ABRIL 2006

# Informe Mensual

NÚMERO 290

*La demografía apoya el auge de la vivienda en España* Pág. 42
Entre los factores que han provocado el crecimiento de la compra de viviendas destaca el aumento de la población

*¿Será 2006 un año de corrección de los precios de la vivienda?* Pág. 54
Lo más probable es que prosiga la moderación de precios ya iniciada, sin ajustes bruscos

*Las disparidades del mercado inmobiliario en Estados Unidos* Pág. 8
El mercado de la vivienda empieza a flaquear en Estados Unidos, en lo que de momento es una retirada ordenada

*El mercado hipotecario europeo, un mercado poco común* Pág. 24
Apenas existen operaciones transfronterizas y las disparidades nacionales son importantes

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

# INFORME MENSUAL
**Abril 2006**

**CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA**

**Servicio de Estudios**

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

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES
**a 31 de diciembre de 2005**

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

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

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

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

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

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

Más información en www.estudios.lacaixa.es

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

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

## Índice

**1 Editorial**

**2 Resumen ejecutivo**

**6 Coyuntura internacional**
6 Estados Unidos
***8 Las disparidades del mercado inmobiliario en Estados Unidos***
11 Japón
14 China
16 México
18 Materias primas

**21 Unión Europea**
21 Zona del euro
***24 El mercado hipotecario europeo, un mercado poco común***
26 Alemania
28 Francia
29 Italia
30 Reino Unido

**31 Mercados financieros**
31 Mercados monetarios y de capital

**40 Coyuntura española**
40 Actividad económica
***42 La demografía apoya el auge de la vivienda en España***
46 Mercado de trabajo
51 Precios
***54 ¿Será 2006 un año de corrección de los precios de la vivienda?***
58 Sector exterior
63 Sector público
66 Ahorro y financiación

# Hogar, dulce (y muy caro) hogar

Pocos asuntos económicos desatan tanta controversia como el *boom* inmobiliario que muchos países venimos disfrutando o sufriendo desde hace ya unos cuantos años. La magnitud y duración del actual ciclo alcista inmobiliario no tiene precedentes documentados. Los precios de la vivienda en algunos países desarrollados han subido muy por encima del 50%. La deuda hipotecaria ha alcanzado niveles récord. También es inusual el grado de sincronización de los movimientos de los precios reales de la vivienda en distintos países. Estas circunstancias crean preocupación por las consecuencias que un eventual estallido de la burbuja inmobiliaria pueda tener sobre el resto de la economía. Bancos centrales y autoridades económicas nacionales y supranacionales lanzan a menudo advertencias y amonestaciones para tratar de conjurar este riesgo.

La *fiebre del ladrillo* también se ha extendido a España, y de qué manera. Por número de viviendas construidas y por crecimiento de los precios encabezamos de largo el ranking europeo. ¿Hay burbuja? Por lo que se refiere a la demanda, su crecimiento parece bastante justificado. La favorable marcha de la economía, una fase de creación de empleo sin precedentes y un descenso irrepetible de los tipos de interés (cortesía de la adopción del euro) se han combinado con un inesperado flujo de entradas de inmigrantes. El hecho de que el número de viviendas por hogar no haya aumentado a lo largo de este ciclo sugiere que el componente especulativo del *boom* español no debe ser muy elevado. En cuanto a la escalada de los precios, debe apuntarse que el esfuerzo financiero que se exige a una familia media en la compra de su vivienda ha aumentado moderadamente respecto al correspondiente al principio del ciclo alcista de la vivienda.

Todo lo anterior obliga a descartar las previsiones catastrofistas. No es que no sea posible una crisis en el inmobiliario. Pero, en España, en un entorno de moderada inflación y de subidas contenidas de los tipos de interés, cabe esperar una desaceleración suave del sector, de consecuencias muy limitadas sobre el resto de la economía. De hecho, los países en los que la actividad constructora se ha frenado recientemente no han sufrido una caída significativa en los precios ni el resto de la economía se ha resentido en términos de crecimiento.

El auténtico problema que ha creado el *boom* de la vivienda en la economía española ha sido el enorme desvío de recursos hacia una actividad como la construcción que, si bien tiene las virtudes de generar empleo y provocar efectos de arrastre sobre el resto de sectores, no eleva el potencial de crecimiento a largo plazo. Hoy, la construcción de viviendas absorbe todo el ahorro de las familias y por tanto dificulta la financiación de otros sectores productivos, dispara el déficit exterior y frena el crecimiento de la productividad. El encarecimiento de la vivienda se extiende al suelo y a los locales industriales y comerciales, distorsionando los costes de estas actividades, restándoles competitividad. Algún caso de deslocalización industrial tiene bastante que ver con la subida de los precios de los bienes raíces. Ciertamente, la naturaleza del actual ciclo inmobiliario permite esperar un aterrizaje suave del mismo. La cuestión es cuál será el motor de la economía una vez dejemos atrás los alegres años del inmobiliario.

27 de marzo de 2006

# RESUMEN EJECUTIVO

**En un contexto de favorable marcha de la economía internacional, las economías de Japón y de la eurozona confirman las señales de reactivación.**

**En Europa continental se crea empleo pese al modesto crecimiento, pero el paro es todavía alto.**

**En cualquier caso, los campeones del crecimiento siguen siendo China y Estados Unidos.**

## Japón y la zona del euro se suman al crecimiento global

A finales de diciembre nos atrevíamos a augurar un año económico 2006 relativamente apacible, sin cambios sustanciales respecto a 2005, pese a los riesgos que tiene ante sí la economía internacional. Prácticamente transcurrido ya el primer trimestre del ejercicio, no han aparecido elementos que nos lleven a cambiar la perspectiva económica general. Vayamos por partes.

En primer lugar, el crecimiento. Aquí la novedad ha sido la incorporación de Japón y la eurozona a la carrera de la expansión económica, tras pasar una prolongada espera en los *boxes* del circuito. El caso más sorprendente, por el vigor de las cifras, ha sido el de Japón, debido al fuerte impulso que la economía nipona registró en el último trimestre de 2005, mucho mayor que lo esperado.

En la zona del euro, en cambio, el débil avance del cuarto trimestre representó una suerte de pinchazo en la trayectoria de recuperación que se entreveía en los últimos trimestres. El consumo privado sufrió una importante desaceleración, al pasar de un crecimiento del 1,9% al 0,8%, evolución muy influida por el comportamiento de las familias alemanas. El resto de componentes experimentaron un resultado algo más positivo, en especial la inversión y las exportaciones. Sin embargo, los datos del primer trimestre vuelven a apuntar a una coyuntura expansiva, como lo señalan las ventas minoristas o los indicadores de confianza empresarial.

Cabe destacar el hecho de que incluso con la menguada tasa de crecimiento de los últimos trimestres, la eurozona ha conseguido recortar ligeramente el nivel de paro, ahora en el 8,3% de la población activa. A pesar de todo, el malestar social persiste, lo que se refleja en la contestación suscitada en Francia por el «contrato Villepin», un contrato de primer empleo dirigido a los jóvenes que permite el despido sin condiciones durante los dos primeros años del mismo. Tampoco en Alemania el mercado laboral acaba de estabilizarse, lo que se refleja en el anuncio de retrasar hasta el año 2009 la eliminación de las restricciones a la entrada de trabajadores provenientes de los países que se incorporaron a la Unión Europea (UE) en la última ampliación. Bélgica y Austria tampoco relajarán los controles mientras que España, Finlandia y Portugal se han unido al Reino Unido, Irlanda y Suecia en eliminar toda restricción.

Con todo, el circuito del crecimiento sigue dominado por China y Estados Unidos, los *fórmula 1* que tiran del resto de participantes. La primera como la gran potencia manufacturera emergente, el segundo como el consumidor mundial por excelencia. Los últimos indicadores conocidos de China, como la producción industrial o las ventas minoristas, apuntan al mantenimiento de la velocidad de crucero, es decir, crecimientos del orden del 9-10% real. En Estados Unidos, el primer trimestre ha resultado positivo, después del bache puntual del cuarto trimestre de 2005. El temperamental optimismo norteamericano sigue traduciéndose en un ritmo de consumo de las familias elevado y en unos empresarios que confían en el futuro y siguen invirtiendo y contratando personal. A lo largo del año la tendencia será de suave moderación del crecimiento, pero ello no conseguirá rever-

tir el déficit comercial, que mes a mes va batiendo nuevos récords. El otro déficit, el de las cuentas del sector público, tampoco consigue enderezarse.

El segundo punto de interés es la inflación. En lo que llevamos de año, el panorama no es distinto al que contemplábamos a finales del ejercicio anterior. A ello ha contribuido mucho la relativa estabilización del precio del petróleo. En las últimas semanas la cotización del barril de crudo ha oscilado algo por encima de los 60 dólares y la previsión es que se mantenga en estas cotas. La propia Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) parece encontrarse cómoda en este nivel, ya que a principios de marzo decidió mantener la cuota de producción de 28 millones de barriles diarios. Se trata de una decisión que evita de momento, eventuales subidas del precio del crudo, en un contexto de fuerte demanda mundial, débil aumento de la producción no-OPEP y conflictos abiertos o potenciales en Nigeria, Irán o Irak.

Si el precio del petróleo se mantiene en estos niveles en los próximos meses, las tasas de inflación experimentarán una moderación sustancial. Algo de esto ya empezó a suceder en febrero. Pero ahora la atención está centrada en los efectos indirectos y de *segunda vuelta* del encarecimiento del petróleo. Si nos atenemos a lo que expresan los índices de precios sin el componente energético, parece que por el momento la situación está tranquila. Tanto en Estados Unidos como en la UE, la inflación subyacente tiende a moderarse mientras que las demandas salariales mantienen la tónica de contención.

Esto nos lleva al tercer punto, la política monetaria. Los banqueros centrales, cancerberos de la inflación, son los que están más atentos a cualquier revitalización de los índices de precios. Para curarse en salud, la Reserva Federal hace ya muchos meses decidió abandonar paulatinamente la política de máxima relajación, y de momento sigue el guión previsto, que esperamos culmine en un tipo de interés de referencia del 5% antes del verano. El Banco Central Europeo ha iniciado más recientemente su fase alcista y el 2 de marzo decidió la segunda subida del tipo de referencia, hasta el 2,50%. El mercado descuenta nuevas subidas, en una trayectoria que podría alcanzar el nivel del 3% a finales de año.

**La inflación se mantiene contenida, con un precio del petróleo que por ahora parece relativamente tranquilo.**

Pero el caso más destacado es el del Banco de Japón, que a principios de marzo anunció que ponía fin a la larga etapa de política monetaria consistente en proporcionar prácticamente toda la liquidez solicitada por el sistema monetario a tipo de interés nulo. ¿Por qué? El detonante fue el dato de inflación de enero, que presentó un aumento del 0,5% interanual, positivo por primera vez desde 1998 –con algunos pequeños paréntesis–, lo que ha sido interpretado como el fin de los años de deflación y la certificación oficial de la reactivación de la economía nipona.

**Pero los bancos centrales no se fían, y abandonan la política de máxima relajación.**

No todos están de acuerdo con la actuación restrictiva de los bancos centrales. En un reciente informe, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) reclamaba cautela a las autoridades monetarias, ya que un excesivo endurecimiento de las condiciones monetarias podría desembocar en una indeseada ralentización de la actividad. A la visión de la OCDE podría objetarse que pese a las alzas de los tipos monetarios en Europa y América, los tipos de interés a largo plazo apenas se han movido y todavía están cerca de los niveles mínimos, si bien en las últimas semanas han subido de forma sensible. Algo parecido sucede con las primas de riesgo exigidas a determinados valores de países o empresas. Las bolsas, por su parte, no se han resentido de la subida de los tipos monetarios y en el primer trimestre han conseguido en general notables revalorizaciones, apoyadas en los excelentes resultados empresariales y en una oleada de operaciones de compraventa de sociedades.

**La subida de los tipos de interés monetarios no acaba de tirar de los tipos a largo plazo, mientras las bolsas registran un excelente primer trimestre.**

## Economía española: la competitividad, amenazada

**La economía española mantiene su fuerte ritmo de crecimiento, si bien algunos indicadores empiezan a flaquear.**

Uno de los mercados de valores que ha registrado un mejor resultado en los tres primeros meses ha sido precisamente el español, al presentar un avance de más del 10% a una semana del cierre del trimestre. Detrás de este resultado está una economía que mantiene un notable ritmo expansivo y unas empresas que en 2005 obtuvieron en general unos beneficios excelentes.

Los indicadores de actividad correspondientes al primer trimestre son todavía dispersos pero se constata la continuidad del proceso de creación de empleo, de acuerdo con la evolución de las altas en la Seguridad Social, así como una incipiente mejora del sector industrial, a tenor de los resultados del índice de producción industrial y de la cifra de negocios de las empresas industriales que elabora el Instituto Nacional de Estadística.

**Pero las principales preocupaciones siguen centrándose en los desequilibrios: un diferencial de inflación muy elevado...**

En cambio, algunos indicadores han dado sorpresas negativas. Así, el índice de sentimiento económico que elabora la Comisión Europea experimentó un notable descenso en febrero, provocado por el retroceso de los componentes referidos a construcción y servicios. Por otra parte, en los dos primeros meses, las matriculaciones de turismos descendieron ligeramente con relación al mismo periodo del año anterior. Asimismo, la ocupación hotelera de turistas extranjeros descendió en enero y febrero, mientras que la fabricación de automóviles retrocedió en febrero. En esta línea cabría añadir la tenue desaceleración del ritmo de concesión de créditos hipotecarios en enero, posiblemente ligada a la subida del tipo de interés *euribor* a un año, si bien dicho ritmo expansivo superaba todavía holgadamente el 20% interanual. Se trataría, en todo caso, de datos puntuales que no enturbian la impresión de una economía expansiva, aunque, eso sí, dentro de una tendencia de moderación del firme pulso que la demanda interior ha registrado en los últimos trimestres.

**...y un desequilibrio exterior que se extiende a todas las partidas de la balanza de pagos.**

En todo caso, la preocupación sigue centrada en la inflación y el déficit exterior. El crecimiento de los precios se moderó en febrero hasta una tasa interanual del 4,0%, según el índice de precio de consumo. Se trata de una mejora respecto al 4,2% registrado en enero, la cual puede tener continuidad en los próximos meses si el precio del petróleo se mantiene más o menos estable. Pero la cuestión está en el aparentemente insalvable diferencial de inflación que nos separa de la media de la eurozona, y que en febrero se situaba en 1,7 puntos porcentuales. Una distancia que poco a poco va cercenando la posición competitiva de las empresas españolas frente al exterior.

Este goteo de pérdida de competitividad se va transmitiendo a las cifras de la balanza de pagos. En el conjunto del año 2005, la cuenta corriente con el exterior cerró con un déficit de 69.000 millones de euros, un 55% más que en 2004, según el Banco de España. En términos de producto interior bruto, la cifra equivale al 7,6%, y además de constituir un máximo histórico, es uno de los más elevados de los países desarrollados.

Déficit exterior e inflación son desequilibrios que en parte responden al fuerte tirón de la demanda interna. Esta larga etapa de expansión constituye un hecho sobresaliente en el contexto de mediocridad de la mayor parte de las economías europeas. Ha sido posible en buena medida por las reformas adoptadas años atrás, dirigidas a la apertura de la economía y a la flexibilización de los mercados de factores y productos. Sin embargo, dichas reformas deben continuar a fin de que los desequilibrios mencionados no acaben por cercenar la actual fase expansiva.

# CRONOLOGÍA

## 2005

| | | |
|---|---|---|
| **marzo** | **4** | El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (10.940,55) con un alza del 1,5% en relación con el final del año 2004. |
| | **22** | La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia hasta el 2,75%. |
| | **23** | Los jefes de Estado y de gobierno de los países miembros de la Unión Europea aprueban la reforma del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**, introduciendo más flexibilidad. |
| **abril** | **20** | El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** marca un mínimo anual (10.012,36) con un descenso del 7,1% respecto al final de 2004. |
| **mayo** | **2** | La **libra chipriota**, el **lat letón** y la **lira maltesa** se incorporan al Mecanismo de Tipos de Cambio. |
| | **3** | La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3%. |
| **junio** | **30** | La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,25%. |
| **agosto** | **9** | La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,5%. |
| **septiembre** | **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**. |
| | **31** | La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,50%. |
| **febrero** | **22** | El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (11.137,2) con un alza del 3,9% en relación con el final del año 2005. |
| | **27** | El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (11.832,8) con una ganancia acumulada del 10,2% con relación al final de diciembre de 2005. |
| **marzo** | **2** | El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 2,50%. |
| | **22** | El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (11.317,4) con un alza del 5,6% en relación con el final del año 2005. |
| | **24** | El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (11.954,4) con una ganancia acumulada del 11,4% con relación al final de diciembre de 2005. |
| | **28** | La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,75%. |

# AGENDA

## Abril

- **5** Índice de producción industrial (febrero).
- **6** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- **12** Índice de precios de consumo (marzo).
- **20** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (marzo).
- **25** Índice de precios industriales (marzo).
- **28** Encuesta de población activa (primer trimestre).
  PIB de Estados Unidos (primer trimestre).
  Indicador adelantado del IPCA (abril).

## Mayo

- **4** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- **5** Índice de producción industrial (marzo).
- **10** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- **11** Avance contabilidad nacional trimestral (primer trimestre).
  Avance PIB zona euro (primer trimestre).
- **12** Índice de precios de consumo (abril).
- **24** Contabilidad nacional trimestral (primer trimestre).
- **25** Índice de precios industriales (abril).

# COYUNTURA INTERNACIONAL

## Estados Unidos va bien... por ahora

**Estados Unidos crece sin inflación...**

En Washington hay un hombre satisfecho y otro preocupado. Ambos representan dos caras bien opuestas de la actual coyuntura de la economía americana. Ben Bernanke, presidente de la Fed y responsable de la estabilidad de precios, ve con tranquilidad como las tensiones inflacionistas se alejan y el crecimiento conserva un buen tono. Pero George W. Bush es un presidente agobiado y tiene sus razones: el déficit del presupuesto del gobierno federal será en 2006 de 400.000 millones de dólares y, además, la gente no confía en él.

**...pero los déficit comercial y fiscal no tienen buenas perspectivas.**

A principios de mes, George Bush pidió al Congreso el derecho de veto para frenar el aumento de ciertas partidas presupuestarias, una iniciativa que viene desde los tiempos de Ronald Reagan. Lo cierto es que pocos ven en el presidente a un concienzudo garante de la austeridad presupuestaria. Las rebajas de impuestos, Irak, el *Katrina* y la seguridad nacional son losas demasiado pesadas. Las previsiones de la Oficina Presupuestaria del Congreso estiman que el déficit federal pasará del actual 2,8% del producto interior bruto (PIB) al 1,0% en los próximos cinco años, pero esa es una visión optimista que pocos comparten. Lo que la gente cree es que los gastos de sanidad seguirán creciendo y que, en el segundo año de mandato del sucesor de Bush, empezarán a retirarse importantes contingentes de la generación del *Baby Boom*. Todo para aumentar un desequilibrio presupuestario que en nada ayuda a enjuagar el déficit por cuenta corriente, que en el cuarto trimestre de 2005 llegó al 7,0% del PIB.

El crecimiento es sólido, y no se dan visos de continuidad a la desaceleración del

**ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Enero | Febrero |
| PIB real | 4,2 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,2 | – | ... |
| Ventas al por menor | 7,3 | 7,5 | 7,2 | 8,4 | 8,4 | 6,2 | 9,4 | 6,7 |
| Confianza del consumidor (*) | 96,1 | 100,3 | 104,2 | 102,3 | 98,9 | 95,8 | 106,8 | 101,7 |
| Producción industrial | 4,1 | 3,2 | 4,0 | 3,1 | 2,7 | 3,0 | 3,0 | 3,3 |
| Índice actividad manufacturera (ISM) (*) | 60,5 | 55,5 | 55,7 | 53,2 | 56,0 | 57,0 | 54,8 | 56,7 |
| Venta de viviendas unifamiliares | 10,0 | 6,9 | 5,1 | 6,9 | 11,5 | 4,5 | 3,3 | ... |
| Tasa de paro (**) | 5,5 | 5,1 | 5,2 | 5,1 | 5,0 | 4,9 | 4,7 | 4,8 |
| Precios de consumo | 2,7 | 3,4 | 3,0 | 3,0 | 3,8 | 3,7 | 4,0 | 3,6 |
| Balanza comercial (***) | –618 | –724 | –651 | –672 | –695 | –724 | –734 | ... |

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.

cuarto trimestre. Abundando en este consenso, la evolución de dicho periodo fue revisada al alza pasando del 1,1% intertrimestral anualizado al 1,7%. El peso de la revisión estuvo en un ajuste al alza del volátil componente de la compra de vehículos de motor y material de transporte, tanto por parte de particulares como de empresas, que ya había sido el principal protagonista del descenso del crecimiento.

El caso es que la demanda sigue bien fuerte. Después del pico consumista del *cálido* mes de enero, en febrero se mantuvieron los niveles alcanzados, lo que indica que las ganas de comprar se debían a algo más que a factores climatológicos. Sin coches ni gasolina, el avance de febrero fue del 8,0% interanual. El menaje del hogar se mantiene extremadamente fuerte, y la única consecuencia climatológica es que el público ha preferido ese mes comer en casa en vez de fuera. El momento presente se sigue percibiendo como mejor que el futuro, lo que podría tener cierta relación con la mejora de las cargas financieras de quienes viven en régimen de alquiler –que pueden considerarse con una mentalidad más de vivir al día– respecto a las cargas financieras de quienes son propietarios de sus viviendas, que deben mirar con algo más de atención las perspectivas futuras de sus propiedades.

