partir de principios de 2006, pues difícilmente los precios experimentarán aumentos de la magnitud que registraron a principios de 2005.

Sector exterior

El déficit comercial sigue creciendo con fuerza hasta noviembre

El déficit comercial acumulado en los once primeros meses de 2005 alcanzó los 70.631 millones de euros, un 29,7% más que el mismo periodo del año anterior. Este aumento tan intenso deriva en buena medida del impacto de la subida de los precios energéticos. En efecto, el saldo negativo de la balanza energética explica el 47,6% del aumento del desequilibrio comercial en los once primeros meses de 2005. En 2004, en cambio, el espectacular incremento del déficit (de magnitud similar a la que puede preverse para este año) se debió principalmente a la avalancha de productos no energéticos. En efecto, el desequilibrio energético sólo explica el 18,2% del incremento experimentado en aquel periodo.

Al margen de la cuestión energética, los intercambios de mercancías con el exterior se caracterizan por la moderación de las exportaciones en un contexto de fortaleza relativa de las importaciones. Es más, los datos disponibles hasta noviembre parecen anticipar un trimestre final relativamente débil de las ventas al exterior en contraste con un tono sostenido de las importaciones.

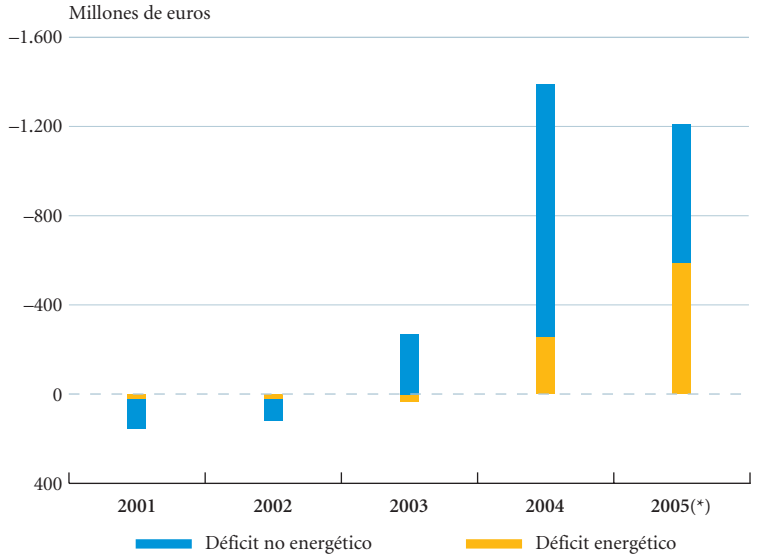
El crecimiento de las exportaciones hasta noviembre, un 4,6% nominal, se debió prácticamente en su totalidad al factor precio, pues su aumento en volumen quedó en un testimonial 0,1%. El estanca-

El aumento del precio de la energía explica casi el 50% del aumento del déficit comercial.

El resto se deriva principalmente de una debilidad intensa de las exportaciones, que ceden cuota de mercado en la Unión Europea y crecen muy modestamente hacia países terceros.

LA BALANZA ENERGÉTICA EXPLICA LA MITAD DEL AUMENTO DEL DÉFICIT COMERCIAL EN 2005

Contribución a la variación del déficit comercial en media mensual



NOTA: (*) Media enero-noviembre.
FUENTES: Departamento de Aduanas y elaboración propia.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-noviembre 2005