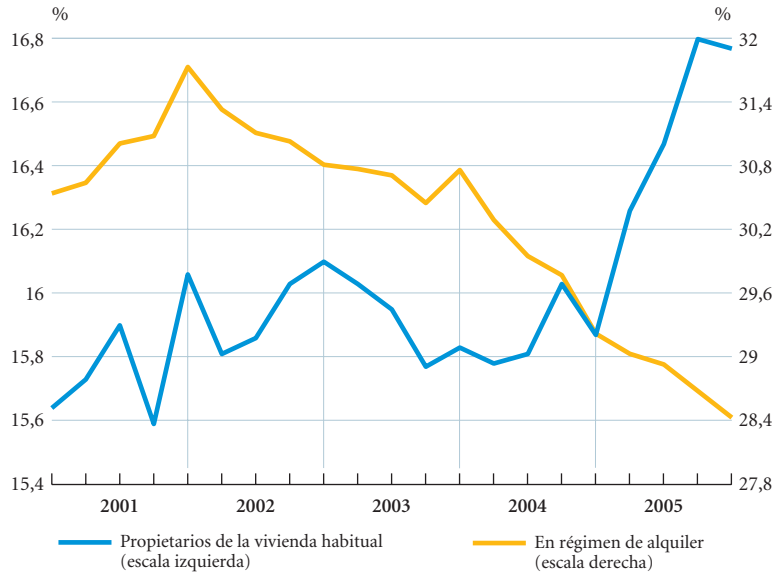
**Los consumidores tienen mejor opinión del presente que del futuro.**

Al igual que los consumidores, los empresarios siguen viendo las cosas con optimismo, incluso por encima de lo que pensaban el mes pasado. Como viene siendo habitual en esta expansión, los más optimistas son los no manufactureros, a los que cada vez hay que hacer más caso. Fruto de la pérdida de peso de la industria y del sector manufacturero en general, desde sus inicios el sentimiento de los empresarios no manufactureros ha estado en sintonía con la marcha general de la economía, una fuerte correlación que, a pesar de la distorsión del último trimestre, ha evolucionado al alza. El menor grado de oscilación del sentimiento empresarial y

**Los empresarios no manufactureros están en sintonía con la marcha económica, y no la ven mal.**

**A QUIEN VIVE DE ALQUILER, NO LE VA TAN MAL**

Obligaciones financieras respecto a la renta disponible de los hogares (*)




NOTA: (*) Además de los intereses y de la amortización de las deudas contraídas, la Reserva Federal incluye leasing de automóviles, alquiler de la vivienda y seguros e impuestos derivados de la propiedad de inmuebles.
FUENTES: Reserva Federal y elaboración propia.

## Las disparidades del mercado inmobiliario en Estados Unidos

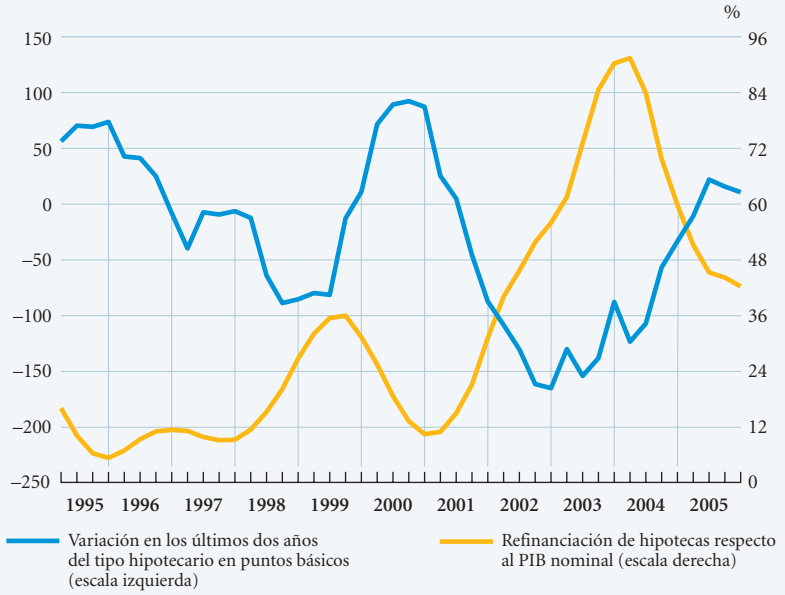
Las playas de Malibú, las vistas de San Francisco, los casinos de Las Vegas, el sol de Florida o el Grand Canyon son destinos favoritos para cualquier turista que desee visitar los Estados Unidos. Más allá del tópico, ahora resulta que turistas y paisanos del lugar están más de acuerdo que nunca, ya que también son estos lugares los preferidos por los americanos para comprar su vivienda.

El mercado inmobiliario también en los EEUU ha sido un motor de la economía en los últimos años, gracias en gran parte a los bajos tipos de interés. Respecto al promedio de 2000, a finales de 2005 los precios habían subido un 62%, la deuda hipotecaria de los hogares ha pasado en este periodo del 65% al 93% de la renta disponible y el esfuerzo necesario para comprar una vivienda que debe hacer una familia media ha aumentado entre un 15% y un 22%, según la hipoteca sea de interés fijo o variable. Cifras importantes que han sugerido a muchos la posibilidad de una burbuja inmobiliaria.

Unos tipos de interés algo más altos, y tal vez esa duda sobre la burbuja, han hecho que el público se dijera que ya había suficiente. Así, para alegría de la Reserva Federal, desde el fin del estío de 2005 se está produciendo cierta retirada ordenada. La venta de viviendas de segunda mano en enero decreció un 5,2% interanual, y la de vivienda nueva –que representa la quinta parte de la de segunda mano y que experimenta un comportamiento más errático– avanza a un parsimonioso 3,3%. La desaceleración de las ventas coincide con una ralentización de los precios, aunque esta última va con relativo retraso. Si bien la tasa de crecimiento es menor que en meses anteriores, aún se situaba en enero en el 11%. Y es que la desaceleración está siendo ciertamente suave, lo que implica que los efectos sobre la economía están siendo mitigados.

Este enfriamiento se manifiesta también en la menor intensidad de un soporte clave del consumo: la refinanciación de hipotecas (préstamos constituidos no para comprar nuevos inmuebles sino que aprovechando los

**SI LOS TIPOS SUBEN, LA REFINANCIACIÓN DE HIPOTECAS VA A MENOS**




FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Mortgage Bankers Association y elaboración propia.

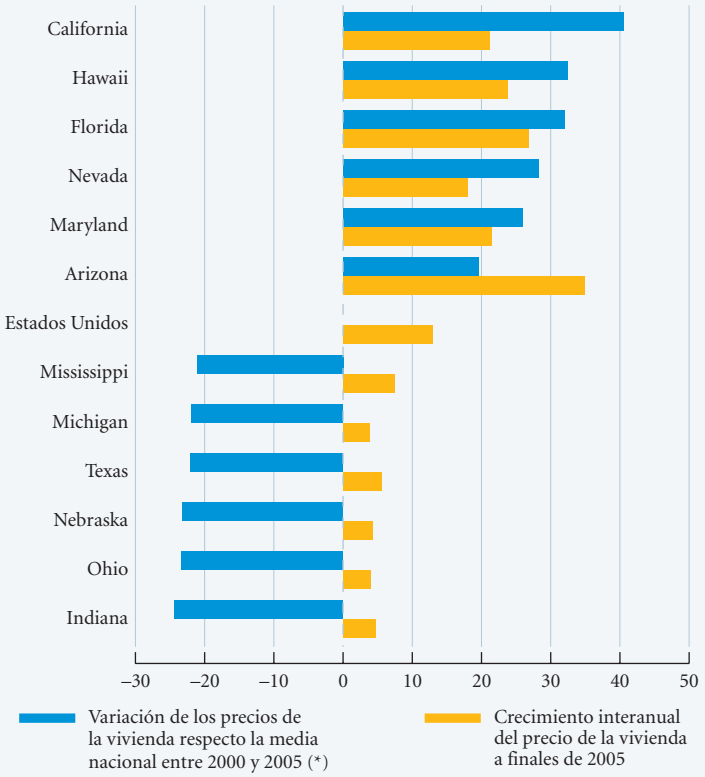
menores tipos de interés incrementan la deuda sobre la vivienda propia, aumentando el principal sin elevar la cuota mensual). Según la Mortgage Bankers Asssociation, el capital obtenido por refinanciación de hipotecas en 2005 fue un 42% del PIB, sensiblemente menor que el 91% de 2003, cuando los tipos bajaban, y las previsiones para 2006 ahondan la tendencia a menor refinanciación.

¿Podemos esperar que continúe esta retirada ordenada? Esto es lo que querríamos todos, americanos y no americanos, y la repuesta a esta pregunta implica discernir si ha habido burbuja o no. A nivel nacional hay factores tranquilizadores. La cuota hipotecaria deflactada por el índice de precios de consumo (IPC) era a finales de 2005 sólo un 9,9% superior a la de 2000, un 13% por debajo de la de finales de 1989 cuando se inició una fuerte corrección de precios. Además, gracias a la reducción de la proporción de hipotecas de tipo variable la sensibilidad de las cuotas mensuales a cambios del tipo de interés se redujo un 25% durante 2005, y es ahora la mitad de lo que era en el fatídico 1989.

Entonces alguien dirá «¿no hay burbuja verdad?», y en la mejor tradición de los economistas, responderemos que «depende». La evolución de los precios ha sido muy desigual según la geografía, lo que en muchos casos puede deberse a factores demográficos y económicos objetivos. Los estados industriales del norte como Ohio, Michigan o Illinois se han quedado atrás: pierden población en términos relativos y sus menores precios reflejan

**UNOS TANTO Y OTROS TAN POCO**

En porcentaje

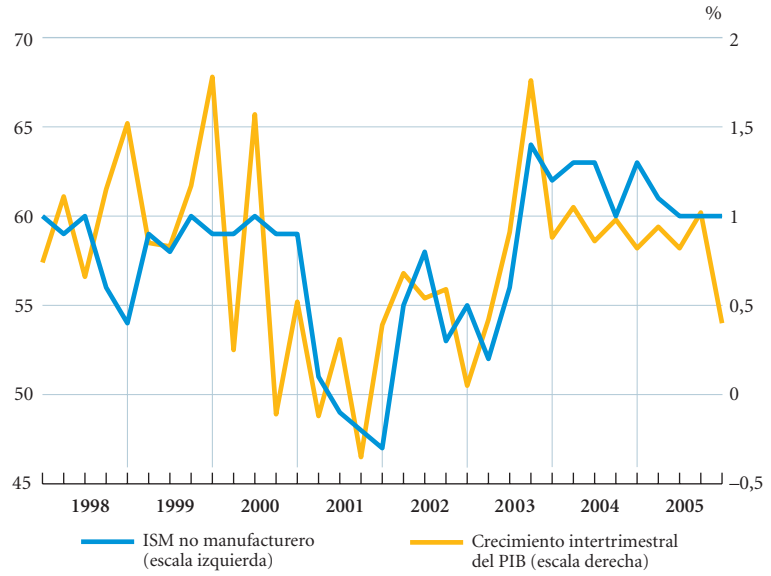



NOTA: (*) Incremento porcentual del cociente de dividir el precio de la vivienda de cada estado por el precio de la vivienda de Estados Unidos entre el promedio de 2000 y finales de 2005.
FUENTES: Federal Housing Finance Board, Census y elaboración propia.

el mal momento del sector industrial. Las áreas metropolitanas de Detroit o Flint, otrora bastiones de la industria automovilística mundial, han visto disminuir sus precios un 24% respecto a la media nacional entre 2000 y 2005. En contraste, Florida y Hawai, destinos de una creciente población de jubilados, han crecido un 32% más que la media, y California un 40%. Los estados que más se encarecen también tienen un mayor número de transacciones: California y Florida representan una cuarta parte de las nuevas hipotecas.

Dejando aparte su atractivo turístico, las diferencias de precios en términos geográficos se han agrandado mucho desde 2000. Donde más se ha crecido es donde menos se ve la desaceleración: en diciembre los precios crecían un 21% interanual en California, un 18% en Nevada, un 27% en Florida y un 34% en la paisajística Arizona. El mercado inmobiliario se está moderando pero el proceso de divergencia geográfica aún parece lejos de culminar. Sobre la burbuja podemos decir por tanto que, si bien a nivel nacional la impresión es de cierto orden y racionalidad, a la vista de lo que sucede en los casos extremos, es lógico pensar que en algunos lugares, pese a su encanto, alguien puede salir trasquilado.

**ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS NO MANUFACTUREROS TIENEN ALGO QUE DECIR**




FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Labor Department y elaboración propia.

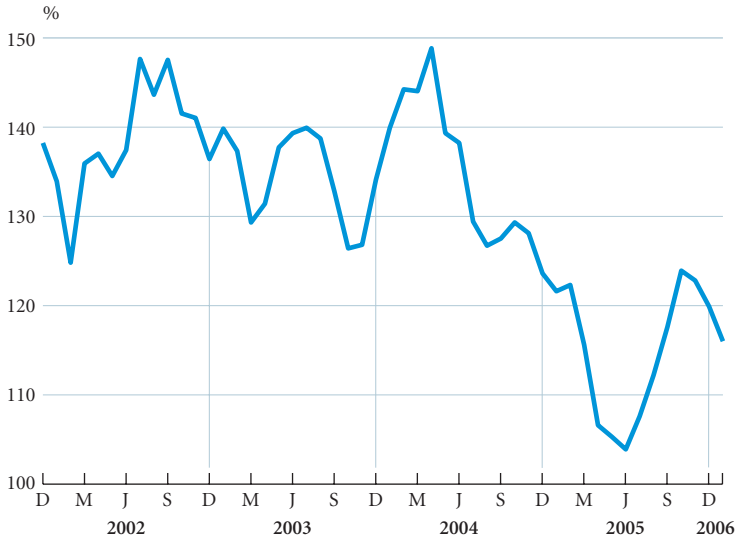
**La inflación sigue sin presentar complicaciones.**

su mantenimiento vienen a reforzar el sentimiento de confianza del señor Bernanke.

Esta visión positiva se ve reforzada por las noticias de suave desaceleración del sector inmobiliario y por la evolución de los precios en este último mes. Gracias a la moderación de los precios de la energía, el crecimiento del índice de precios al consumo pasó en febrero del 4,0% al 3,6% interanual, pero lo más significativo fue el mantenimiento del avance del componente subyacente, sin alimentos ni energía, en el 2,1%. Los precios de producción se redujeron en febrero y su variación interanual pasó del 5,7% al 3,8%. Por el momento, parece que poco más se puede pedir.

**EN ESTADOS UNIDOS LA INVERSIÓN DE CARTERA FINANCIA EL DÉFICIT COMERCIAL... POR AHORA**

Inversión neta en activos financieros con relación al déficit comercial (*)




NOTA: (*) Media móvil de 12 meses. Por encima de 100, la entrada neta de inversión supera al déficit comercial.
FUENTES: Treasury Department y elaboración propia.

El mercado de trabajo siguió calcando la mejora sostenida de los últimos meses, con 243.000 nuevos empleos en febrero y con un crecimiento interanual moderado del 1,5%. Lo más significativo es el mantenimiento del poder adquisitivo de los salarios, que si bien no recuperan los niveles de 2003 y 2004, por lo menos dejan de bajar.

Donde empiezan las dudas sobre la bonanza económica es en el sector exterior, ensombrecidas un poco más por las perspectivas presupuestarias mencionadas. El déficit de la balanza por cuenta corriente alcanzó el 7,0% del PIB en el cuarto trimestre de 2005 y el saldo comercial negativo siguió batiendo mínimos en febrero. Más allá del crecimiento constante de este desequilibrio, está la cuestión de su financiación. Aunque en enero y febrero la entrada neta de flujos de inversión de cartera fue menor que el déficit comercial, hasta el momento la economía americana está siendo capaz de atraer suficientes capitales para financiar su deficitario sector exterior, ya que la entrada neta de inversión de cartera de los últimos doce meses es un 16% superior al déficit comercial. De nuevo, la duda no está sobre la situación presente, que es buena, sino sobre la posibilidad de que en un futuro próximo una mayor dificultad de financiación exterior coincida con un previsible desequilibrio presupuestario, lo que acabaría con el presente *status quo*.

**Estados Unidos financia su déficit comercial sin problemas, pero ahora el margen es más estrecho.**

## Japón sigue al sol de la expansión

La expansión japonesa continua firme, aunque eso sí, banco central y gobierno no acaban de ponerse de acuerdo. El primero, coherente con su convicción de que la deflación ha terminado, acabará con su política de laxitud cuantitativa. El problema será el siguiente paso lógico, que implicaría subidas de tipos que nada gustarían al gobierno en un país cuya deuda pública es mayor que el PIB.

**Japón mantiene su expansión.**

**El consumo sigue fuerte, el sector exterior mejora, pero la inversión se desacelera.**

La expansión japonesa parece bien asentada y la evolución de su PIB nominal, el dato original, independiente por tanto de las últimamente polémicas hipótesis sobre precios, es el mejor indicador de ello, con un crecimiento del 2,6% interanual en el último trimestre de 2005, y con una sólida tendencia de recuperación.

El crecimiento, en términos reales, del PIB del cuarto trimestre fue revisado ligeramente a la baja, del 4,5% al 4,3% interanual. La cuantía de la revisión no parece excesivamente importante, pero por componentes la cosa cambia, ya que Japón consume más e invierte menos. Así, el consumo privado del mismo periodo pasó de avanzar al 3,2% a hacerlo al 3,5%, lo que sigue dando un soporte a la recuperación, algo que no venía siendo la norma de tiempos atrás. Sin embargo, el crecimiento anualizado respecto al trimestre anterior de la inversión privada en equipo pasa del 7,2% al 1,4%. La revisión a la baja de la inversión también se da, aunque en menor medida, en los tres trimestres previos y viene a poner un techo algo más bajo a la tasa de crecimiento.

**Con el fin de la deflación, llega el sol naciente, pero la normalización de los precios energéticos podría eclipsarlo.**

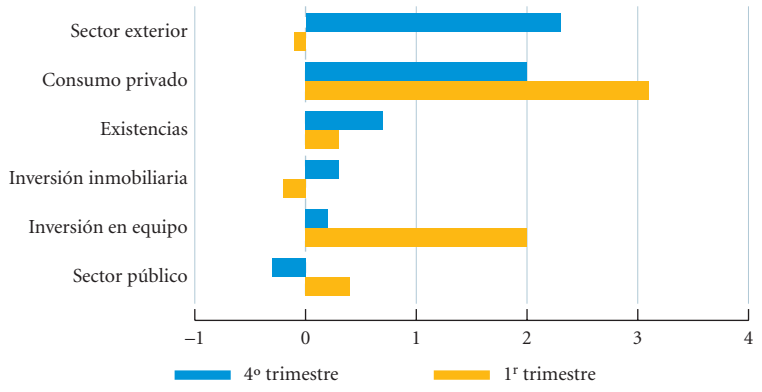
Abundando en este sentido, el contraste entre el crecimiento del primer y del último trimestre de 2005 también indica que se puede estar tocando máximos, con una creciente dependencia del sector exterior y, otra vez, con una menor inversión. Los crecimientos intertrimestrales del total de la economía son muy parecidos, pero la contribución de los distintos componentes ha cambiado drásticamente. El consumo privado se mantiene, aunque menor, pero la inversión en equipo, que a principios de año contribuía en un 40% al total del crecimiento, ahora sólo lo hace en un 4%. El sector exterior ha pasado de freno a motor de la expansión, y sustituye así a la formación de equipo en ese menester. En esta misma dirección están la inversión inmobiliaria y los inventarios, aunque con incrementos mucho menores.

Los indicadores de demanda de enero tuvieron un tono gris. Las ventas minoristas se estancaron y la producción industrial evolucionó a la baja, creciendo al 2,0%, y la evolución del mercado inmobiliario siguió moderando las expectativas sin romperlas, con retrocesos en viviendas iniciadas, ligeros descensos en precios y una importante disminución de las ventas en Tokio.

La inflación está dando las mayores alegrías en este inicio de año. Por primera

**JAPÓN: LA INVERSIÓN CEDE Y EL CONSUMO AGUANTA**

Contribución al crecimiento intertrimestral anualizado del PIB, en porcentaje




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

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

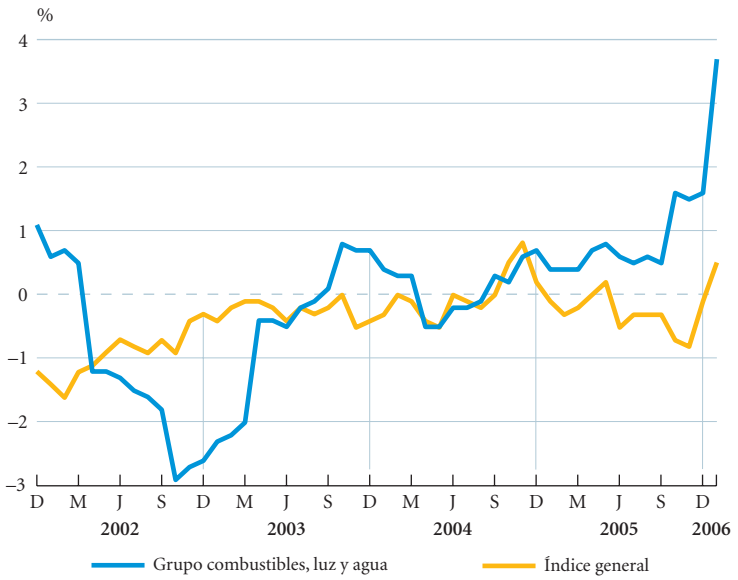
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

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

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

## JAPÓN: ¿EL FIN DE LA DEFLACIÓN O UN REPUNTE DE LA ENERGÍA?

Variación interanual del índice de precios al consumo




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

vez en cinco años los precios crecen por encima de los niveles del año anterior, lo que supone escapar del círculo vicioso que estaba mermando la propensión al consumo. El IPC de enero creció un 0,5% interanual, y el componente sin los volátiles alimentos hizo otro tanto. Pero la dicha nunca es completa. Dejando aparte la falta de correspondencia del IPC con el deflactor del PIB, la subida de enero estuvo muy ayudada por la tensión de los precios energéticos, que llevaron al componente de combustibles, luz y agua a crecer un 3,7% interanual, tasa no vista desde la

primera guerra del Golfo. Una situación que hace suponer que, con una previsible moderación del incremento de los precios energéticos, las recaídas del índice general son posibles.

El sector exterior, que durante 2005 había venido mejorando, tuvo en enero un comportamiento bajista. El superávit comercial se redujo en un 39% interanual, aunque la parte positiva está en que la reducción se debe más a la fuerza de las importaciones que a la debilidad exportadora. Unas exportaciones que según las primeras estadísticas de febrero, mejoraron y ayudaron a ralentizar el deterioro del superávit.

**China crece al 9,9%, pero siempre manda la inversión sobre el consumo.**

## China crece, pero muchos chinos no

El pasado 5 de marzo se presentaba el presupuesto para 2006 en un momento en que China está experimentando uno de los mayores periodos de expansión de su historia, con una economía que creció al 9,9% interanual en el cuarto trimestre, y con una inflación controlada, si hacemos caso a las cifras oficiales. Sin embargo, el primer ministro Wen Jiabao era un hombre preocupado, algo no acaba de funcionar. El consumo sólo representa el 39% de la economía, muy por debajo de la norma en el resto del mundo, y gran culpa de ello la tiene la creciente desigualdad que se está dando entre el campo y la ciudad. Unos 800 millones de campesinos chinos no están participando en absoluto del incremento de bienestar y riqueza de los últimos años, y prácticamente no ejercen de consumidores.

**La brecha entre ricos y pobres y entre campo y ciudad exige reformas y amenaza la estabilidad.**

El presupuesto chino de 2006 aumenta la asignación para paliar la pobreza agrícola hasta el 8,9% del total, hasta los 42 millones de dólares. Pero hay demasiados destinatarios y la mejora sólo supondrá 7 dólares más por persona y año. Las otras medidas aprobadas tampoco aportarán cambios importantes: la reducción de impuestos para la agricultura supondrá otros 19 dólares por persona y año, y el mayor gasto en educación tendrá efectos limitados.

El problema es institucional, y lo es en tres sentidos básicos. En primer lugar, la defensa de los derechos de propiedad de la tierra agrícola es muy débil. En segundo lugar, los recursos presupuestarios son gestionados por gobernantes locales con intereses dudosos en el mejor de los casos. En tercer lugar, la falta de libertad queda patente en la práctica obligatoriedad de las personas de permanecer en el campo, con muchas trabas para emigrar a la ciudad. Unos campesinos obligados a serlo en un país de escasa tierra arable per cápita y con baja productividad agrícola. Así, con estas reformas pendientes, el consu-

**CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

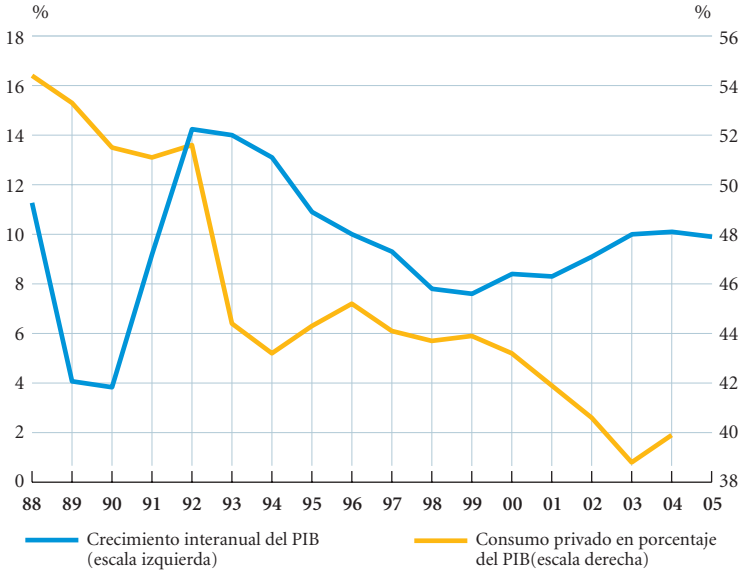
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Enero | Febrero |
| PIB real | 9,5 | 9,9 | 9,9 | 10,1 | 9,8 | 9,9 | – | ... |
| Producción industrial | 16,3 | 15,9 | 14,5 | 16,5 | 16,2 | 16,4 | 12,6 | 20,1 |
| Producción eléctrica | 15,0 | 13,4 | 14,7 | 13,7 | 13,6 | 11,8 | 7,8 | 22,5 |
| Precios de consumo | 3,9 | 1,9 | 2,8 | 1,7 | 1,7 | 1,4 | 1,9 | 0,9 |
| Balanza comercial (*) | 32,1 | 101,5 | 57,2 | 79,5 | 96,1 | 101,5 | 104,5 | 102,6 |

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

## EN CHINA FALTAN 800 MILLONES DE CONSUMIDORES

Comparación entre el crecimiento del PIB y la cuota que representa el consumo




FUENTE: Oficina Nacional de Estadísticas de China.

mo seguirá estando a la cola de la inversión, el superávit comercial seguirá al alza, las tensiones derivadas de ello con Estados Unidos continuarán y Wen Jiabao tendrá que hacer algo más.

Los últimos datos del PIB dan una imagen de continuidad. La primacía sigue estando en la inversión y el sector industrial, que con un 11,4% crece bien por encima de los servicios y de la agricultu-

**La industria pesada sigue siendo el sector que más crece.**

## EN CHINA ES MEJOR ESTAR EN LA CIUDAD

Consumo minorista rural con relación al consumo minorista urbano

FUENTE: Oficina Nacional de Estadísticas de China.

**El saldo comercial se estabiliza, pero China es deficitaria con Asia y superavitaria con Europa y Estados Unidos.**

ra. En una línea parecida, la producción industrial, que por efectos del año nuevo chino había moderado su portentosa marcha en enero, volvió a repuntar y se encauza en los niveles cercanos al 16% que vienen siendo norma. La industria pesada sigue siendo el sector que más crece, con unas empresas estatales ancladas en una cuota cercana al 40% del total.

Los indicadores de demanda también se hacen eco de los problemas agrícolas y así, aunque las ventas minoristas siguen avanzando a fuerte ritmo, siempre lo hacen por detrás de los indicadores industriales, el crecimiento del consumo en áreas urbanas es superior al consumo rural. La estabilidad de precios es total, y aun desconfiando de las cifras oficiales, el incremento del IPC de febrero del 0,9% interanual sugiere que las tensiones inflacionistas están lejanas. El componente que más sube, la alimentación, lo hace al 1,2%, cuando a mediados de 2004 avanzaba al 10%.

**México mantiene su expansión gracias a la demanda interna.**

En el sector exterior, el superávit comercial de febrero, de 2.450 millones de dólares, fue el más pequeño desde verano de 2004, y puede verse un abandono del crecimiento explosivo de 2005 con una estabilización en un nivel algo superior a los 100.000 millones de dólares en términos anuales. El problema del superávit comercial chino es que refleja con claridad el incremento de ahorro de los países emergentes con relación a los ricos. Así, el déficit comercial de China con Asia en los doce meses hasta enero llegó hasta los 76.000 millones de dólares, un déficit compensado por los crecientes superávit con Estados Unidos (117.000 millones) y con Europa (71.000), y es aquí donde hace daño.

**La inversión está en máximos históricos con relación al PIB y la industria se recupera.**

## México crece y además invierte

La economía mexicana creció un 2,7% interanual en el cuarto trimestre de 2005. Si bien la demanda interna sigue una tendencia de cierta aceleración, es el sector exterior el que merma crecimiento, y al mismo tiempo, hace de México un país atípico en la región, más parecido a las naciones ricas, con déficit por cuenta corriente, que al resto de economías de América Latina, que en estos momentos combinan expansión económica con saldos exteriores positivos. La especial situación de México en el marco del tratado de libre comercio con EEUU y Canadá (NAFTA en sus siglas inglesas) le da una condición de singularidad que, aunque ayuda a mantener una favorable relación de intercambio, supone también una merma de la competitividad. Una debilidad que por ahora queda compensada por otro factor importante que apoya el crecimiento en los últimos meses, como son las exportaciones de petróleo, que en dos años prácticamente se han doblado en términos monetarios.

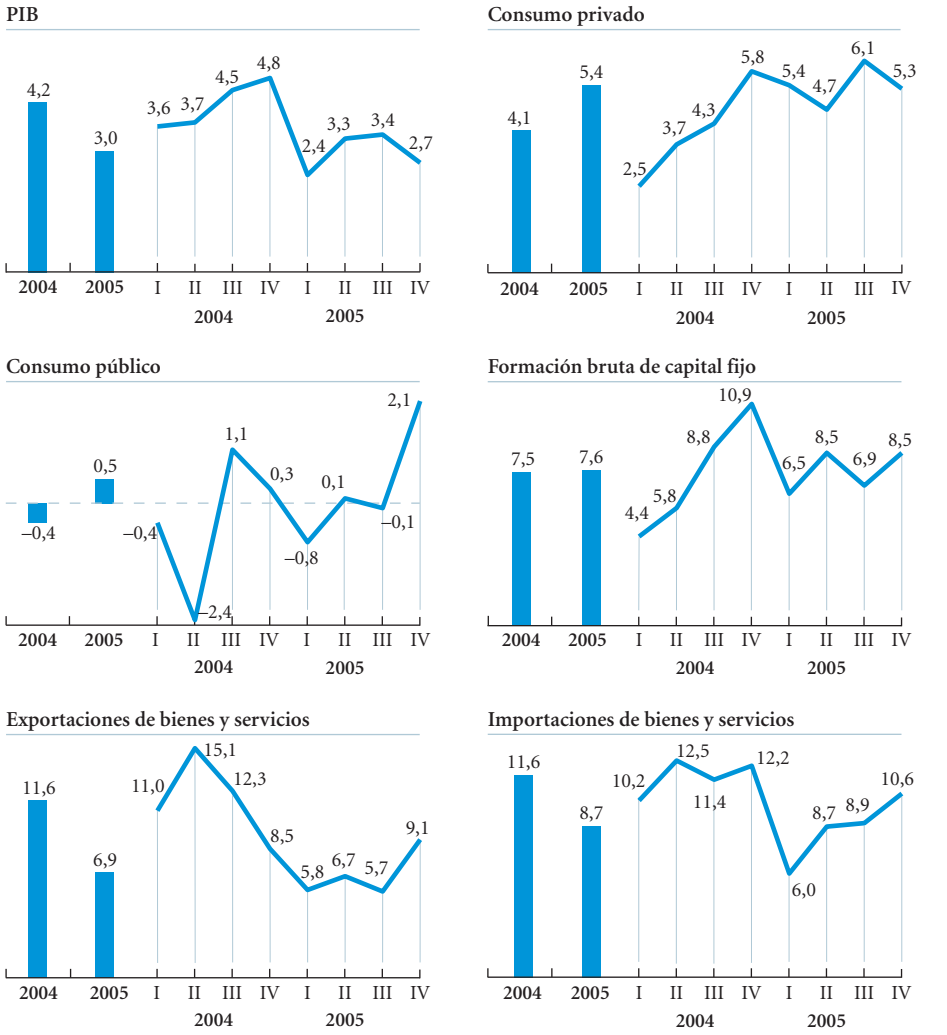
Si el deficitario sector exterior y la dependencia del petróleo son los riesgos de la economía, el punto más fuerte es la formación bruta de capital, que en términos de PIB está ya en el 21%, un máximo histórico que hace de México el mayor inversor de América Latina. Transporte, construcción y finanzas son los sectores que más crecen.

Por el lado de la oferta, refrendando esta fuerza inversora, la producción industrial de enero evolucionó marcadamente al alza, creciendo un 6,0% interanual. Esta reacción, que se dio principalmente en manufacturas, viene a sumarse al buen comportamiento que el sector de maquinaria y metales exhibió en las cuentas nacionales del cuarto trimestre.

La inflación tuvo un comportamiento positivo. El índice general llegó al 3,7% interanual en febrero, pero lo más significativo fue que el componente subyacente se quedó en el 2,9%, bajando por debajo del nivel del 3% por primera vez desde la

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales




FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

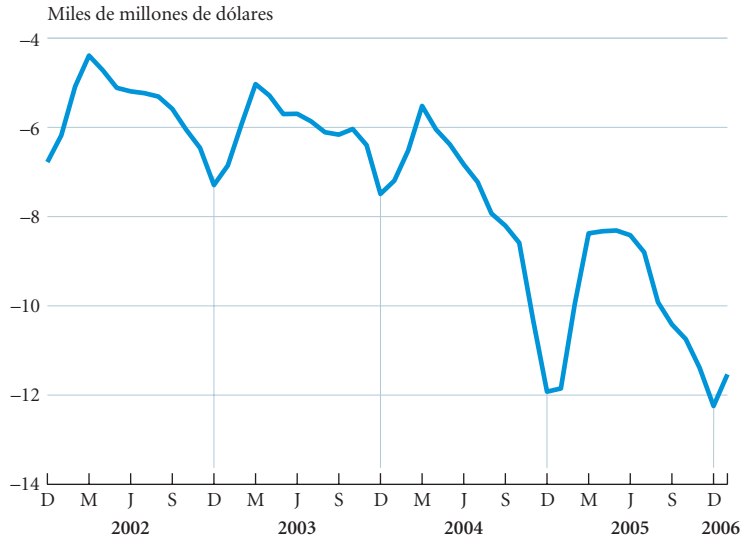
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

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

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

**EL DÉFICIT COMERCIAL SIGUE SIN TOCAR FONDO**

Saldo acumulado de 3 meses de la balanza comercial sin incluir exportaciones de petróleo




FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

**Se pierde competitividad y el déficit comercial no toca fondo.**

creación del índice, en 1983. La única sombra en este panorama benigno de precios estuvo en los costes laborales unitarios, que en enero crecieron un 7,8% interanual, lo que supone una pérdida de competitividad y aumenta las presiones sobre el ya deficitario sector exterior.

Un sector exterior que, aunque interrumpió la tendencia negativa de los últimos tiempos, sigue sin mejorar. En los doce meses hasta enero el déficit comercial fue de 6.000 millones de dólares, una notable mejora desde mediados de 2005, ayudada en gran parte por las fuertes exportaciones de petróleo. Sin embargo, excluyendo el componente petrolífero, el sector exterior sigue sin tocar fondo, con un déficit cercano a los 40.000 millones de dólares en los últimos doce meses.

## Materias primas: cotizaciones al alza

**Las cotizaciones del petróleo vuelven a remontar en el primer trimestre de 2006.**

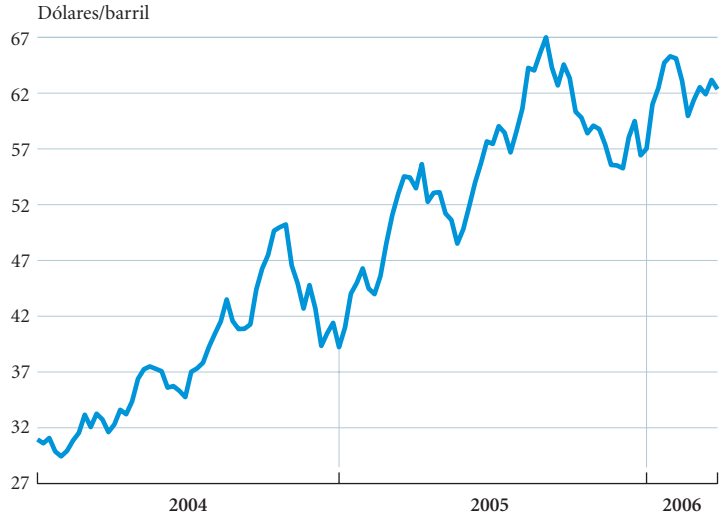
Tras el relativo respiro que ofreció el precio del petróleo en el cuarto trimestre de 2005, en los tres primeros meses del presente año las cotizaciones han desandado el camino y han vuelto a niveles por encima de los 60 dólares por barril de calidad Brent para entregas a un mes. A finales de marzo la cotización era de unos 62 dólares, un 17% más que la registrada un año antes.

Los factores que explican el mantenimiento de estos niveles, históricamente elevados, no son nuevos. La demanda mundial de crudo, a pesar de las perspectivas de cierta moderación de importantes mercados como el estadounidense, seguirá creciendo en 2006 por encima del aumento previsto de oferta. La incertidumbre geopolítica sigue siendo elevada, ya que al perenne conflicto de Irak, se le suma el contencioso entre los países occidentales e Irán y la inestabilidad de fondo que continúa existiendo en Nigeria.

Finalmente, la actitud de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) sigue siendo de atenta vigilancia a cualquier atisbo de corrección excesiva de las cotizaciones. En este sentido cabe entender el anuncio de la OPEP, el pasado 14

## EL PRECIO DEL PETRÓLEO VUELVE A REPUNTAR

Cotización del petróleo Brent a un mes en medias semanales




FUENTE: Thomsom Financial Datastream.

## PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Enero | Febrero | Marzo |
| **Índice «The Economist» en dólares** (*) | | | | | | | | | |
| **General** | **17,4** | **3,6** | **–2,3** | **–1,8** | **6,2** | **12,1** | **19,8** | **22,2** | **11,7** |
| Alimentarias | 11,2 | –1,3 | –8,5 | –7,7 | 3,2 | 8,0 | 12,6 | 14,3 | 2,4 |
| Industriales | 26,1 | 9,7 | 5,9 | 6,3 | 10,0 | 16,8 | 28,0 | 31,3 | 22,8 |
| *Agrícolas no alimentarias* | *9,2* | *–1,9* | *–10,7* | *–8,6* | *0,8* | *10,9* | *16,9* | *17,4* | *13,0* |
| *Metales* | *38,2* | *16,5* | *16,1* | *15,5* | *15,0* | *19,5* | *33,3* | *37,9* | *27,4* |
| **Índice «The Economist» en euros** (*) | **6,7** | **4,0** | **–6,4** | **–6,0** | **6,6** | **22,0** | **30,0** | **32,8** | **23,3** |
| **Petróleo** (**) | | | | | | | | | |
| Dólares/barril | 38,0 | 55,1 | 47,8 | 53,1 | 62,0 | 57,7 | 63,5 | 61,9 | 62,5 |
| Tasa de variación | 34,4 | 46,5 | 52,7 | 50,9 | 52,5 | 29,9 | 44,2 | 34,8 | 17,3 |
| **Oro** | | | | | | | | | |
| Dólares/onza | 409,6 | 445,1 | 427,3 | 427,8 | 439,6 | 485,6 | 549,3 | 555,6 | 552,3 |
| Tasa de variación | 12,7 | 8,6 | 4,6 | 8,6 | 9,4 | 11,9 | 29,5 | 31,1 | 27,3 |

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

de marzo, de actuar en el mercado cuando el petróleo se aleje del rango de precios de los 55-65 dólares por barril. Por el momento, la última reunión de la OPEP se cerró con la decisión de mantener las cuotas oficiales de producción sin cambios (esto es, 28 millones de barriles diarios), a fin de hacer frente tanto a los efec-

**Las restantes materias primas, con los metales a la cabeza, no escapan a la tendencia alcista derivada de la continuada presión de la demanda.**

tos de los problemas geoestratégicos antes comentados como a las dificultades de extracción que últimamente están experimentando Rusia y Noruega.

Fuera del petróleo, las materias primas mantienen una senda expansiva igualmente notable. En marzo, el índice «The Economist» de materias primas se situaba en un ritmo de crecimiento superior al 11% interanual, fruto, principalmente, del tirón de las materias primas industriales. En este último grupo el protagonismo destacado es de los metales, que, en conjunto, sumaban un incremento interanual apenas inferior al 30%. Fuera del caso del oro, que se sigue beneficiando de su carácter de activo de reserva, el motivo fundamental de esta alza es el notable tirón de demanda que se está experimentand

# UNIÓN EUROPEA

## Zona del euro: el bache del cuarto trimestre queda atrás

A estas alturas del año dos cuestiones han quedado establecidas. Primera, en el cuarto trimestre de 2005 el crecimiento decepcionó. Segunda, este pinchazo relativo se ha corregido en el primer trimestre del presente año. Todo ello refuerza el escenario de recuperación, que dibuja un perfil de progresiva expansión, de manera que, partiendo del 1,7% del cuarto trimestre de 2005, a finales del presente año se estaría creciendo a niveles cercanos al 2% interanual.

Respecto a la primera consideración, el desglose del crecimiento en el cuarto trimestre por componentes muestra que el moderado avance del producto interior bruto (PIB) en el cuarto trimestre, 1,7% frente al 1,6% del tercer trimestre, se debió fundamentalmente al lastre del consumo privado, que redujo a menos de la mitad su ritmo de crecimiento. Por el contrario, los restantes componentes de la demanda interna, y con especial intensidad la inversión, se aceleraron. El sector exterior, en línea con su mejora de los últimos trimestres, realizó su primera aportación positiva a la variación del PIB desde el segundo trimestre de 2004.

**La zona del euro consolida la recuperación en el primer trimestre del 2006, gracias al repunte de la inversión y del sector exterior.**

¿En qué basamos nuestra valoración de que este débil cuarto trimestre no ha contaminado las perspectivas de recuperación del conjunto de 2006? De entrada, los factores de fondo, de tipo fundamental, siguen siendo favorables. En primer lugar, las condiciones financieras siguen siendo favorables a pesar del tensionamiento de la política monetaria. En segundo lugar, la evolución de los beneficios empresariales, que continúa siendo positiva.