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% partici-pación	Millones de euros	% variación anual en valor	% partici-pación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	29.376	38,9	13,9	5.737	22,4	4,1	–23.639	19,5
Bienes de consumo	60.821	8,7	28,8	53.778	–0,6	38,3	–7.044	88,4
Alimenticios	*12.716*	*6,0*	*6,0*	*16.801*	*3,0*	*12,0*	*4.086*	*132,1*
No alimenticios	*48.106*	*9,1*	*22,8*	*36.976*	*–4,0*	*26,4*	*–11.129*	*76,9*
Bienes de capital	24.549	25,1	11,6	13.020	11,0	9,3	–11.528	53,0
Bienes intermedios no energéticos	96.153	4,7	45,6	67.734	6,5	48,3	–28.419	70,4
Por áreas geográficas								
Unión Europea 25	127.930	5,1	60,7	101.608	2,0	72,4	–26.322	79,4
Zona del euro	*107.371*	*5,3*	*50,9*	*81.333*	*1,5*	*58,0*	*–26.038*	*75,7*
Otros países	82.970	24,0	39,3	38.661	12,0	27,6	–44.309	46,6
Rusia	*4.680*	*39,5*	*2,2*	*998*	*21,9*	*0,7*	*–3.682*	*21,3*
EEUU	*7.234*	*4,7*	*3,4*	*5.501*	*6,4*	*3,9*	*–1.733*	*76,0*
Japón	*5.354*	*3,1*	*2,5*	*1.061*	*–2,5*	*0,8*	*–4.293*	*19,8*
América Latina	*10.502*	*36,7*	*5,0*	*7.014*	*9,3*	*5,0*	*–3.488*	*66,8*
OPEP	*15.691*	*35,1*	*7,4*	*3.754*	*17,5*	*2,7*	*–11.938*	*23,9*
Resto	*39.508*	*22,9*	*18,7*	*20.333*	*14,1*	*14,5*	*–19.175*	*51,5*
TOTAL	**210.900**	**11,8**	**100,0**	**140.269**	**4,6**	**100,0**	**–70.631**	**66,5**

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

La demanda de consumo y, especialmente, la de inversión tiran de las importaciones no energéticas.

miento de las ventas exteriores se debe a la contracción de las expediciones a la Unión Europea (UE), que experimentaron un descenso del 1,5% real, que se compensa por el tono algo más receptivo de los mercados de países terceros, excepto algún país del Oriente Próximo y Brasil. El mayor aumento de la demanda exterior de mercancías provino de China y Rusia, ambos en un momento económico favorable, y de los exportadores de petróleo, gracias a la mejora de su relación real de intercambio.

La moderación de la demanda exterior de bienes intermedios sugiere un débil tono industrial.

El retroceso de las exportaciones en volumen en el mercado de la UE se concentró en los bienes de consumo y, en mayor medida, en los no alimentarios pese a la notable moderación de los precios de exportación de este grupo de productos. Lógicamente, esta situación induce a pensar en una pérdida de cuota de las exportaciones españolas en un mercado como el europeo que, aunque lentamente, se está recuperando. Esto sería especialmente cierto en el caso del automóvil, sector donde las cifras nominales de exportación han caído de modo notable respecto al año anterior, un 8,9% incluyendo las motocicletas.

Las importaciones, por su parte, acentuaron su ritmo de aumento en noviembre y su crecimiento nominal acumulado en los once primeros meses del año se elevó al 11,8%, equivalente a un 6,7% en volumen, un 6,2% si se tienen únicamente en cuenta las no energéticas. El mayor incremento se registró en las de bienes de capital, un 25,2% acumulado en volumen, impulsadas principalmente por las compras de buques y aeronaves y tam-

bién por los equipos informáticos. Las compras exteriores de bienes de consumo no alimenticio, en cambio, mantuvieron un tono más moderado creciendo un 8,2% en volumen. Los productos manufacturados (textil, calzado, juguetes, etc.), mobiliario y automóviles fueron los bienes con mayor penetración relativa en el mercado español. Finalmente, las compras de bienes intermedios no energéticos mostraron un claro estancamiento, acorde con la situación de la industria en el país.

Déficit corriente: sigue el camino hacia cotas históricas

El desequilibrio por cuenta corriente continuó creciendo en octubre por el mayor déficit comercial y de rentas y por el deterioro de la balanza de servicios que, a la postre, pesaron mucho más que la mejora de la balanza de transferencias. De ahí que el déficit acumulado en los diez primeros meses del año se situara en 54.110 millones de euros, un 62,2% más que el mismo periodo del año anterior. De seguir esta tónica, el déficit corriente puede rondar el 7,5% del producto interior bruto en el conjunto de 2005, proporción no alcanzada anteriormente.

El déficit comercial se erige en el primer determinante de esta notable ampliación del saldo corriente, pero también el resto de rúbricas presentan un balance peor que el del periodo enero-octubre de 2004. Al respecto resulta significativo el cambio de signo de la balanza de transferencias, en déficit en 2005. Las remesas de emigrantes y el deterioro del saldo positivo de los flujos con la UE, tanto públicos como privados, explican el cambio.

El déficit comercial y los pagos al exterior en transferencias privadas son los principales causantes del mayor desequilibrio corriente.