**Las favorables condiciones financieras y la positiva evolución de los beneficios empresariales configuran un escenario de progresiva recuperación.**

**ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

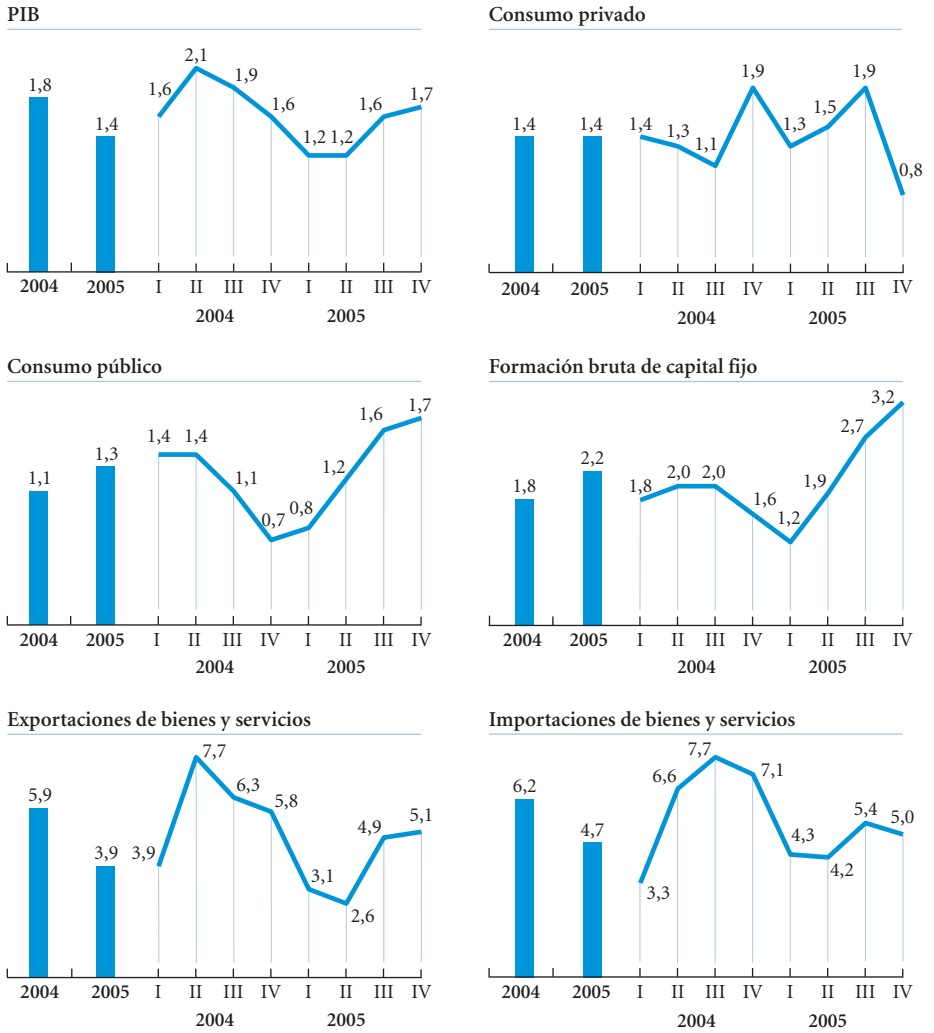
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

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

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

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual




FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Además, en una óptica de más corto plazo, la evolución reciente de los indicadores coyunturales ha sido satisfactoria, ya que al tiempo que se confirma que los actuales motores de la expansión –inversión y exportaciones– siguen activos, los indicadores de consumo por primera vez en mucho tiempo apuntan al alza. Concretamente, en enero, las ventas al por menor doblaron el ritmo del cuarto trimestre. La recuperación de la confianza del consumidor hasta febrero, mes en el cual se situó en su máximo desde septiembre de 2002, permite esperar la continuación de esta positiva tendencia.

**El encarecimiento del petróleo sigue siendo el factor principal que explica el nivel actual de la inflación.**

Los indicadores de oferta acaban de remachar el clavo del optimismo. El sentimiento económico sumó en febrero su tercer mes consecutivo en ascenso, registrando sus máximos desde mediados de 2001. Este repunte se ha debido en gran medida al mejor tono de la industria, como atestiguan tanto los indicadores de confianza sectoriales como los de actividad real (la producción industrial crecía

en enero un 2,5% interanual, a comparar con el 2,0% del cuarto trimestre).

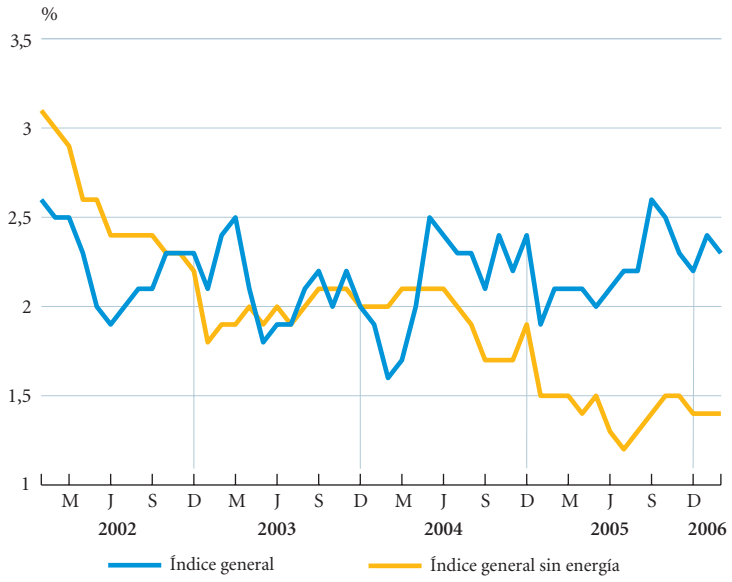
Menos novedades ofrecen los frentes de los precios y del paro. Así, mientras la tasa de paro de la eurozona se mantenía en el 8,3% de la población activa en enero, sin cambio respecto a diciembre, los precios de consumo deshacían parte del tensionamiento de enero y se situaban en febrero en el 2,3% interanual. La desaceleración no fue mayor porque la contribución de la energía se sigue manteniendo en niveles muy elevados, como indica el hecho de que la tasa resultante de descontar la energía quedó situada en un moderado 1,4%.

Esta fase de recuperación no debe arrojar una imagen de complacencia sobre la economía europea. En el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas del 14 de marzo, los economistas André Sapir y Jean Pisani-Ferry presentaron un informe sobre la evolución de la Agenda de Lisboa (el programa económico de medio plazo de la Unión que recoge las medidas para mejorar su potencial de crecimiento). El balance es poco alentador y se antoja especialmente alarmante que las medidas institucionales propuestas hace un año para mejorar el funcionamiento de la estrategia apenas se están implementando. Por ejemplo, sólo 11 de los 25 estados miembros han nombrado responsables nacionales para las reformas estructurales.

**Más allá de la mejora coyuntural, los problemas económicos de fondo de la eurozona no remiten, por las dificultades para que las reformas estructurales avancen.**

**LA ENERGÍA, RESPONSABLE FUNDAMENTAL DE LA INFLACIÓN EN LA EUROZONA**

Variación interanual del índice de precios de consumo armonizado



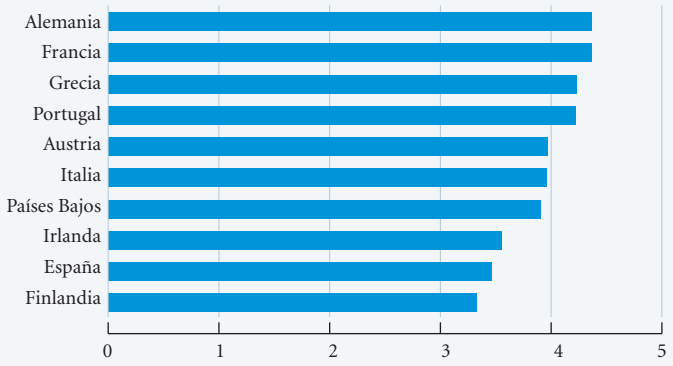

FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

## El mercado hipotecario europeo, un mercado poco común

John Smith desea comprarse una casa en Londres. Para ello necesita obtener un préstamo hipotecario. ¿Podemos esperar que contrate la operación financiera fuera de Inglaterra? Más bien no. ¿Es que en Inglaterra encontrará las hipotecas más baratas y más ventajosas? Seguramente no. Pero lo más probable es que acuda a alguna entidad local. De hecho, menos del 1% de las hipotecas realizadas en la Unión Europea en 2003 eran transfronterizas, es decir, la agencia que concedió la operación se situaba en un país distinto al del prestatario. Aunque en los últimos años se ha producido una cierta tendencia a la convergencia, el mercado hipotecario europeo se caracteriza aún por su elevada fragmentación. Ello es debido a que los prestatarios prefieren tratar con alguien cara a cara y contratar un producto con una regulación legal que les sea familiar. Por otro lado, los prestamistas pueden pensar que alguien que se dirige al extranjero ha sido rechazado por las entidades locales a causa de su insolvencia financiera. Pero las dificultades no terminan ahí.

**LOS ESPAÑOLES, ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS HIPOTECARIOS MÁS BAJOS DE LA EUROZONA**

Tipos de interés hipotecarios para la compra de la vivienda. Armonizados. En porcentaje anual. Diciembre 2005




FUENTE: Eurostat.

En el mercado europeo la gama de productos y modalidades hipotecarias a disposición del público es muy distinta según los países. Pueden variar según sean a tipos de interés fijos o variables, según el tamaño máximo del préstamo en relación con la tasación, la duración, los requisitos del prestatario, si permiten al prestatario obtener préstamos para otras finalidades por la parte ya pagada del principal con la garantía de la vivienda o no y según las posibilidades de reembolso anticipado. Además, existe una gran variedad en el modo de cálculo de los tipos de interés, la frecuencia de los ajustes de los mismos y los plazos de los pagos. También pueden incluir opciones como límites máximos en los tipos de interés y los pagos pueden estar ligados a la evolución de los mercados bursátiles. Asimismo, pueden existir hipotecas especiales como las destinadas a la compra de propiedades para alquilarlas o las ligadas a un plan previo de ahorro-vivienda. La mayor variedad de productos hipotecarios corresponde en líneas generales a los mercados hipotecarios más desarrollados, pues de este modo se facilita el acceso a los préstamos hipotecarios a mayores segmentos de la población.

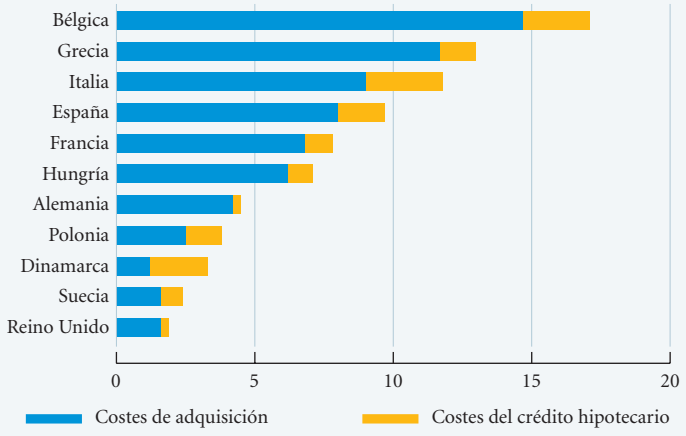
En la Unión Europea el tamaño del mercado hipotecario es muy diverso según los estados miembros. Según la Federación Hipotecaria Europea, la deuda hipotecaria residencial en relación con el producto interior bruto

oscila desde el 111% de los Países Bajos, el 90% de Dinamarca y el 73% del Reino Unido hasta el 2% de Eslovenia, en 2004. Las diferencias también son importantes en relación con la población. La deuda hipotecaria residencial per cápita en 2004 variaba desde 32.290 euros en Dinamarca hasta 190 en Eslovenia. España ocupaba un lugar intermedio con 9.080 euros.

En cuanto a los tipos de interés hipotecarios, en el último periodo se ha producido una aproximación, siendo destacable la convergencia en la eurozona desde el establecimiento de la moneda única. Los diferenciales hipotecarios respecto al tipo de interés de referencia son muy similares en el área del euro, pero lógicamente existen desigualdades más amplias en el conjunto de la Unión Europea.

**GRAN DIVERSIDAD DE LOS COSTES DE TRANSACCIÓN DE COMPRA DE UNA VIVIENDA EN EUROPA**

Costes de transacción en porcentaje de los costes totales de compra de la vivienda. 2004 (*)




NOTA: (*) En la compra de una vivienda típica no se incluyen las comisiones de las agencias inmobiliarias.
FUENTE: Federación Hipotecaria Europea.

En el campo de los costes de transacción relacionados con la compra de una vivienda, las diferencias son también importantes. Según un reciente estudio de la Federación Hipotecaria Europea, los costes de transacción (impuestos y gastos legales) incurridos en la adquisición de una vivienda ascendían al 17% del precio total en Bélgica, mientras que suponían menos del 2% en el Reino Unido. La mayor parte de estos gastos corresponde a los impuestos, que en Bélgica, por ejemplo, suponían el 13% del coste de la compra de la vivienda.

Por lo referente a los obstáculos que se oponen a una mayor integración de los mercados hipotecarios en la Unión Europea, un reciente estudio encargado por la Comisión a la consultora London Economics los clasifica según la disponibilidad de productos, el desarrollo del mercado hipotecario secundario y la entrada de entidades extranjeras.

Respecto a los obstáculos que impiden una más amplia variedad de productos hipotecarios se señala que muchos países ponen restricciones legales a aspectos específicos de productos hipotecarios. Así, por ejemplo, existen restricciones al ajuste de los tipos de interés variables y tipos de interés máximos en algunos países.

Con relación al desarrollo del mercado secundario, todavía muy fragmentado, se apunta que en varios países las regulaciones bancarias desincentivan el uso de instrumentos del mercado secundario para la financiación de las

hipotecas, favoreciendo a los depósitos. También se señala que en ciertos estados miembros no existe legislación sobre cédulas hipotecarias y que no existen unos estándares mínimos en el ámbito europeo. A pesar de todo ello, las titulizaciones y las emisiones de cédulas hipotecarias han crecido rápidamente en algunos estados miembros.

Sobre los impedimentos a la entrada de entidades extranjeras, las normas desarrolladas para la creación de un mercado financiero único garantizan el libre establecimiento de las entidades. Sin embargo, existen serias barreras legales y regulatorias. Así, por ejemplo, continúan existiendo profundas diferencias en los sistemas nacionales de tasación de las viviendas y del registro de las garantías hipotecarias. Esto dificulta la evaluación del riesgo de un préstamo hipotecario para las entidades extranjeras que no conocen las idiosincrasias nacionales. Por otra parte, aunque la implantación del euro a partir de 1999 ha eliminado el riesgo de tipo de cambio en doce estados miembros de la Unión Europea, la existencia de distintas monedas en el resto de países no facilita la penetración de las entidades extranjeras.

El mencionado estudio de London Economics estima que la integración de los mercados hipotecarios europeos, consistente en ampliar la disponibilidad de productos al máximo existente y reducir a mínimos los diferenciales de tipos de interés, permitiría un aumento del consumo de la Unión Europea del 0,5% en 2015. Para conseguir una mayor integración existen diversas vías y se han realizado distintas recomendaciones. Pero no es fácil lograr un consenso. Así, por ejemplo, las recomendaciones de las organizaciones de consumidores en defensa de los derechos de éstos no siempre coinciden con las propugnadas por los representantes sectoriales. En este marco, se espera que en 2006 la Comisión Europea adopte medidas legislativas para promover unos niveles de integración del mercado hipotecario más altos que en la actualidad. En cualquier caso, probablemente pasará bastante tiempo antes que John Smith, o François Dupont, o José Pérez puedan aprovechar las ventajas que un mercado hipotecario europeo debería reportar.

## Alemania: el gobierno pasa a la acción

**El gobierno alemán aprueba el aumento del IVA, de tres puntos y en vigor en 2007, y su primer proyecto de presupuestos.**

El gobierno alemán ha decidido ponerse manos a la obra. Tras varios meses anunciando medidas importantes de política económica, el ejecutivo ha empezado a pasar a la acción. Primero, el 22 de febrero, el gobierno aprobó el aumento del tipo del impuesto sobre el valor añadido en tres puntos, del 16% al 19%, que entrará en vigor en 2007. En esa misma fecha se adoptaba el primer proyecto de presupuestos de la «Gran Coalición», el relativo a 2006, cuyo principal énfasis es en el control del gasto, que sólo se incrementará en un 0,7% respecto a 2005. Este ajuste, no obstante, ha sido considerado insuficiente por el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión, que ha urgido a Alemania a situar el déficit público en el 3% del PIB como muy tarde en 2007 (en 2005 el déficit fue del 3,3% del PIB).

**La reforma del sistema público de pensiones busca reducir el coste mediante el alargamiento de la edad de jubilación, la congelación de las pensiones y el mantenimiento en el mercado de trabajo de los mayores de 50 años.**

Posteriormente, el 9 de marzo, el ministro de Trabajo, Franz Müntefering, concretaba la reforma del sistema de pensiones. Los principales aspectos son la elevación del límite legal de jubilación de 65 a 67 años (progresión que se hará al ritmo de un mes por año, completándose en 2030), la congelación de las rentas que perciben los jubilados en términos nominales hasta 2009, lo que representa un descenso en términos reales, y un programa de incentivos para mantener en el mercado laboral a los mayores de 50 años (la llamada Iniciativa 50+).

Estas medidas, costosas en términos de capital político, se han tomado en un contexto de notable regeneración de

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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 RECUPERACIÓN TOMA FUERZA EN ALEMANIA

Valor del índice de actividad empresarial IFO

FUENTE: Instituto IFO.

expectativas de empresarios (el índice IFO se situó en marzo en su máximo desde 1991) y consumidores (la confianza de éstos estaba en febrero en su nivel máximo desde 2002).

Además, la mejora de percepción económica se empieza a acompañar de signos más claros de bonanza económica. Las ventas al por menor crecieron en enero un 1,7% interanual, en fuerte contraste con la caída del 0,4% interanual del cuarto trimestre. La producción industrial se mantuvo en enero, por quinto mes consecutivo, por encima del 3% interanual. La inflación cedió una décima porcentual en febrero, hasta el 2,1%. Por el contrario, como recordatorio del tra-

**Tras varios meses con los indicadores de confianza en abierta ascensión, los datos reales empiezan a reflejar el mayor dinamismo de la actividad.**

mo que aún le queda por recorrer a la economía germana, está la falta de mejoría de la tasa de paro, que repitió en febrero en el 11,3%, un nivel históricamente elevado.

### Francia: atisbo de mejoría en el primer trimestre

**Francia recupera en el primer trimestre de 2006 parte del terreno perdido en el cuarto trimestre de 2005.**

Tras un decepcionante cuarto trimestre de 2005, el primer trimestre reviste especial importancia a fin de determinar las posibilidades de la recuperación francesa. Los datos disponibles hasta la fecha parecen inclinar la balanza hacia el lado de la expansión. En particular, los indicadores de consumo apuntan a la inflexión alcista del gasto de los hogares, con el consumo interno acelerándose fuertemente en enero y febrero, la confianza del consumidor sumando tres meses consecutivos, de diciembre a febrero, en recuperación, y las matriculaciones de vehículos volviendo a la zona de los aumentos interanuales en ese mismo mes de febrero.

**La industria y la construcción apuntan a un mejor tono, mientras que la inflación sigue la pauta europea y se frena en febrero.**

Incluso la renqueante actividad industrial parece enfilar la senda de la recuperación. La producción industrial creció un 0,1% interanual en enero, en contraste con la caída interanual del 0,4% de diciembre. Además, éste no es un dato aislado, sino que se suma a la notable recuperación de los pedidos industriales y de la confianza industrial. Y también la construcción ofrece unas perspectivas más positivas, según se desprende del renovado dinamismo de los permisos de construcción.

Por lo que se refiere a la inflación, la economía gala no se ha separado de las pautas del conjunto de la eurozona. En febrero, el IPC creció un 1,9%, una décima porcentual menos que en enero, pero descontadas las partidas más volátiles, la tasa resultante, además de ser mucho más reducida, mostró un perfil de desaceleración más acusado, al pasar del 1,2% interanual de enero al 0,8%. La tasa de paro, por su parte, se mantuvo en el 9,6% en enero, idéntica cifra a la de diciembre.

**Contestación sindical y juvenil ante el nuevo Contrato de Primer Empleo.**

En este contexto de mejora de perspectivas, la contestación social que ha generado el nuevo Contrato de Primer Empleo por parte de sindicatos y asociaciones estudiantiles representa un contratiempo. De entrada, está desgastando al gobierno, que ha tardado en reaccionar y en ofrecer la posibilidad de negociar los aspectos más controvertidos del proyecto. En segundo lugar, enturbia la confianza del país en sus posibilidades. Nada de ello debería descarrilar la recuperación económica, pero ciertamente no es positivo

**FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

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

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

para una nación que todavía recuerda los disturbios sociales de los suburbios de meses atrás.

## Italia: a la espera de las elecciones

A pocas semanas de los comicios del 9 y 10 de abril, los últimos datos económicos han representado un cierto alivio frente a la decepción de varios meses mostrando elevada debilidad. Aunque todavía no se puede dar por concluido, el episodio de extrema atonía del consumo privado parece mitigarse en parte. Las ventas al por menor suman ya dos meses en aceleración (noviembre y diciembre) y la recuperación de la confianza del consumidor de febrero alienta las perspectivas de mayor gasto por parte de las familias.

Otro frente que parece despejarse es el de la exportación. Tras varios meses perdiendo terreno, en diciembre y enero se ha asistido a un sensible crecimiento exportador, que ha llevado a un incremento cercano al 11% interanual de las exportaciones en enero. Un resultado de este mayor dinamismo internacional es el repunte de la industria italiana, muy orientada al exterior. Tras un crecimiento negativo entre septiembre y noviembre, en diciembre y enero la producción industrial se ha instalado en la zona de crecimiento del 2% interanual, un ritmo que no se había registrado desde enero de 2001.

**A las puertas de las elecciones generales, las cifras más recientes de la economía italiana son las menos decepcionantes de los últimos meses.**

Por lo que se refiere al mercado laboral, el estancamiento de la tasa de paro en el 7,7% de la población activa, entre el segundo y el cuarto trimestre de 2005, recuerda que la actividad deberá repuntar con mayor rotundidad antes de que permitir nuevas reducciones de la misma. Mejor es, por el contrario, la evolución de los precios, que siguen contenidos. En febrero, el IPC se desaceleró en una décima porcentual, situándose en el 2,1% interanual.

**La recuperación de las exportaciones está impulsando un mayor dinamismo industrial, mientras que el paro se estanca y la inflación se muestra contenida.**

Con estas cifras en la mano, las perspectivas inmediatas son de cierta aceleración de la actividad. El indicador compuesto de indicadores adelantados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos suma dos meses consecutivos, diciembre y enero, en recuperación, lo que sería indicativo de un primer semestre de 2006 en moderada expansión.

**Para los próximos meses se espera que la recuperación se vaya consolidando paulatinamente.**

**ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

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

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

**Tras varios trimestres de debilidad, el consumo puede estar acelerándose, según se desprende de las ventas minoristas y la confianza del consumidor.**

**La consolidación definitiva requerirá un mejor tono del mercado de trabajo.**

**Construcción, industria y servicios empiezan a experimentar un mayor ritmo de actividad.**

## Reino Unido: ¿el consumo revive?

El consumo privado está siendo objeto de un intenso escrutinio en los últimos meses. La notable desaceleración del gasto de las familias británicas de la segunda mitad de 2005 había disparado todas las alarmas. Además, la campaña navideña se ha saldado con un balance mediocre. Las últimas novedades representan un cambio de tercio, con las ventas minoristas repuntando en febrero y la confianza del consumidor sumando tres meses consecutivos (de diciembre a febrero) en ascenso. La estabilización de los precios de consumo en niveles relativamente contenidos (en febrero repitió en el 2,3% interanual, sin cambio respecto a enero), representa un factor positivo adicional.

Con todo, el veredicto final está en el aire, ya que los fundamentos últimos del consumo siguen, o bien sin mejorar (la tasa de paro se mantuvo en el 2,9% en febrero, en lo que representa su quinto mes consecutivo sin variación), o bien empeorando (el empleo se desaceleró en el cuarto trimestre hasta el 0,6% interanual, frente al 0,9% del tercer trimestre).

Los signos de incipiente recuperación se extienden también a los distintos sectores de la economía. Los pedidos de construcción se han recuperado en el inicio de 2006, la confianza de los servicios deja atrás el bache relativo del cuarto trimestre e incluso la industria, el sector que de largo ha sufrido el deterioro más intenso, puede estar cambiando el paso. En enero, la caída de la producción industrial fue aproximadamente la mitad de la registrada en diciembre, y la evolución de los pedidos industriales y de la confianza del sector, dos indicadores de carácter adelantado, tienden a confirmar la recuperación del sector secundario.

**REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

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

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 monetarios y de capital

### El Banco de Japón anuncia el fin de la política de liquidez máxima

El movimiento alcista de tipos de interés sigue su marcha. El relanzamiento de la economía mundial y el encarecimiento del petróleo y otras materias primas con la consiguiente posibilidad de presiones inflacionistas están moviendo a los principales bancos centrales a modificar el signo expansivo de sus políticas monetarias. De este modo, se están sentando las bases para la eliminación del excedente de liquidez global existente. La única excepción entre las mayores economías la constituye el Banco de Inglaterra, adelantado en el ciclo, que probablemente mantendrá su tipo de interés oficial en los próximos meses.

A finales de febrero el gobierno de Japón manifestó que no interferiría en la decisión del banco central respecto a un cambio de la política monetaria, después de algunos enfrentamientos entre ambas instituciones sobre el curso de los tipos de interés. En este marco, el día 9 de marzo, tras la reunión de su comité de política monetaria, el Banco de Japón anunció que ponía fin a su política monetaria basada en fijar un objetivo cuantitativo de liquidez y retomaba el control directo del tipo de interés diario. De este modo, se producía la constatación oficial de la reactivación de la economía nipona y del fin de cinco años de deflación.

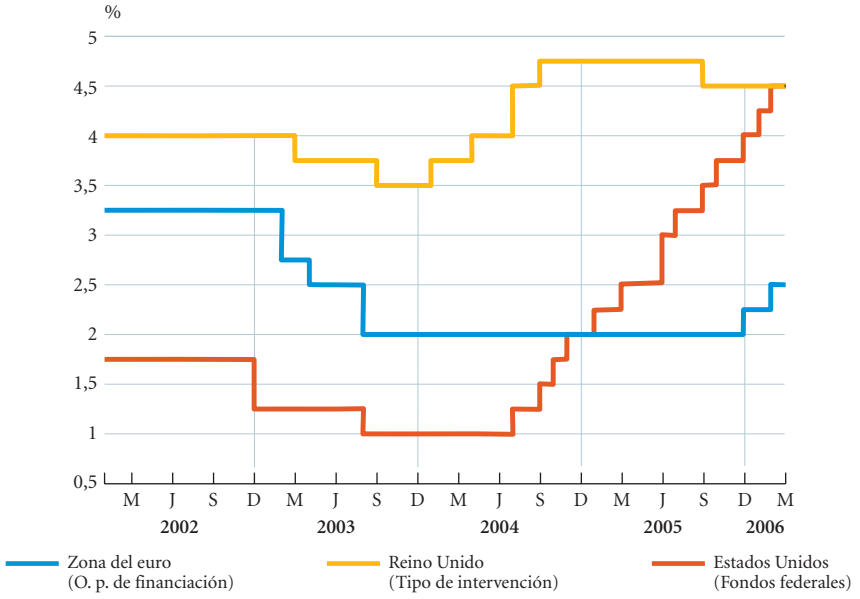
**Los tipos de interés de intervención de los bancos centrales siguen elevándose.**

A efectos prácticos, no obstante, los tipos de interés a corto plazo seguirán cerca del

**La política monetaria japonesa da un primer paso hacia su normalización.**

**EL BANCO CENTRAL EUROPEO ELEVA SU TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA HASTA EL 2,50%**

Tipos de interés de referencia de la política monetaria




FUENTES: Bancos centrales nacionales.

**El Banco Central Europeo sube de nuevo su tipo de interés de referencia...**

0% durante algún tiempo, pues la autoridad monetaria japonesa señaló que el proceso de drenaje de la liquidez excedente sería gradual y sugirió una senda paulatina de elevaciones de los tipos de interés. Por otro lado, avanzó que consideraba que los precios se mantendrían estables si la variación anual del índice de precios de consumo se situaba en la franja 0%-2%.

Por su parte, el día 2 de marzo el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) se atuvo al guión previsto y elevó en 25 puntos básicos el tipo de interés del Eurosistema hasta el 2,50%. Se trató de la segunda subida de su tipo de interés de referencia en tres meses. Esta medida fue justificada por la recuperación económica de la eurozona, por la gran expansión del crédito al sector privado, que creció el 9,7% en los doce últimos meses hasta enero, y por los temores inflacionistas existentes.

Así, las nuevas proyecciones de los expertos del BCE sitúan el crecimiento económico de la eurozona para 2006 en la banda 1,7%-2,5% y en 1,5%-2,5% para 2007, ligeramente por encima de las anteriores. En cuanto a la inflación, las proyecciones también son levemente superiores a las precedentes y se colocan en el rango 1,9%-2,5% en 2006 y 1,6%-2,8% en 2007.

## TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

| | Zona del euro | | | Estados Unidos | | Japón | Reino Unido | | Suiza |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Subastas BCE (2) | Euríbor (5) | | Nivel objetivo de Reserva Federal (3) | Tres meses (5) | Tres meses (5) | Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4) | Tres meses (5) | Tres meses (5) |
| | | Tres meses | Un año | | | | | | |
| **2005** | | | | | | | | | |
| Febrero | 2,06 | 2,14 | 2,31 | 2,50 | 2,82 | 0,10 | 4,75 | 4,89 | 0,75 |
| Marzo | 2,05 | 2,14 | 2,33 | 2,59 | 3,03 | 0,09 | 4,75 | 4,99 | 0,75 |
| Abril | 2,05 | 2,14 | 2,27 | 2,75 | 3,15 | 0,08 | 4,75 | 4,94 | 0,76 |
| Mayo | 2,05 | 2,13 | 2,19 | 2,99 | 3,27 | 0,08 | 4,75 | 4,89 | 0,76 |
| Junio | 2,05 | 2,11 | 2,10 | 3,01 | 3,43 | 0,08 | 4,75 | 4,84 | 0,75 |
| Julio | 2,05 | 2,12 | 2,17 | 3,25 | 3,61 | 0,09 | 4,75 | 4,66 | 0,75 |
| Agosto | 2,05 | 2,13 | 2,22 | 3,43 | 3,80 | 0,09 | 4,53 | 4,59 | 0,76 |
| Septiembre | 2,06 | 2,14 | 2,22 | 3,60 | 3,91 | 0,09 | 4,50 | 4,60 | 0,76 |
| Octubre | 2,06 | 2,20 | 2,41 | 3,75 | 4,17 | 0,09 | 4,50 | 4,59 | 0,81 |
| Noviembre | 2,06 | 2,36 | 2,68 | 4,00 | 4,35 | 0,09 | 4,50 | 4,62 | 0,95 |
| Diciembre | 2,28 | 2,47 | 2,78 | 4,16 | 4,49 | 0,09 | 4,50 | 4,64 | 1,02 |
| **2006** | | | | | | | | | |
| Enero | 2,30 | 2,51 | 2,83 | 4,26 | 4,60 | 0,10 | 4,50 | 4,60 | 1,01 |
| Febrero (*) | 2,31 | 2,60 | 2,91 | 4,50 | 4,76 | 0,11 | 4,50 | 4,58 | 1,09 |
| Marzo (1) | 2,56 | 2,74 | 3,14 | 4,50 | 4,96 | 0,13 | 4,50 | 4,59 | 1,23 |

NOTAS: (*) Cifras provisionales.
(1) Día 24.
(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 6-3-03 (2,50%), 5-6-03 (2,00%), 1-12-05 (2,25%), 2-3-06 (2,50%).
(3) Últimas fechas de variación: 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%), 31-1-06 (4,50%).
(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.

En este panorama, el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, apuntó a nuevos ascensos del tipo de interés oficial en los próximos meses. Señaló que, de hecho, el nivel actual se sitúa en la cota más baja registrada por el tipo de interés de referencia del banco central alemán, que puede ser considerado como el antecesor del BCE, desde su creación hasta el lanzamiento del euro. No hay ninguna duda de que la política monetaria de la eurozona sigue siendo acomodaticia, con el tipo de interés real a corto plazo, descontando la inflación, ligeramente positivo. Así, muy probablemente, tal como descuenta el mercado, el tipo de interés de referencia se situará cerca del 3% al final del ejercicio.

En Estados Unidos, la Reserva Federal se espera que eleve el nivel objetivo de los fondos federales, depósitos interbancarios diarios, en 25 puntos básicos el día 28 de marzo, situándolo en el 4,75%. Y probablemente alcanzará el 5% en mayo. Éste es el nivel de llegada que descuenta actualmente el mercado, pero en la segunda semana se apostaba por un tope del 5,25% después de la publicación de una cifra de creación de empleo en febrero mayor de lo esperado. No obstante, la publicación de un dato benigno de la inflación enfrió las expectativas alcistas de los tipos de interés. Sin embargo, éstas se volvieron a intensificar en la cuarta semana de marzo tras un discurso de Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, de tono optimista sobre la economía norteamericana.

Otros bancos centrales se han apuntado al movimiento alcista de los tipos de interés en las últimas semanas. Así, al principio de marzo el Banco Central de Eslovaquia aumentó su tipo de interés de referencia. El día 2 de marzo hizo lo propio el Banco de Dinamarca. El día 7, el de Canadá. Finalmente, el día 16 las autoridades monetarias de Noruega y Suiza también incrementaron sus tipos de interés oficiales, partiendo de niveles muy bajos.

**...y apunta a nuevas alzas, que podrían llegar al 3% en diciembre.**

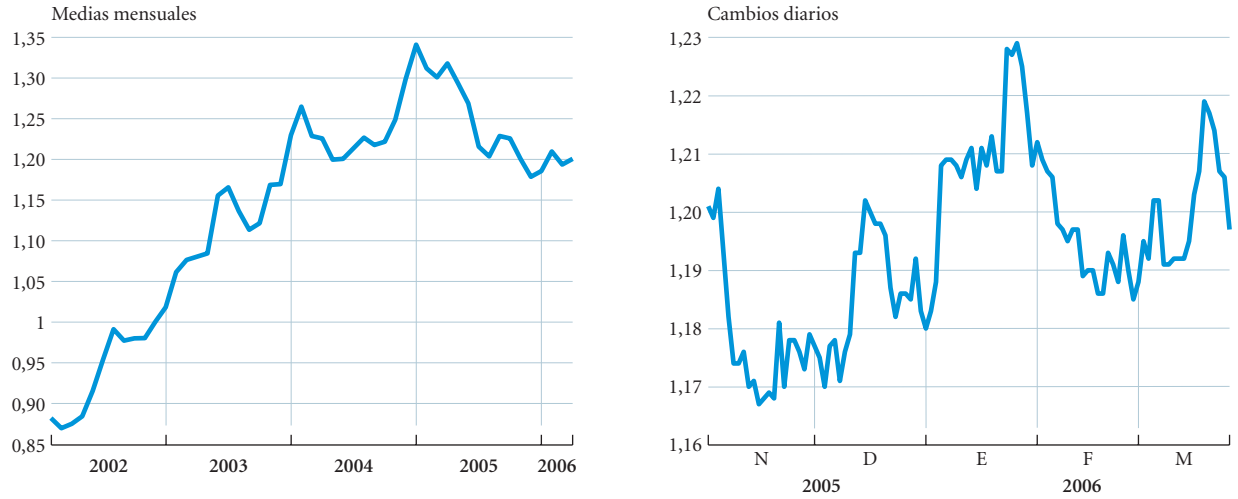
## El déficit exterior por cuenta corriente vuelve a presionar al dólar a la baja

En la segunda semana de marzo la intensificación de las expectativas alcistas del

**La Reserva Federal elevará su tipo de interés oficial hasta el 4,75% el 28 de marzo, y probablemente no será el final de la fase alcista.**

**EL EURO RECUPERA UN POCO DE TERRENO CONTRA EL DÓLAR**

Dólares de Estados Unidos por euro




NOTA: Los datos alcanzan hasta el 24 de marzo.
FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Febrero 2006

| | Última sesión del mes | | Datos mensuales | | | | *Tipo de cambio 24-3-06* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Tipo de cambio | % de variación mensual (2) | Tipo de cambio medio | % variación (2) | | | |
| | | | | Mensual | s/diciembre 2005 | Anual | |
| **Frente al dólar de EEUU** | | | | | | | |
| Yen japonés | 115,8 | –1,3 | 117,9 | 2,0 | –0,5 | 12,3 | *117,5* |
| Libra esterlina (1) | 1,754 | –1,4 | 1,748 | –1,0 | 0,1 | –7,4 | *1,742* |
| Franco suizo | 1,311 | 2,5 | 1,305 | 2,1 | 0,0 | 9,6 | *1,311* |
| Dólar canadiense | 1,137 | –0,2 | 1,149 | –0,7 | –1,1 | –7,3 | *1,168* |
| Peso mexicano | 10,45 | 0,1 | 10,48 | –0,6 | –1,4 | –5,9 | *10,86* |
| *Índice efectivo nominal* (4) | *110,0* | *0,3* | *110,5* | *0,2* | *–1,2* | *0,8* | *111,0* |
| **Frente al euro** | | | | | | | |
| Dólar de EEUU | 1,188 | –2,0 | 1,194 | –1,4 | 0,7 | –8,3 | *1,197* |
| Yen japonés | 138,2 | –2,8 | 140,8 | 0,7 | 0,2 | 3,1 | *141,5* |
| Franco suizo | 1,566 | 0,7 | 1,558 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | *1,576* |
| Libra esterlina | 0,680 | –0,7 | 0,683 | –0,4 | 0,5 | –1,0 | *0,691* |
| Corona sueca | 9,449 | 2,1 | 9,341 | 0,3 | –1,0 | 2,8 | *9,373* |
| Corona danesa (3) | 7,461 | 0,0 | 7,464 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | *7,461* |
| Zloty polaco | 3,788 | –1,3 | 3,794 | –0,7 | –1,4 | –4,8 | *3,908* |
| Corona checa | 28,32 | –0,3 | 28,41 | –1,1 | –1,9 | –5,2 | *28,70* |
| Forint húngaro | 253,2 | 0,2 | 251,6 | 0,3 | –0,4 | 3,2 | *264,5* |
| *Índice efectivo nominal* (5) | *100,2* | *–1,3* | *100,7* | *–0,7* | *0,0* | *–4,2* | *101,5* |

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

**El euro se acerca al máximo anual frente al dólar, pero luego retrocede.**

tipo de interés de la Reserva Federal empujó al dólar hasta cerca del nivel inicial del ejercicio en términos globales. No obstante, la publicación de una cifra del déficit exterior por cuenta corriente del cuarto trimestre de 2005 superior al 7% del producto interior bruto, y de un informe que mostraba que las entradas netas de flujos de capitales extranjeros para la compra de activos financieros fueron inferiores al volumen del déficit comercial en enero, por segundo mes consecutivo, debilitaron al dólar. Además, el dato de la inflación de febrero resultó moderado, con lo que la perspectiva de un tipo de interés oficial de la Fed por encima del 5% se difuminó. De esta manera, en la tercera semana del mes, el billete verde retrocedió, pero se situaba por encima del mínimo anual anotado en la cuarta semana de enero. No obstante, en la cuarta semana de marzo la divisa estadounidense se recuperó al reanimarse las expectativas alcistas del tipo de interés de la Fed.

El euro recibió un impulso con la elevación del tipo de interés del Banco Central Europeo a principios de marzo y con la perspectiva de más aumentos. Frente al dólar, la moneda única europea recuperó

la cota de 1,21 dólares al final de la tercera semana del mes, acercándose al máximo anual de la cuarta semana de enero. No obstante, posteriormente perdió fuelle y retrocedió hasta 1,20 dólares.

La libra esterlina, al final de la tercera semana de marzo, registró la cota mínima desde agosto de 2005 en relación con un amplio conjunto de monedas. Precisamente fue en agosto del año pasado cuando el Banco de Inglaterra redujo su tipo de interés oficial después de una fase alcista que lo había llevado hasta el 4,75%. La divisa británica está siendo afectada por especulaciones acerca de una nueva rebaja del tipo de interés de referencia. Así, en las últimas semanas, si bien se ha mantenido frente al dólar, se ha depreciado respecto al euro hasta llegar a marcar el mínimo de los últimos siete meses.

**La libra esterlina marca el mínimo de los últimos siete meses contra el euro.**

Por su parte, el yen se acercó a la cotización máxima anual de 119 unidades por dólar, tras la comentada decisión del Banco de Japón de poner fin próximamente a la política de tipos de interés cerca del 0%. No obstante, las cautelas de la autoridad monetaria nipona incidieron en su moneda. De este modo, el yen perdió vigor y siguió oscilando en un rango de 115-119 unidades por dólar.

### El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos marca la cota máxima desde junio de 2004

En las últimas semanas la rentabilidad de los bonos del Tesoro norteamericano ha continuado la senda moderadamente alcista iniciada a mediados del pasado ejercicio. De esta forma, el día 13 de marzo alcanzó el 4,78%, la cota máxima desde junio de 2004, cuando la Reserva Federal inició el giro restrictivo de política monetaria.

Dos elementos empujaron hacia arriba el rendimiento de los bonos públicos estadounidenses: unos indicadores macroeconómicos que mostraban el dinamismo de la economía norteamericana, con el consiguiente avivamiento de las expectativas alcistas de los tipos de interés de la Fed y, por otra parte, el principio del fin de la política monetaria japonesa ultrarelajada. Sin embargo, posteriormente la rentabilidad de los bonos norteamericanos cedió en cierta medida al preverse un tope del 5% del tipo de interés oficial de la Fed.

A este lado del Atlántico el rendimiento de los bonos del Estado alemanes subió hasta el 3,70% el día 13 de marzo, el nivel máximo desde marzo de 2005, prosiguiendo igualmente una suave trayectoria alcista. El diferencial con los bonos homólogos de Estados Unidos se ha reducido ligeramente en las últimas semanas, siendo probable que continúe estrechándose en el resto del ejercicio.

**La moderación de las expectativas de más subidas de la Fed, en la tercera semana de marzo, mueve la rentabilidad de los bonos norteamericanos hacia abajo.**

Los bonos del Estado japoneses sufrieron algunos sobresaltos a raíz del cambio de la política monetaria nipona. Así, el rendimiento de las emisiones a 10 años se elevó hasta el 1,71% al comienzo de la tercera semana de marzo, 25 puntos básicos más que dos meses antes. No obstante, el gobernador del banco central, Toshiniko Fukui, hizo lo posible para calmar los ánimos insistiendo en que la modificación de la política monetaria sería muy pausada y el ascenso de los tipos de interés a largo plazo se frenó.