BALANZA DE PAGOS

Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Octubre 2004	Octubre 2005	% variación
Balanza corriente			
Balanza comercial	–50.071	–67.385	34,6
Servicios			
Turismo	*26.747*	*25.610*	*–4,3*
Otros servicios	*–4.353*	*–4.320*	*–0,8*
Total	22.395	21.290	–4,9
Rentas	–12.633	–18.024	42,7
Transferencias	–169	–1.077	–
Total	**–40.478**	**–65.196**	**61,1**
Cuenta de capital	**8.162**	**8.104**	**–0,7**
Balanza financiera			
Inversiones directas	–14.813	–21.517	45,3
Inversiones de cartera	56.719	81.660	44,0
Otras inversiones	11.060	–12.377	–
Total	**52.966**	**47.766**	**–9,8**
Errores y omisiones	317	–1.613	–
Variación de activos del Banco de España	–20.967	10.939	–

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.

La balanza turística acusa la mayor propensión de los españoles a viajar al exterior y el menor gasto medio del turista extranjero.

Por otra parte, el saldo por servicios cayó un 4,7% por los pobres resultados de una balanza turística que refleja, por una parte, la mayor propensión a viajar al exterior y el bajo nivel de gasto del turismo extranjero. Así, los ingresos por turismo aumentaron únicamente un 3,3% nominal, muy por debajo de los precios de los servicios turísticos y de la propia entrada de turistas extranjeros. Los pagos, por el contrario, crecieron un 25,5%.

Recuperación puntual de la inversión extranjera directa empresarial en España y de la inversión en inmuebles en el exterior.

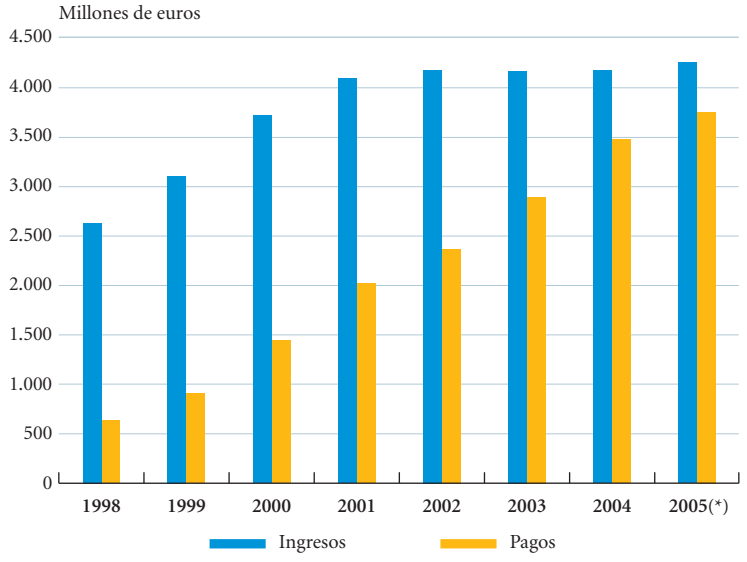
La cuenta de capital, por su parte, presentó en octubre un superávit inferior al del mismo periodo del año anterior por las menores entradas procedentes de la UE. El saldo acumulado en los diez primeros meses quedó también por debajo del registrado en el mismo periodo de 2004 y fue insuficiente para 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 48.099 millones de euros en el periodo enero-octubre, un 78,2% más que en el mismo periodo del año anterior.

En el ámbito financiero, la inversión extranjera directa en España se recuperó notablemente en octubre en el ámbito empresarial, de modo que el saldo acumulado pasó a ser sensiblemente mayor que el de 2004, un 26,4% más. En cambio, la inversión en inmuebles se mantuvo un 15,6% por debajo del pasado año. En el lado opuesto, la inversión española directa en el exterior también se mantuvo un 11,2% por debajo del año anterior y, en cambio, la inmobiliaria creció con gran intensidad.