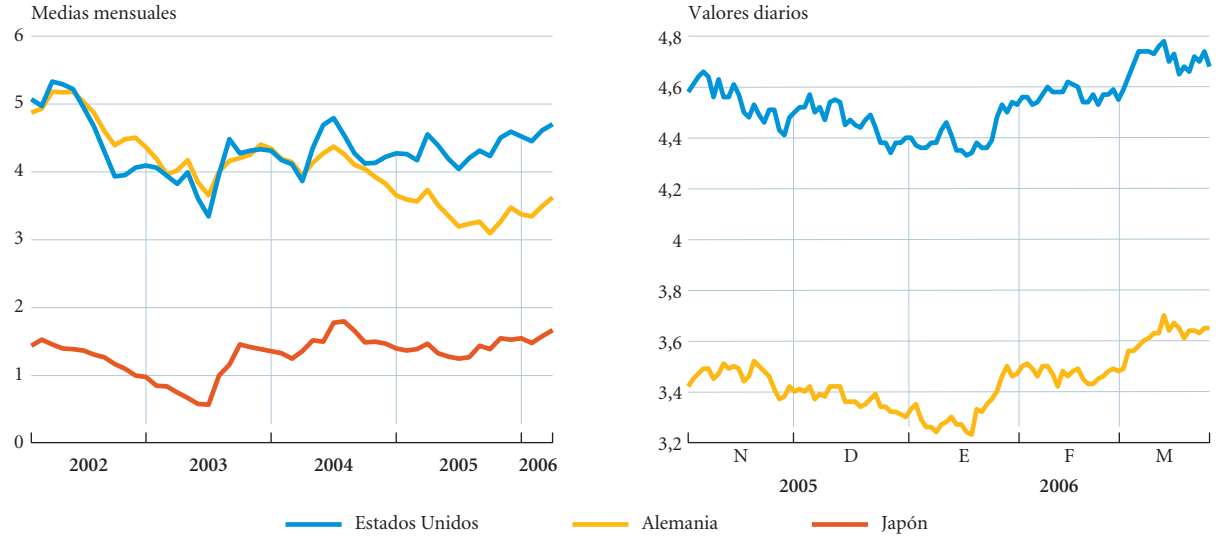
**Se reduce el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre el dólar y el euro.**

Las perspectivas de una menor relajación monetaria global pasaron factura a los bonos de los mercados emergentes. Así, la prima de riesgo de los bonos emergentes, medida por el índice JP Morgan EMBI+, descendió hasta un mínimo histórico de 186 puntos básicos sobre la deuda pública norteamericana a finales de febrero. A ello contribuyeron anuncios de recompra de deuda por parte de los gobiernos de Brasil y México. No obstante, posteriormente este diferencial remontó en cierto grado.

**Repunte de la prima de riesgo de los bonos emergentes.**

## LA RENTABILIDAD DE LOS BONOS PÚBLICOS EUROPEOS SIGUE LA ESTELA DE LOS NORTEAMERICANOS

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




NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 24 de marzo.
FUENTES: Banco de España y Thomson Financial Datastream.

## TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

| | 2003 | 2004 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Enero | Febrero | 24 marzo |
| Estados Unidos | 4,04 | 4,31 | 4,34 | 4,21 | 4,25 | 4,54 | 4,45 | 4,61 | 4,68 |
| Japón | 0,99 | 1,50 | 1,41 | 1,28 | 1,36 | 1,53 | 1,47 | 1,57 | 1,72 |
| Alemania | 4,10 | 4,07 | 3,63 | 3,35 | 3,19 | 3,37 | 3,34 | 3,49 | 3,65 |
| Francia | 4,13 | 4,10 | 3,64 | 3,38 | 3,23 | 3,39 | 3,34 | 3,51 | 3,69 |
| Italia | 4,24 | 4,24 | 3,75 | 3,53 | 3,40 | 3,56 | 3,55 | 3,70 | 3,88 |
| España | 4,12 | 4,10 | 3,63 | 3,36 | 3,18 | 3,37 | 3,33 | 3,48 | 3,66 |
| Reino Unido | 4,53 | 4,93 | 4,72 | 4,50 | 4,32 | 4,34 | 4,12 | 4,21 | 4,33 |
| Suiza | 2,47 | 2,57 | 2,15 | 2,04 | 1,90 | 2,05 | 2,02 | 2,18 | 2,42 |

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

**Notables ganancias acumuladas de las bolsas americanas y europeas.**

### Las bolsas prosiguen su rumbo alcista

El movimiento ascendente de las bolsas ha debido hacer frente a subidas de los rendimientos de los bonos y a un repunte del precio del petróleo en las últimas semanas. No obstante, la mayoría de las bolsas han logrado capear el temporal gracias a la favorable evolución de los beneficios empresariales y a una ola de operaciones de compraventa empresariales. Así, al final de la cuarta semana de marzo la mayoría de los índices bursátiles de Estados Unidos presentaban unas notables ganancias sobre diciembre. Todavía era mejor el balance acumulado de las bolsas de la eurozona, ayudadas por unos tipos de interés más bajos en esta área.

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

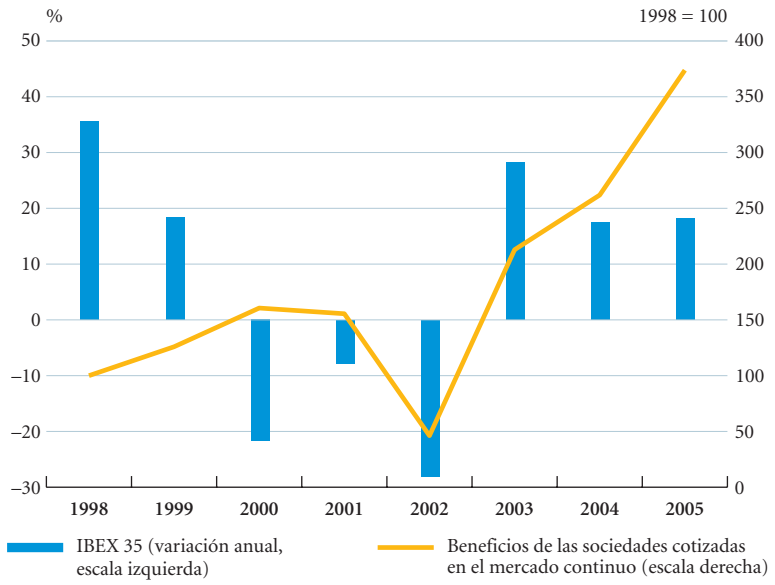
28-2-2006

| | Índice (*) | % variación mensual | % variación acumulada | % variación anual | *Cotización a 24-3-06* | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | % variación acumulada | *% variación sobre la misma fecha de 2003* |
| Nueva York | | | | | | |
| *Dow Jones* | 10.993,4 | 1,2 | 2,6 | 2,1 | 5,2 | 37,3 |
| *Standard & Poor's* | 1.280,7 | 0,0 | 2,6 | 6,4 | 4,4 | 50,8 |
| *Nasdaq* | *2.281,4* | *–1,1* | *3,4* | *11,2* | *4,9* | *68,8* |
| Tokio | 16.205,4 | –2,7 | 0,6 | 38,0 | 2,8 | 96,3 |
| Londres | 5.791,5 | 0,5 | 3,1 | 16,6 | 7,4 | 61,3 |
| Zona del euro | 3.774,5 | 2,3 | 5,5 | 23,4 | 8,2 | 82,2 |
| *Francfort* | 5.796,0 | 2,1 | 7,2 | 33,2 | 10,4 | 134,4 |
| *París* | *5.000,5* | *1,1* | *6,0* | *24,2* | *10,7* | *91,4* |
| *Amsterdam* | *458,7* | *1,8* | *5,0* | *22,5* | *8,1* | *81,3* |
| *Milán* | *28.784,0* | *3,5* | *7,5* | *18,0* | *10,2* | *79,8* |
| *Madrid* | *11.740,7* | *5,7* | *9,4* | *25,0* | *11,4* | *99,1* |
| Zurich | 7.892,6 | 1,0 | 4,1 | 33,1 | 6,1 | 90,2 |
| Hong Kong | 15.918,5 | 1,0 | 7,0 | 12,1 | 5,6 | 72,5 |
| Buenos Aires | 1.714,1 | –4,5 | 11,1 | 10,0 | 16,3 | 214,9 |
| São Paulo | 38.610,0 | 0,6 | 15,4 | 37,2 | 12,3 | 240,0 |

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

## ESPECTACULAR CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA EN 2005

Cotización y beneficios de las sociedades cotizadas




FUENTES: Sociedad de Bolsas y elaboración propia.

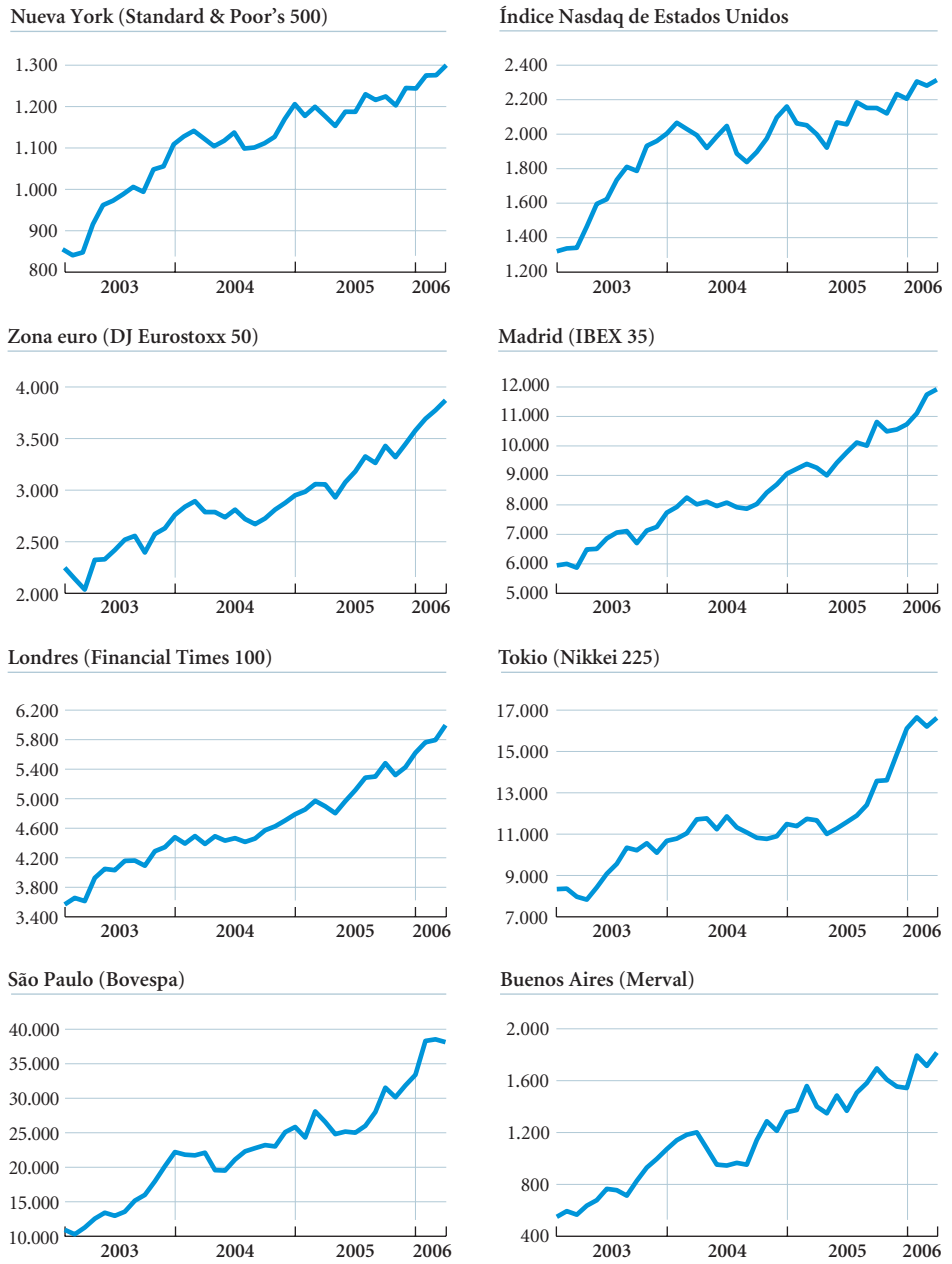
**El índice IBEX 35 se acerca a la cota 12.000.**

La evolución de la bolsa española cabe calificarla de espectacular, pues antes del cierre del primer trimestre del ejercicio ostentaba un avance de más del 11% sobre el final de 2005 y el índice IBEX 35 se acercaba a la cota 12.000. También en este caso una serie de opas contribuyeron a animar los parqués.

Es destacable la evolución de los beneficios empresariales en 2005. Las empresas españolas cotizadas en el índice IBEX 35

**BOLSAS INTERNACIONALES**

Índices a fin de mes




NOTA: Marzo 2006, día 24.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

registraron unos beneficios de más de 37.000 millones de euros el pasado ejercicio, con un alza del 44% con relación a 2004. La buena marcha económica (las ventas aumentaron el 23%) y los resultados extraordinarios posibilitaron estos logros. También el conjunto de las empresas cotizadas en el mercado continuo español consiguió unos magníficos beneficios, con un incremento anual similar al de las mayores empresas.

Fuera de la zona del euro, las bolsas británica y suiza también siguieron progresando considerablemente. Por otra parte, la Bolsa de Tokio consiguió recuperar la par del año. La recuperación económica y el panorama de un proceso muy mesurado de subidas de los tipos de interés animaron a los inversores.

**La Bolsa de Tokio recupera la par del ejercicio.**

En cuanto a los mercados emergentes, después de fuertes alzas en los últimos tiempos, bastantes sufrieron correcciones en las primeras semanas de marzo a causa de los temores de elevaciones de tipos de interés. Así, por ejemplo las bolsas de Brasil, Turquía y algunas de Oriente Medio experimentaron caídas. Sin embargo, otras como la de México siguieron marcando nuevos máximos históricos.

**Numerosos mercados bursátiles emergentes sufren una corrección en las primeras semanas de marzo.**

## Actividad económica

**El índice de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea pinta un panorama preocupante para la economía española...**

### La economía española mantiene todavía un considerable dinamismo

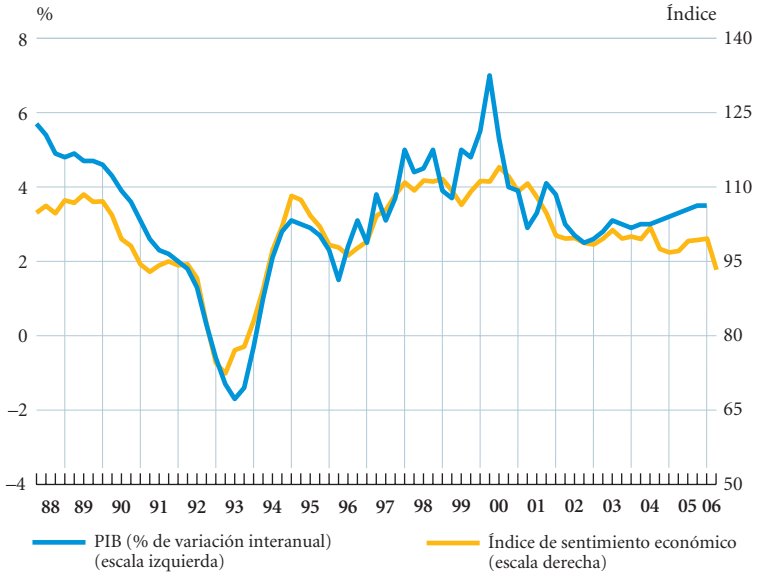
Si lo creyéramos a pies juntillas, el dato del indicador de sentimiento económico de febrero elaborado por la Comisión Europea sería un mal augurio para la economía española. En efecto, el panorama que pinta la encuesta de la Comisión sería bastante negativo, tras el descenso experimentado por dicho indicador en febrero, que cayó al nivel de 91,2 puntos, casi diez menos que al final del año anterior.

El correctivo mayor, en términos absolutos, lo sufrieron los índices relativos a la construcción y los servicios (incluidos en dicho indicador), que en estos dos meses perdieron 18 y 17 puntos, respectivamente, pero sin abandonar todavía el signo positivo. También el índice del comercio sufrió un súbito empeoramiento al pasar a 13 puntos negativos, valor idéntico al de la confianza de los consumidores, pero con la diferencia de que este último viene mostrando una gran estabilidad de un tiempo a esta parte.

¿Así pues, han empezado a sonar ya las primeras señales de alarma? De momento, de modo muy tenue, considerando que la capacidad predictiva del indicador mencionado se ha revelado como muy limitada en los últimos dos años, como lo evidencia su evolución dispar con respecto al crecimiento del producto interior bruto (PIB), mostrada en el gráfico. Por otra parte, sin menospreciar los signos de

**BRUSCA CAÍDA DEL ÍNDICE DE SENTIMIENTO ECONÓMICO EN ESPAÑA**

Variación interanual del PIB y valor del índice de sentimiento económico




FUENTES: INE, Comisión Europea y elaboración propia.

desaceleración del crecimiento que reflejan algunos indicadores de actividad, los resultados de la encuesta de la Comisión Europea parecen distorsionados en lo referente a los descensos en la construcción y los servicios, sectores que, en conjunto, continúan exhibiendo una considerable fortaleza. En definitiva, cabría valorar los datos aludidos como un simple toque de atención, a la espera de nuevos acontecimientos.

En la misma línea, la encuesta de la Comisión Europea refleja un ligero empeoramiento en la situación de la industria, que no se corresponde con la recuperación apuntada por el índice de producción industrial, que elabora en este caso el Instituto Nacional de Industrial (INE). De acuerdo con los datos disponibles hasta el momento, dicha recuperación habría cobrado una mayor intensidad en las ramas energéticas y en la producción de bienes de equipo y de consumo duradero.

**...que no se corresponde con la evolución de los principales indicadores de actividad.**

## INDICADORES DE OFERTA

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

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

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

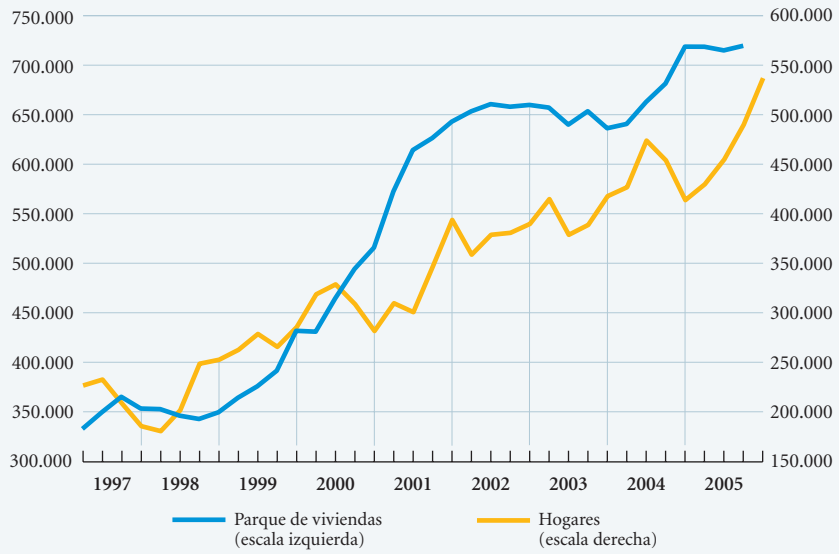
## La demografía apoya el auge de la vivienda en España

En los últimos cinco años hemos asistido a un ritmo constructor frenético. Como muestra, un botón: en el periodo considerado, el parque de viviendas se ha visto incrementado en cerca de 3,5 millones de unidades y en los últimos meses su ritmo de aumento ha tendido a estabilizarse por encima de 700.000 viviendas anuales, es decir, prácticamente el doble de la media histórica registrada desde los inicios de la década de los setenta ¿Está justificado este formidable impulso?

La primera constatación es que el fuerte aumento del parque de viviendas ha coincidido con el crecimiento simultáneo de las principales tipologías de inmuebles (vivienda principal, segunda residencia y vivienda desocupada). El incremento relativo mayor corresponde al segmento de viviendas desocupadas pero, en términos absolutos, lógicamente, el grueso de la edificación lo acaparan las residencias principales. De acuerdo con la información suministrada por los censos decenales de población y viviendas del Instituto Nacional de Estadística (INE), se observa una tendencia histórica a la disminución del porcentaje de viviendas principales (79,8% en 1970; 67,7% en 2001) en beneficio sobre todo de las secundarias (7,5% y 16,0% en los años citados) y en menor medida de las desocupadas (12,7% y 16,2%). Este último colectivo es el más opaco, al amparar una gran variedad de situaciones, que van desde los alquileres no declarados a las viviendas ocasionalmente vacías.

**LA FORMACIÓN DE NUEVOS HOGARES HA IMPULSADO EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA**

Variación anual, en cifras absolutas




FUENTES: INE, Banco de España y elaboración propia.