LAS REMESAS DE TRABAJADORES CONTRAEN EL SALDO EXTERIOR DE TRANSFERENCIAS

Ingresos y pagos por remesas de trabajadores



NOTA: (*) Saldo doce últimos meses a octubre.
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Ahorro y financiación

La financiación al sector privado crece al ritmo más alto de los últimos cinco años y medio

En noviembre de 2005 la financiación a las empresas y familias se elevó el 19,9% en relación con el mismo mes del año anterior, creciendo a un ritmo más del doble que en el conjunto de la eurozona. De este modo, a pesar de la perspectiva de una senda alcista de los tipos de interés del Banco Central Europeo, que se concretó al principio de diciembre, la demanda de crédito del sector privado siguió fuerte. De hecho, incluso después de la subida del tipo de interés de referencia del Eurosistema, los tipos de interés crediticios siguen en niveles muy bajos históricamente, tanto en términos nominales como sobre todo reales, es decir, descontando la inflación. Además, la buena marcha de la economía también contribuye a impulsar la demanda de financiación.

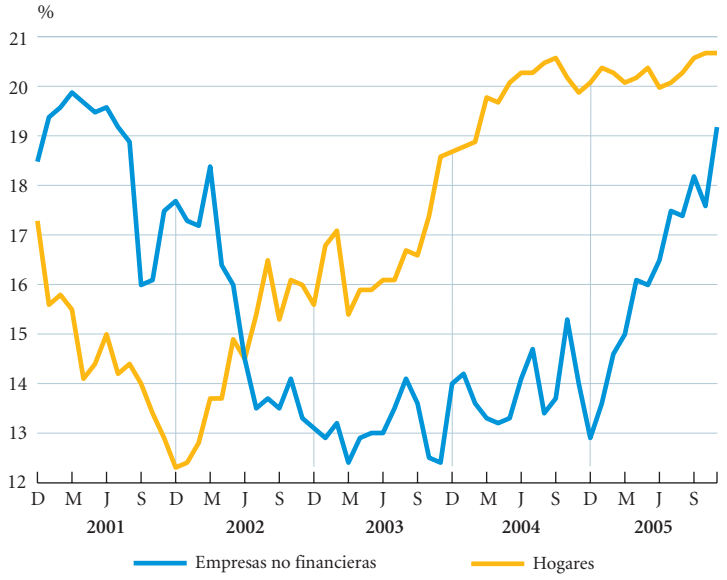
Los recursos financieros canalizados a las empresas aumentaron el 19,2% en noviembre respecto a doce meses antes, el ritmo más elevado desde el mes de julio de 2001. La parte de esta financiación proporcionada por el crédito bancario interior se expandió incluso más vivamente, el 24,6% en tasa interanual, el ritmo más elevado desde hace más de diez años.

En noviembre el crédito bancario a empresas se expande al ritmo más elevado desde hace más de diez años.

Los fondos dirigidos a las familias se incrementaron el 20,7% en el periodo noviembre 2004-noviembre 2005, manteniendo un rápido avance. La principal

SE AVIVA LA FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS

Variación interanual de la financiación total por sectores institucionales



FUENTE: Banco de España.

La buena marcha económica, los bajos tipos de interés y unas holgadas condiciones de financiación impulsan el crédito hipotecario.

contribución siguió proviniendo de las hipotecas. La demanda de crédito hipotecario fue estimulada, aparte de los reducidos o incluso negativos tipos de interés reales, por diversos factores socioeconómicos y por unas holgadas condiciones de financiación. En este sentido, cabe señalar la existencia de hipotecas para la compra de vivienda hasta 50 años, la ampliación en algunos casos de la ratio del crédito hipotecario al valor de la vivienda, la concesión de amplios periodos de carencia en que los prestatarios sólo pagan los intereses, así como la aplicación de cuotas flexibles. De esta forma, se ha adaptado la oferta a la demanda de ciertos colectivos con dificultades para acceder a la propiedad de la vivienda, como los jóvenes.

El saldo del crédito a las familias para la vivienda sube el 25% en los últimos doce meses hasta noviembre.

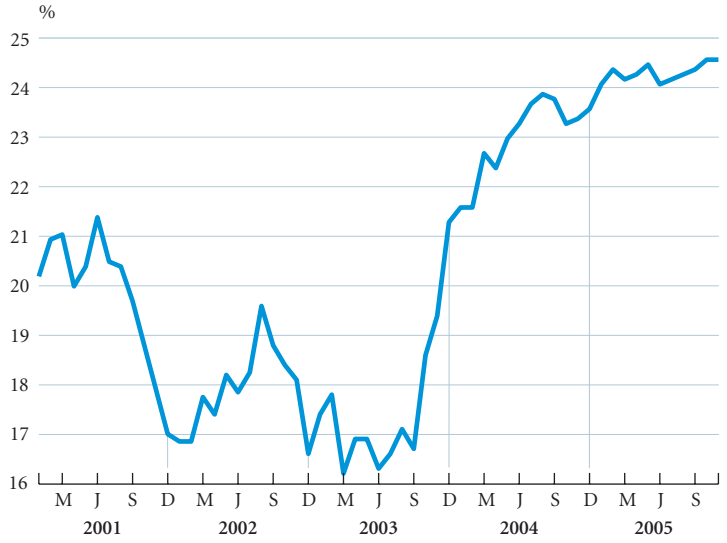
De este modo, el saldo de los créditos para la vivienda, incluyendo las titulizaciones correspondientes, se colocó en 465.218 millones de euros, con un aumento con relación al mismo mes del año precedente del 24,6%. Esta tasa supone el nivel más elevado de los últimos años.

Por otra parte, el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos al consumo a los hogares, para comprar automóviles, motos, electrodomésticos, muebles, viajes, etc., se cifró en 4.280 millones de euros. Esta cantidad supone un alza interanual del 22,9%. En el periodo enero-noviembre el montante de las nuevas operaciones de estos préstamos y créditos a las familias se elevó el 22,5%. Esto muestra la vitalidad de este segmento del mercado.

Los tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios subieron levemente en noviembre, en general. La excepción fueron los créditos al consumo y otros fines no hipotecarios, cuyo tipo de interés bajó en 20 puntos básicos hasta el 6,07%, en un marco de una intensa competencia. Así, se situó 22 puntos básicos por debajo del mismo mes de 2004. El tipo de interés de las familias se colocó en el 4,12%, en promedio, 24 puntos básicos menos que un año antes. En cambio, el promedio de los tipos de interés de las sociedades

FUERTE IMPULSO DEL CRÉDITO BANCARIO PARA LA VIVIENDA

Variación interanual de los préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados destinados a vivienda



FUENTE: Banco de España.

aumentó ligeramente en 12 puntos básicos hasta el 3,55%, 4 centésimas más que doce meses antes.

Por otro lado, en diciembre 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 elevó en 14 puntos básicos hasta el 3,40%. De esta manera, era igual a la inflación del mismo mes, lo que señala su nivel anormalmente bajo. De hecho, es muy probable que suba en los próximos meses una vez comenzado el giro restrictivo alcista del Banco Central Europeo, pero se espera que el aumento sea moderado.

Gran dinamismo de los depósitos bancarios

Los depósitos totales de las empresas y familias residentes crecieron fuertemente en los últimos doce meses, a un ritmo muy superior al del área del euro. Las cuentas a plazo a más de dos años, que disfrutan de una bonificación fiscal de los intereses del 40%, experimentaron una gran alza. Por otro lado, las cuentas a la vista y de ahorro se expandieron el 12,7% en los últimos doce meses.

El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se incrementó en 1.681 millones de euros en diciembre hasta alcanzar 245.887 millones, según datos de Inverco, la asociación de gestoras, registrando, por tanto, un nuevo máximo histórico. De esta manera, aumentó el 12,0% en 2005. En diciembre se anotaron unas suscripciones netas de participaciones de fondos de inversión de 322 millones de euros, con un descenso de la renta fija e incrementos de los globales y otros de renta variable internacional. En el conjunto del 2005 las entradas netas de dinero en los fondos de inversión mobiliaria totalizaron 16.612 millones de euros. Las mayores suscripciones netas correspondieron a la renta fija a corto plazo, por un lado, y a los fondos globales, por el otro. Cabe señalar que en la segunda mitad del año las preferencias de los inversores se dirigieron hacia los fondos de renta variable.

El número total de partícipes de los fondos de inversión mobiliaria se situó en

Descenso del tipo de interés del crédito al consumo en un marco de intensa competencia.