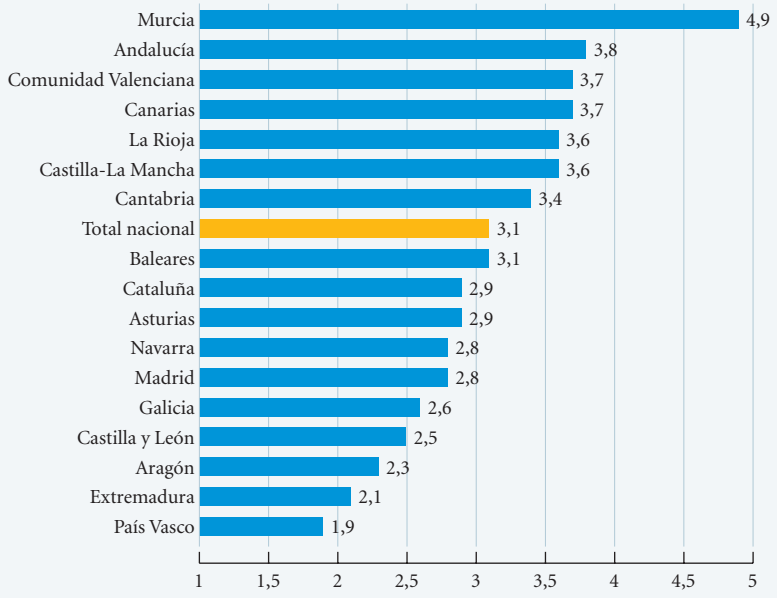
En este auge inmobiliario han jugado varios factores: el descenso de los tipos de interés, la favorable marcha de las rentas familiares, el descenso del paro, etc. Aquí nos queremos centrar en la dinámica de la población y en qué medida ésta explica o no el *boom* constructor. En este sentido, hay que señalar en primer lugar que la

demanda de vivienda principal está directamente relacionada con el aumento de la población, siendo un factor muy relevante la composición de la pirámide de edades. En líneas generales, la población comprendida entre 25 y 64 años es la que acapara en mayor medida la demanda de viviendas principales, y con especial intensidad la situada el tramo comprendido entre 35 y 44 años. Este es precisamente el *quid* de la cuestión: la emergencia en este último tramo de la generación del *baby boom* de los años sesenta y setenta. Junto a ello, el intenso flujo inmigratorio registrado en nuestro país constituye otro hecho destacado: el 1 de enero de 2005 los extranjeros que residían en España se cifraban en cerca de 3.700.000, el doble que en 2002. El bajo poder adquisitivo de una parte de este colectivo (compuesto mayoritariamente por población joven) lo sitúa inicialmente en la órbita de las viviendas de alquiler, pero es indudable que ha contribuido significativamente a dinamizar el mercado.

Los factores socioculturales tienen también una especial relevancia debido a su incidencia en la constitución de nuevos hogares y, por consiguiente, en la demanda final de viviendas. En concreto, merecen una particular atención el incremento de la esperanza de vida, el retraso de la edad de emancipación (que engrosa una demanda potencial que *explota* en un momento determinado) y, de modo muy relevante, el aumento de los hogares monoparentales y unipersonales. La influencia de todos estos factores se traduce en la tendencia observada hacia la disminución del número de personas por hogar, que en 2005 se situaba por debajo de tres, en contraste con la media cercana a 4,5 personas que se registraba en los inicios de la década de los sesenta. En conjunto, los cambios demográficos y los factores socioculturales aludidos han impulsado al alza en los últimos años la formación de nuevos hogares, cuyo crecimiento neto, en la actualidad, se acerca a 550.000, unos 100.000 más que cinco años atrás, aportando así una base muy sólida a la demanda.

**LAS ZONAS TURÍSTICAS AGLUTINAN EL MAYOR CRECIMIENTO DE LA VIVIENDA**

Viviendas visadas por 1.000 existentes (*), en tanto por mil




NOTA: (*) Media visados 2000-2005 sobre parque de viviendas del Censo de 2001.
FUENTES: INE, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

Para completar el panorama, citemos que la demanda de viviendas secundarias está muy vinculada a la evolución de la población situada en el tramo de edad comprendido entre 45 y 64 años, que es el que goza de una renta relativa máxima y de una tasa de ahorro superior a la media. En los últimos diez años, este segmento de población se ha incrementado en más de 1,5 millones de personas. Otro aspecto que ha revestido una especial importancia es el aumento de los extranjeros que residen temporalmente en su propia vivienda durante su periodo de vacaciones en España, que algunas estimaciones fijan actualmente en torno a dos millones de personas, número muy superior al de unos años atrás.

Todos los aspectos aludidos anteriormente explican que a lo largo del tiempo se haya mantenido invariable una relación fundamental: el número de viviendas por hogar, que se cifra actualmente en 1,53, prácticamente igual que hace diez años. Este hecho sugiere que el auge de la vivienda estaría justificado desde la perspectiva demográfica, quedando el componente especulativo en un segundo plano.

**La industria se recupera mientras que, a su vez, la construcción y los servicios mantienen un ritmo expansivo notable, con tendencia a desacelerarse de modo muy moderado hasta el momento.**

En cuanto a la construcción, no disponemos todavía de suficiente información para valorar con precisión la marcha de la actividad en los compases iniciales del año. Teniendo en cuenta la tendencia que mostraban los principales indicadores a final de 2005 y, desde una perspectiva más actual, el comportamiento del empleo en el sector durante los dos primeros meses de 2006 (el total de afiliados a la Seguridad Social continúa en aumento y se mantiene la tendencia descendente del paro registrado), parece que el ritmo expansivo continúa siendo muy alto.

**Algunos indicadores del consumo privado presentan una moderación gradual de su crecimiento.**

En lo referente a los servicios, la tendencia global del índice de cifras de negocio (que elabora el INE a partir de la encuesta dirigida a las principales actividades del sector) apunta hacia una progresiva desaceleración del crecimiento en casi todas las ramas, pero con tasas de avance bastante elevadas en la mayoría. En el conjunto de 2005, la cifra de negocios global del sector creció un 6,6%. Las actividades englobadas en las tecnologías de la información y la comunicación presentan el mayor incremento (9,0%), seguidas de los servicios prestados a empresas (7,7%), comercio (6,7%), transporte (5,8%) y turismo (3,4%). En el sector de tecnologías de la información y la comunicación, las actividades más dinámicas fueron las telecomunicaciones y los servicios informáticos, mientras que en los servicios a empresas destacan las actividades jurídicas y de contabilidad, selección y colocación de personal, investigación y seguridad y arquitectura y ensayos técnicos.

Desde la perspectiva de la demanda, algunos indicadores relativos al consumo muestran también una moderación gradual de su ritmo expansivo, aunque de modo bastante desigual. En concreto, el consumo de bienes duraderos se muestra menos dinámico que hace unos meses, registrando incluso algún retroceso puntual. Es el caso, por ejemplo, de las ventas de automóviles de turismo, que descendieron un 1,4% en los dos primeros meses de 2006. De modo distinto, las matriculaciones de motocicletas mantienen un auge notable, pero más moderado que en 2005, tras el *boom* inducido por las nuevas disposiciones reglamentarias relativas a los permisos de conducción. Con respecto a la inversión, sin datos fehacientes todavía, estimamos que mantiene un ritmo expansivo considerable, a tenor de la evolución del índice de producción industrial, que ha sido muy positiva en los dos últimos meses, y la tendencia de las exportaciones.

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Enero | Febrero |
| **Consumo** | | | | | | | | |
| Producción de bienes de consumo (*) | –0,1 | 1,1 | 0,1 | 1,1 | 1,4 | 0,8 | 0,0 | ... |
| Importación de bienes de consumo (**) | 13,4 | 7,9 | 6,5 | 8,4 | 7,8 | 8,6 | 40,4 | ... |
| Matriculaciones de automóviles | 9,8 | 0,8 | –0,0 | 4,9 | 2,3 | –4,5 | –0,3 | –2,3 |
| Crédito al consumo de bienes duraderos | 5,5 | 13,3 | 8,8 | 13,7 | 17,2 | ... | – | – |
| Indicador de confianza de los consumidores (***) | –10,5 | –10,8 | –9,3 | –11,3 | –11,4 | –11,2 | –12,4 | –13,0 |
| **Inversión** | | | | | | | | |
| Producción de bienes de equipo (*) | 1,9 | –0,1 | –0,8 | 0,6 | –1,3 | 0,8 | 10,1 | ... |
| Importación de bienes de equipo (**) | 14,9 | 20,4 | 28,6 | 36,0 | 13,5 | 8,2 | 20,8 | ... |
| Matriculación de vehículos industriales | 11,7 | 13,2 | 9,2 | 17,9 | 13,9 | 11,5 | –5,8 | 6,5 |
| **Comercio exterior** (**) | | | | | | | | |
| Importaciones no energéticas | 9,8 | 6,0 | 5,7 | 9,0 | 4,7 | 4,5 | 16,2 | ... |
| Exportaciones | 5,2 | 0,2 | –3,1 | 2,5 | 1,2 | 0,1 | 12,2 | ... |

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

En definitiva, la evolución más reciente de los principales indicadores de actividad y las tendencias implícitas de los mismos no dan pábulo a los preocupantes augurios pintados por la encuesta de la Comisión Europea aludida al principio. Todo apunta a que el ritmo de actividad continúa siendo muy elevado y que la tendencia hacia la desaceleración del crecimiento es todavía muy moderada. En esta misma línea, el Fondo Monetario Internacional ha revisado al alza la previsión de crecimiento del PIB español en 2006, que sitúa ahora en el 3,25%, ligeramente inferior tan solo al registrado en 2005.

**El FMI valora la situación actual con mayor optimismo que unos meses atrás y revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB español para 2006.**

# Mercado de trabajo

## El empleo sigue firme a principios de 2006

**La afiliación a la Seguridad Social crece un 2,7% una vez descontada la afloración de empleo derivada del proceso de regularización de extranjeros.**

El ritmo de crecimiento del empleo se mantuvo estable en los primeros compases de 2006 a tenor de las cifras de afiliación a la Seguridad Social. Los afiliados en situación de alta alcanzaron la cifra de 18.238.966 a final de febrero, aumentando un 5,5% respecto al mismo mes del año anterior. Este crecimiento está sesgado al alza por el proceso de regularización de extranjeros iniciado en febrero de 2005 y que finalizó con más de 550.000 personas dadas de alta en la Seguridad Social.

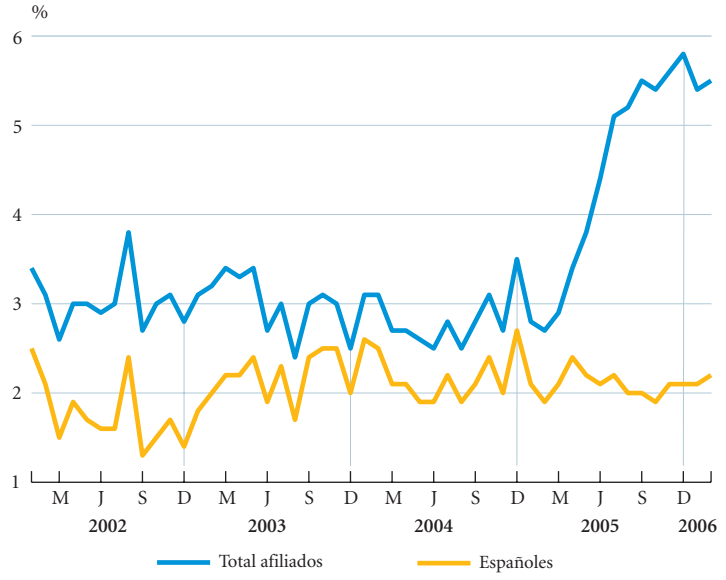
**Las contrataciones tramitadas en los servicios públicos de empleo empiezan el año con fuerza.**

Entre los trabajadores extranjeros regularizados, no obstante, se han producido, lógicamente, cambios en su situación laboral desde el cierre del proceso administrativo de regularización. Así, a final de febrero eran únicamente 478.439 los que mantenían su alta laboral, por lo que el aumento total de la afiliación en un año, excluida la afloración de empleo, se limita al 2,7% (un 2,2% para los españoles y un 10,9% para los extranjeros). En cualquier caso, los datos de afiliación de febrero confirman el perfil de estabilidad de esta variable en los últimos meses.

Notablemente positivas son también las cifras relativas a las contrataciones registradas a través de las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo. En los dos primeros meses de 2006, los contratos registrados aumentaron un 12,9%, gracias al intenso incremento de los indefinidos. El trabajo a tiempo parcial llegó a representar el 21,5% de las colocaciones.

**LA REGULARIZACIÓN DE EXTRANJEROS ELEVA LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL**

Variación anual de afiliados en alta laboral en la Seguridad Social




FUENTES: Seguridad Social y elaboración propia.

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

### El paro registrado se mantiene estable

El tono favorable del mercado de trabajo no acaba de reflejarse en las cifras de paro registrado que, por primera vez en un año y medio, se sitúan ligeramente por encima del mismo mes del año anterior. En efecto, los 2.169.277 inscritos en las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo en febrero de 2006 superaban en un 0,2% los del mismo mes de 2005.

No obstante, los datos de estos dos primeros meses se hallan algo distorsionados por el desempleo agrario, que ha subido con fuerza, y también por el intenso aumento en las cifras de demandantes de primer empleo. Es pronto para decir si este fuerte aumento responde a una ralentización de las colocaciones o por el contrario obedece a una afluencia creciente a los servicios de empleo por parte de personas atraídas por el favorable momento del mercado laboral o bien de una situación provocada por la fuerte corriente migratoria que experimenta nuestro país. Es evidente que las inscripciones de trabajadores extranjeros pueden ayudar a engrosar las cifras. De hecho, este colectivo supone el 17% del incremento del paro en los dos primeros meses del año.

**El paro agrario enturbia levemente los registros de los dos primeros meses del año.**

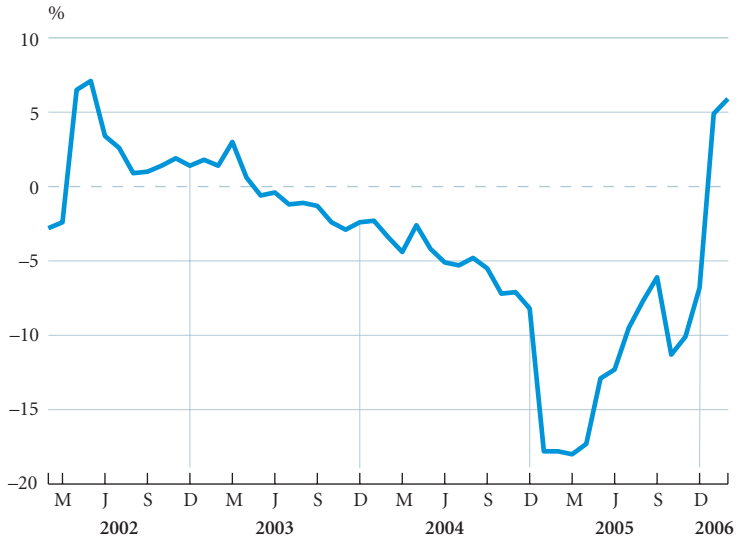
Atendiendo únicamente al desempleo no agrario (no se pueden aislar por el momento las cifras de extranjeros), la tendencia es algo más estable y el dato más favorable en la medida en que se mantiene por debajo del nivel del año anterior, concretamente un 1,2%.

Desde una perspectiva territorial, las tendencias menos favorables correspondieron a Andalucía y Murcia. En ambas comunidades el nivel de desempleo se situó por encima del año precedente al igual que en Valencia, Aragón, La Rioja y Canarias. En el resto de comunidades, la situación era más favorable que en febrero de 2006, aunque en algunas de ellas la tendencia al descenso del desempleo se moderó apreciablemente.

**Los extranjeros suponen el 17% del nuevo desempleo en 2006.**

## ¿SE COMPLICA ENCONTRAR UN PRIMER EMPLEO?

Variación anual de los inscritos en las oficinas de empleo en busca de un primer empleo




FUENTES: Instituto de Empleo y elaboración propia.

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Febrero 2006

| | Parados | Variación sobre diciembre 2005 | | Variación sobre el mismo periodo del año anterior | | % participación |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Absoluta | % | Absoluta | % | |
| **Por sectores** | | | | | | |
| Agricultura | 67.906 | 2.679 | 4,1 | 13.823 | 25,6 | 3,1 |
| Industria | 303.153 | 1.834 | 0,6 | –6.012 | –1,9 | 14,0 |
| Construcción | 234.506 | –10.594 | –4,3 | –13.105 | –5,3 | 10,8 |
| Servicios | 1.329.703 | 63.314 | 5,0 | –3.787 | –0,3 | 61,3 |
| Primer empleo | 234.009 | 9.107 | 4,0 | 12.938 | 5,9 | 10,8 |
| **Por sexos** | | | | | | |
| Hombres | 852.501 | 538 | 0,1 | –19.825 | –2,3 | 39,3 |
| Mujeres | 1.316.776 | 65.802 | 5,3 | 23.682 | 1,8 | 60,7 |
| **Por edades** | | | | | | |
| Menores de 25 años | 290.364 | 12.708 | 4,6 | 7.059 | 2,5 | 13,4 |
| Resto de edades | 1.878.913 | 53.632 | 2,9 | –3.202 | –0,2 | 86,6 |
| **TOTAL** | **2.169.277** | **66.340** | **3,2** | **3.857** | **0,2** | **100,0** |

FUENTES: Instituto de Empleo y elaboración propia.

## Salarios: tendencia a la moderación en el sector privado

Los salarios tienden en general a la moderación, según se desprende de los principales indicadores salariales correspondientes a 2005.

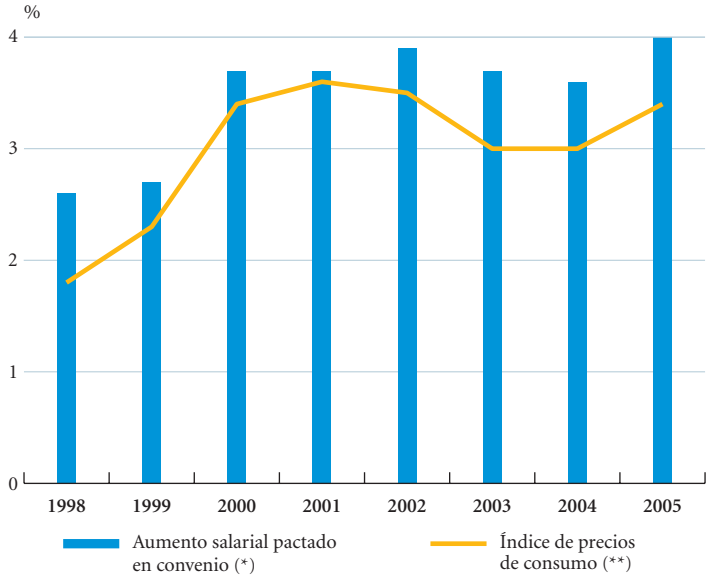
Donde esta tendencia no está tan clara es en la negociación colectiva. Según los datos de convenios colectivos recopilados por el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, el incremento medio de las retribuciones pactadas, cláusulas de revisión incluidas, quedó en un 4,0% en 2005, cuatro décimas más que en 2004. Por tanto, los salarios mantuvieron el poder adquisitivo. En todo caso, hay que tener en cuenta que los convenios cubren la situación de 8,7 millones de trabajadores, es decir, algo más del 56% del empleo asalariado.

En cambio, según las cifras de contabilidad nacional que elabora el Instituto Nacional de Estadística, las remuneraciones por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo no sólo se desaceleraron con intensidad en 2005 sino que además crecieron muy por debajo de la inflación. Concretamente, un 2,5% en media anual, ocho décimas porcentuales menos que en 2004. Este comportamiento no fue general para los distintos sectores de la economía. Los asalariados de las ramas energéticas y los servicios públicos disfrutaron de incrementos en las retribuciones superiores a los del resto de la economía y, además, la tendencia en 2005 fue a la aceleración. En cambio, en la industria, la construcción y los servicios de mercado la situación fue a la inversa, es decir, incrementos relativamente modestos y con tendencia a la moderación. Lógicamente, el juego del mercado y también la mayor facilidad de incorporación de los flujos de inmigración a actividades de mercado justifican esta dualidad en el modelo de retribución salarial.

**La moderación salarial no es general para toda la economía y las diferencias obedecen a situaciones de competencia y también a la distinta naturaleza de los empleos ofrecidos.**

**LOS CONVENIOS COLECTIVOS RECOGEN EL EFECTO DE LA MAYOR INFLACIÓN**

Variación anual




NOTAS: (*) Incluye cláusulas de revisión salarial.
(**) Incremento medio anual.
FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

En la misma línea que la contabilidad nacional se sitúan los resultados de la encuesta de salarios correspondiente al cuarto trimestre. Moderación e incrementos relativamente modestos en industria y construcción y situación inversa en los servicios. En el conjunto del año, este indicador apuntaba a un 2,6% de incremento salarial medio, dos décimas inferior al de 2004.

## INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | I |
| **Incremento pactado en convenios** (*) | **3,0** | **3,0** | **2,9** | **2,9** | **2,9** | **3,0** | **3,0** |
| **Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo** (**) | **3,3** | **2,5** | **2,6** | **2,6** | **2,3** | **2,4** | ... |
| **Encuesta trimestral de coste laboral** | | | | | | | |
| Costes salariales | | | | | | | |
| Total | 2,8 | 2,6 | 2,5 | 3,4 | 1,9 | 2,5 | ... |
| *Industria* | *3,3* | *2,7* | *3,2* | *3,1* | *1,5* | *3,0* | ... |
| *Construcción* | *4,2* | *2,3* | *2,4* | *3,3* | *1,3* | *2,0* | ... |
| *Servicios* | *2,5* | *2,9* | *2,5* | *3,8* | *2,6* | *2,8* | ... |
| Ganancia media por hora trabajada | 3,6 | 3,2 | 5,8 | 1,5 | 2,8 | 2,9 | ... |
| Otros costes laborales | 3,6 | 3,6 | 4,2 | 3,5 | 3,7 | 3,1 | ... |
| Jornada laboral (***) | –0,8 | –0,6 | –3,1 | 1,9 | –0,9 | –0,4 | ... |
| **Jornales agrarios** | **2,8** | **3,1** | **3,6** | **3,0** | **2,7** | **3,0** | **...** |
| **Coste laboral en la construcción** | **4,8** | **2,3** | **1,4** | **2,1** | **2,9** | **2,9** | **...** |

NOTAS: (*) No incluye cláusulas de revisión salarial.
(**) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.
(***) Horas efectivas por trabajador y mes.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

# Precios

## La tasa de inflación anticipa su moderación a febrero

El índice de precios de consumo (IPC) ha anticipado a febrero el inicio de la senda de moderación que debe recorrer en los próximos meses, si no se tuerce el mercado petrolero. Sin embargo, la leve mejora de la tasa interanual de inflación, dos décimas de punto hasta un 4,0%, no ha conseguido reducir el diferencial con la zona del euro, el cual se ha situado en 1,7 puntos porcentuales.