El patrimonio de los fondos de inversión aumenta el 12% en 2005 y las mayores suscripciones netas corresponden a la renta fija a corto plazo y a los fondos globales.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

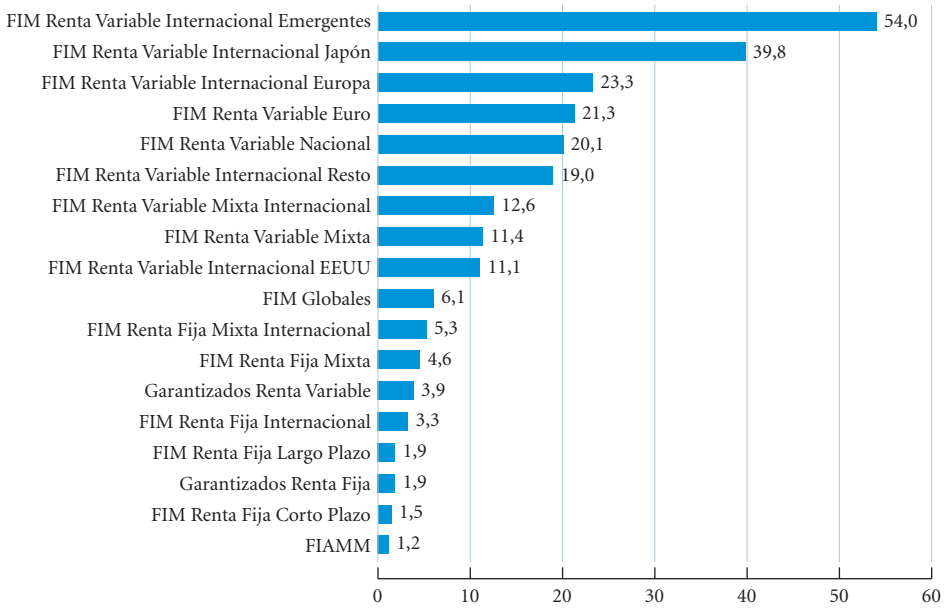
Noviembre 2005

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (**)	382.543	37.469	10,9	43.161	12,7	44,0
A plazo hasta 2 años (*)	187.921	27.454	17,1	30.303	19,2	21,6
A plazo a más de 2 años (*)	215.157	87.689	68,8	93.753	77,2	24,7
Cesiones temporales	69.201	–11.448	–14,2	–4.236	–5,8	8,0
Total (*)	**854.822**	**141.164**	**19,8**	**162.981**	**23,6**	**98,3**
Depósitos en monedas no euro	**15.150**	**9.303**	**159,1**	**9.365**	**161,9**	**1,7**
TOTAL (*)	**869.972**	**150.467**	**20,9**	**172.346**	**24,7**	**100,0**

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

LOS FONDOS DE RENTA VARIABLE INTERNACIONAL DE MERCADOS EMERGENTES REGISTRAN LAS MAYORES RENTABILIDADES EN 2005

Rentabilidad anual de los fondos de inversión mobiliaria en 2005, en porcentaje



FUENTE: Inverco.

8.477.425 al final de diciembre, 436.634 más que al final de 2004. Así, el número de partícipes se elevó el 5,4% en 2005. En el pasado ejercicio el mayor aumento de partícipes fue registrado por los garantizados de renta fija, con una variación del 26,0%, seguida por los garantizados de renta variable, que experimentaron un alza del 9,3%.

Los fondos de inversión mobiliaria anotan una rentabilidad media anual del 4,75% en 2005.

La rentabilidad media anual ponderada de los fondos de inversión mobiliaria en 2005 fue del 4,75%. Todas las categorías de fondos consiguieron rendimientos anuales positivos, pero con grandes variaciones. Así, la renta variable de los mercados emergentes logró unas plusvalías del 54,0%, mientras que los fondos de dinero reportaron el 1,2%.

Por lo referente a las sociedades de inversión mobiliaria, que suelen ser un instrumento utilizado por las mayores fortunas, su patrimonio se cifró en 27.754 millones de euros al final del tercer trimestre de 2005, con una elevación acumulada del 10,6%. En esta fecha su número de accionistas era de 418.250. Por otra parte, el volumen de activos de los fondos de inversión inmobiliaria terminó 2005 con 6.477 millones de euros, un 47,9% más que al final del año anterior. El número de partícipes de estos fondos subió hasta 135.646, un 27,7% más que en 2004. El rendimiento medio ponderado de esta modalidad de fondos resultó del 5,4%. La rentabilidad media anual ponderada en los últimos tres y cinco años fue del 6,4% y del 7,0%, respectivamente.

PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

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

INFORME MENSUAL
Informe sobre la situación económica

THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT
Versión inglesa del Informe Mensual

ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2005
Estadísticas municipales, provinciales y autonómicas

COLECCIÓN ESTUDIOS ECONÓMICOS

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