La mejora del IPC en febrero ha tenido su principal protagonista en los precios de la alimentación fresca y el tabaco, aunque también los carburantes han contribuido muy levemente a la contención del IPC, al subir menos que en febrero de 2005. Por lo demás, la situación mantiene la tónica de meses anteriores con la continuidad del alza sostenida de los bienes industriales no energéticos y la resistencia a la baja de los precios de los servicios.

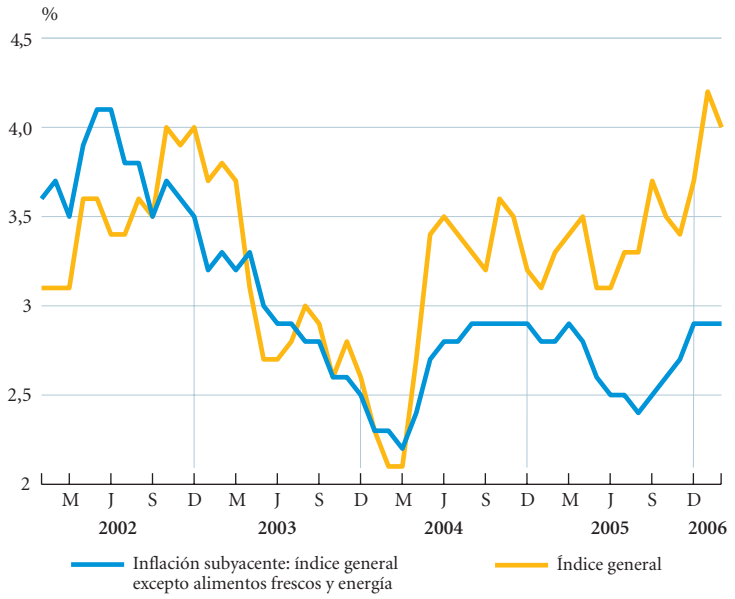
**El IPC se modera ligeramente pero está todavía en el 4%.**

El alza de los bienes industriales no energéticos sigue siendo muy modesta y afecta a la práctica totalidad de productos, excepción hecha de los equipos informáticos, de sonido o imagen, que presentan descensos importantes como consecuencia de las características singulares que configuran sus mercados. Las alzas resultan coherentes con las ligeras tensiones

**El tabaco y los alimentos frescos contribuyen a la contención del índice...**

**EL IPC CAE DE SUS MÁXIMOS PERO LA SUBYACENTE PERMANECE ESTABLE**

Variación interanual del IPC general y de la inflación subyacente




FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

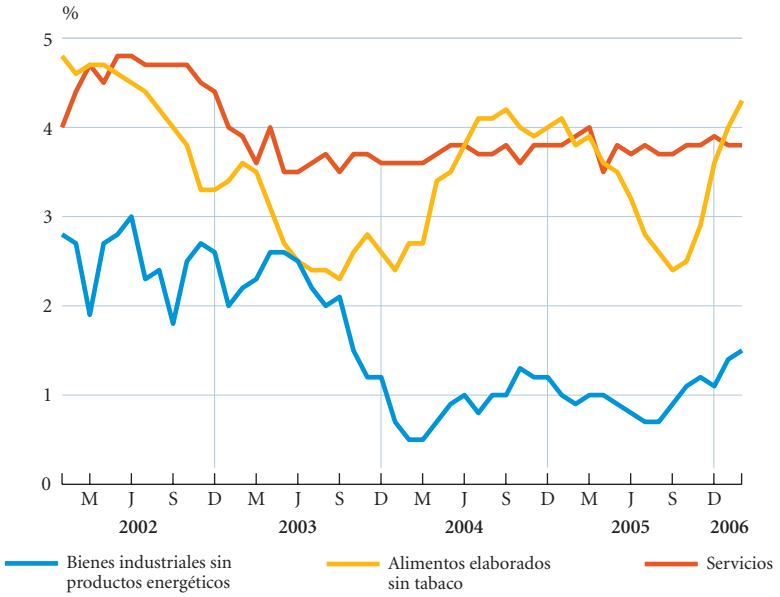
## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## PRECIOS DE LOS SERVICIOS: CRECIMIENTO ALTO PERO ESTABLE

Variación interanual de algunos componentes del IPC




FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**...mientras los bienes industriales van al alza y los precios de los servicios estabilizan su crecimiento en el 3,8%.**

que reflejan los precios de producción en el interior del país y también con el comportamiento levemente alcista de los precios de importación.

En el ámbito de los servicios, la situación sigue definida por un crecimiento de los precios estabilizado en un 3,8% interanual. Entornos de poca competencia,

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Febrero

| | Índices (*) | % variación mensual | | % variación s/diciembre anterior | | % variación anual | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 |
| **Por clases de gasto** | | | | | | | |
| Alimentos y bebidas no alcohólicas | 120,2 | –0,2 | –0,3 | 0,5 | 0,7 | 3,5 | 4,3 |
| Bebidas alcohólicas y tabaco | 115,7 | 0,2 | –2,9 | 0,3 | –5,0 | 5,5 | –0,5 |
| Vestido y calzado | 105,5 | –0,9 | –0,9 | –12,2 | –12,5 | 1,3 | 1,1 |
| Vivienda | 120,2 | 0,4 | 0,4 | 0,9 | 2,6 | 4,1 | 7,8 |
| Menaje | 109,1 | 0,1 | 0,3 | –0,3 | –0,1 | 2,1 | 2,4 |
| Medicina | 107,1 | 0,0 | 0,4 | 0,3 | 0,7 | 1,6 | 1,0 |
| Transporte | 119,3 | 1,4 | 0,7 | 1,2 | 2,2 | 5,9 | 7,2 |
| Comunicaciones | 91,6 | –0,2 | –0,2 | 0,1 | 0,1 | –0,4 | –1,6 |
| Ocio y cultura | 102,5 | 0,3 | 0,3 | –0,9 | –1,4 | 0,1 | 0,2 |
| Enseñanza | 121,4 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 4,2 | 3,9 |
| Hoteles, cafés y restaurantes | 122,3 | 0,5 | 0,6 | 0,9 | 1,1 | 4,0 | 4,5 |
| Otros | 117,1 | 0,6 | 0,2 | 2,1 | 1,8 | 3,0 | 3,1 |
| **Agrupaciones** | | | | | | | |
| Alimentos con elaboración | 117,3 | 0,1 | –0,1 | 0,6 | 0,2 | 3,8 | 3,4 |
| Alimentos sin elaboración | 124,5 | –0,7 | –1,5 | 0,3 | –0,4 | 3,5 | 4,5 |
| Conjunto no alimentario | 114,0 | 0,4 | 0,3 | –1,0 | –0,5 | 3,2 | 4,1 |
| Bienes industriales | 109,5 | 0,3 | 0,1 | –2,8 | –1,8 | 2,5 | 4,3 |
| *Productos energéticos* | *123,1* | *2,0* | *0,7* | *1,1* | *4,2* | *7,6* | *13,3* |
| *Carburantes y combustibles* | *128,4* | *2,7* | *0,9* | *0,9* | *4,2* | *9,8* | *16,6* |
| *Bienes industriales sin productos energéticos* | *105,3* | *–0,2* | *–0,1* | *–4,0* | *–3,7* | *0,9* | *1,5* |
| Servicios | 119,4 | 0,5 | 0,5 | 1,1 | 1,0 | 3,9 | 3,8 |
| Inflación subyacente (**) | 113,7 | 0,2 | 0,1 | –0,9 | –0,9 | 2,8 | 2,9 |
| **ÍNDICE GENERAL** | **115,5** | **0,3** | **0,0** | **–0,6** | **–0,4** | **3,3** | **4,0** |

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

principalmente en servicios personales o de reparaciones, o mercados regulados con precios administrados permiten la traslación a precios finales de los aumentos de costes o márgenes. Resultan destacables los aumentos del transporte público interurbano (6,5%), los servicios postales (6,2%), la enseñanza superior, los seguros, los servicios hospitalarios, las reparaciones de automóvil o el transporte público urbano, rúbricas todas ellas en torno al 5%.

En este contexto, la clave de la moderación del IPC en los próximos meses va a estar en los productos energéticos, siempre y cuando se mantengan (o mejoren) las condiciones en los mercados de cambios y del petróleo. Por tanto, si los precios energéticos se estabilizan, su efecto sobre la tasa interanual del IPC sería restar más de medio punto porcentual. Más complejo será obtener mejoras a medio plazo en las otras rúbricas. En los bienes industriales el proceso de reversión de la tendencia alcista

**La inflación puede seguir moderándose si no hay sorpresas con el petróleo.**

## ¿Será 2006 un año de corrección de los precios de la vivienda?

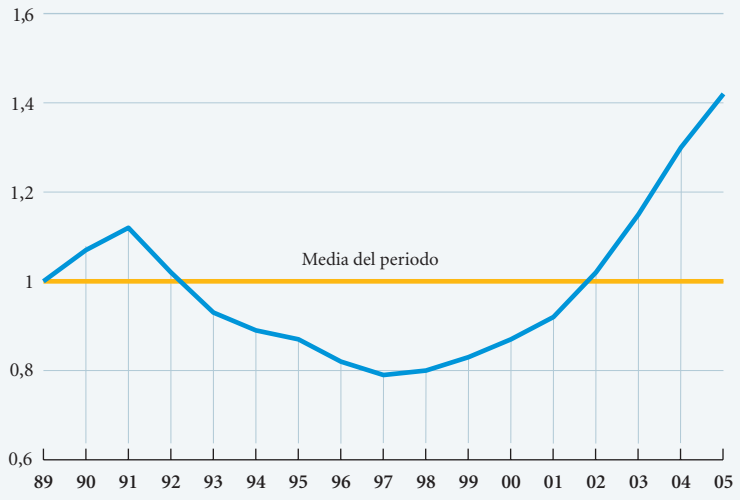
El fuerte aumento de los precios de los activos inmobiliarios en España y el crecimiento de la deuda contraída por las familias para su adquisición han desatado el temor de algunos organismos nacionales e internacionales a un brusco colapso del mercado y sus consecuencias sobre el resto de la economía. El incremento de los precios de la vivienda, un 15% de media anual desde 1999, se explica por diversos motivos. La estabilidad macroeconómica conseguida tras la adopción del euro, que condujo a una pronunciada reducción de los tipos de interés, y los importantes cambios demográficos que han tenido lugar en nuestro país han sido los principales impulsores de la demanda. El endeudamiento de las familias se ha disparado, a la vez que la oferta de productos financieros por parte del sector bancario ha facilitado el recurso al crédito.

¿Es posible que los precios hayan crecido excesivamente y, por tanto, podamos entrar en una fase de descensos generalizados? Desde un punto de vista analítico, la respuesta puede abordarse desde diferentes ópticas. Uno de los enfoques habitualmente utilizados es la aplicación de un *modelo de valoración de activos*. El fundamento de esta aproximación, que tiene en cuenta el papel de la vivienda como bien de inversión, es que su precio no debería ser muy distinto del flujo descontado de sus rentas, en nuestro caso, los alquileres futuros. Dicho de otro modo, en condiciones normales, en equilibrio, el coste de adquirir una vivienda debería ser igual al valor presente de los costes de alquilar dicha vivienda en el futuro.

Como cualquier medida de valoración de activos, este enfoque no está exento de salvedades. En efecto, tanto el mercado de vivienda de compra como el de alquiler distan mucho de ser mercados perfectos, existiendo costes de transacción y regulaciones que pueden justificar divergencias entre el precio de la vivienda y el valor actual del coste del alquiler. Además, resulta difícil evaluar la tasa de descuento del modelo (la tasa a la que se descuentan los flujos de los alqui-

**LA RELACIÓN ENTRE EL PRECIO DE LA VIVIENDA Y LOS ALQUILERES SUGIERE UNA APRECIACIÓN EN LOS ÚLTIMOS TRES AÑOS**

Ratio precio de la vivienda/coste del alquiler (1989 Ratio=1) (*)




NOTA: (*) La ratio precio de la vivienda entre alquiler es un índice que se calcula dividiendo el precio por $m^2$ de la vivienda (en base 1989) por el componente del IPC de alquileres (que toma como base el mismo año).
FUENTES: Ministerio de Vivienda, Banco de España y elaboración propia.

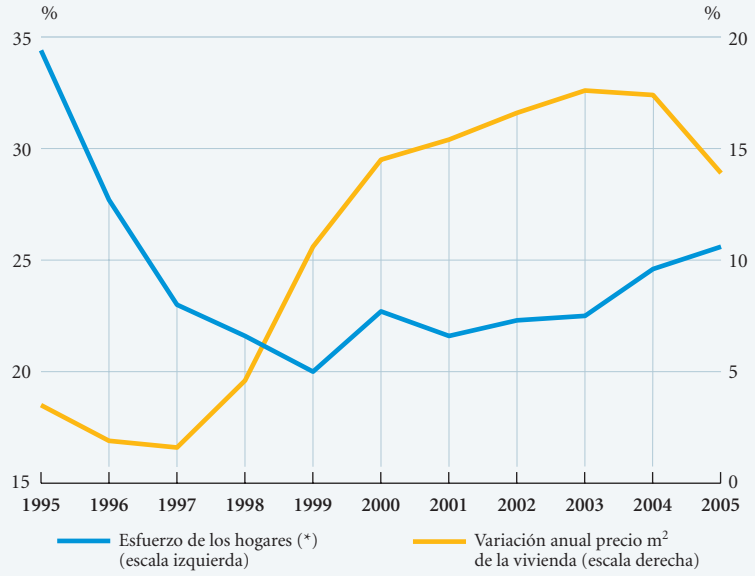
leres futuros), que debería tener en cuenta la prima de riesgo de la vivienda, es decir, la rentabilidad adicional por encima del tipo de interés sin riesgo que los inversores exigen por asumir los riesgos inherentes a la inversión residencial.

A pesar de estas complicaciones, una versión muy sencilla de este modelo, el simple cálculo del cociente entre el precio y el alquiler, puede ser igualmente útil para ilustrar lo que ha acontecido en el mercado inmobiliario español. Así, como se observa en el gráfico anterior, en los primeros años del ciclo inmobiliario expansivo (1999-2002) la ratio se situaba por debajo de su media histórica (que puede servirnos como aproximación de la ratio de equilibrio). Esta circunstancia es, quizás, consecuencia de una excesiva corrección del precio de la vivienda tras el *boom* de finales de los ochenta. En los últimos tres años, no obstante, la relación entre la ratio precio-alquiler y su media histórica se invierte, por lo que es posible que se haya producido una apreciación excesiva de la vivienda, hipótesis que también avalan análisis más técnicos, como los realizados por el Banco de España. El grado exacto de esta apreciación es muy difícil de precisar.

En cualquier caso, el aumento de las facilidades crediticias (descenso de los tipos de interés y alargamiento de los plazos de amortización) ha hecho que el esfuerzo de los hogares (definido como el importe de las cuotas, netas de deducciones fiscales, a pagar el primer año, por el hogar mediano, en porcentaje de la renta disponible del hogar) haya experimentado un aumento muy moderado en los últimos años.

A la vista de todo lo anterior, ¿qué podemos esperar en el futuro? Las proyecciones demográficas y la evolución prevista del resto de factores que determinan la demanda indican que, al menos en los próximos cinco años, su crecimiento perderá intensidad, pero mantendrá un suelo muy firme. En este contexto, el escenario más probable es que prosiga la senda de moderación de los precios iniciada, sin que se produzca el brusco ajuste temido por algunos. En 2005, el precio por m$^2$ de la vivienda libre aumentó un 13,9%, lo que supone el menor crecimiento de los últimos cuatro años.

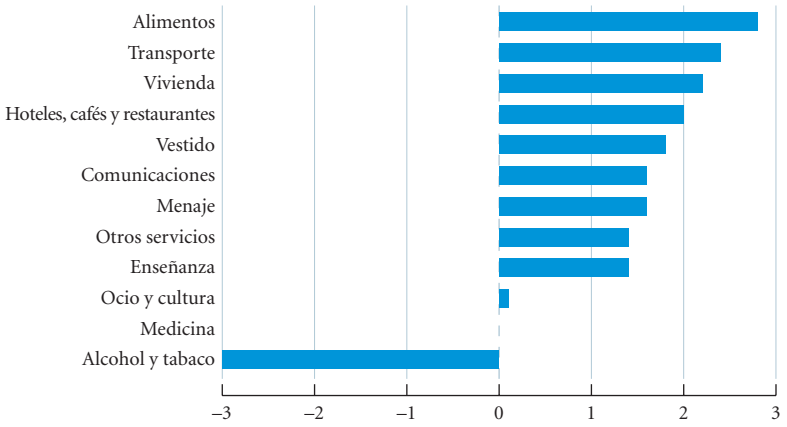
**EL ESFUERZO DE LOS HOGARES HA REGISTRADO UN AUMENTO MODERADO DEBIDO A LA MEJORA DE LAS CONDICIONES DE CRÉDITO**




NOTA: (*) El esfuerzo de los hogares se define como el importe de las cuotas, netas de deducciones fiscales, a pagar el primer año por el hogar mediano, en porcentaje de la renta anual disponible del hogar.
FUENTES: Ministerio de la Vivienda, Banco de España y elaboración propia.

**LA BAJADA DEL TABACO MAQUILLA EL DIFERENCIAL CON LA ZONA DEL EURO**

Diferencia entre el IPC armonizado español y el de la zona del euro por componentes.
Puntos porcentuales




FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**El diferencial de inflación con la zona del euro es especialmente amplio en alimentación, vivienda y transporte.**

será lento. En los servicios las inercias son importantes y, por tanto, sensibles las dificultades para obtener mejoras apreciables.

En cualquier caso, el referente lo constituye la zona del euro. A febrero, los grupos de transporte, vivienda y alimentación presentaban un diferencial superior a los dos puntos porcentuales según el índice de precios de consumo armonizado. Entre uno y dos puntos se hallaban la mayoría de rúbricas. Únicamente en ocio, cultura y gastos médicos el crecimiento de los precios era similar. Finalmente, la única ventaja competitiva aparecía en el ámbito del tabaco y obedecía a las fuertes bajadas de precios aplicadas por las tabaqueras el pasado mes.

**El elevado aumento de los precios energéticos incide negativamente sobre el índice de precios industriales.**

## Los precios mayoristas siguen presionando la inflación

El índice de precios industriales se mantuvo en febrero en el 6,3% del mes anterior. La leve moderación de los precios energéticos, dentro de un crecimiento muy elevado, ha compensado el ligero incremento de tensiones en el resto de productos excepto en las manufacturas de consumo no duraderas. Los repuntes más apreciables se han registrado en bienes de consumo duradero y en los productos alimenticios.

El fuerte crecimiento de los precios industriales tiene, sin embargo, efectos limitados sobre los precios finales de consumo. Los más evidentes se reducen, por el momento, al ámbito de los alimentos (así lo refleja el IPC) pues en el resto de bienes las alzas, pese al incremento de los costes de producción, tanto salariales como energéticos o de logística y distribución, parecen tener un alcance menor sobre los precios finales de consumo.

**Los precios de importación no preocupan excepto en el ámbito energético.**

Este menor impacto puede deberse, en parte, a la moderación relativa de los precios de importación de los bienes de consumo, que tampoco incorporan efectos apreciables de las subidas energéticas. En enero, los precios de las importaciones de bienes de consumo subieron únicamente un 1,6% interanual, constatándose un descenso en los alimenticios y un incremento moderado en los no alimenticios.

## 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** | | | | | | | | | | | |
| Diciembre | 2,5 | 5,0 | 2,8 | 1,6 | 6,2 | 10,6 | 5,8 | 4,2 | –3,7 | 9,4 | – |
| **2005** | | | | | | | | | | | |
| Enero | 8,4 | 4,8 | 3,2 | 1,8 | 6,2 | 8,7 | 5,0 | 3,4 | –1,6 | 7,2 | – |
| Febrero | 12,2 | 4,9 | 3,2 | 1,9 | 5,5 | 11,0 | 5,4 | 1,0 | –1,9 | 9,3 | 4,4 |
| Marzo | 13,2 | 5,1 | 2,8 | 2,0 | 4,9 | 13,1 | 5,3 | 2,6 | –7,6 | 9,7 | – |
| Abril | 6,6 | 5,0 | 2,8 | 2,0 | 3,7 | 14,5 | 4,6 | 0,9 | –7,5 | 9,1 | – |
| Mayo | –0,9 | 4,2 | 2,5 | 2,1 | 3,3 | 11,0 | 0,9 | –3,2 | –6,5 | 4,7 | 4,4 |
| Junio | –11,9 | 4,4 | 2,2 | 2,1 | 3,1 | 13,5 | 5,3 | 3,6 | –1,3 | 7,7 | – |
| Julio | –5,1 | 4,6 | 2,1 | 1,9 | 3,0 | 15,7 | 8,2 | 0,6 | 10,4 | 11,7 | – |
| Agosto | 9,2 | 4,9 | 2,5 | 1,8 | 2,9 | 16,4 | 6,1 | –0,2 | –0,4 | 11,0 | 4,5 |
| Septiembre | 6,7 | 5,4 | 2,6 | 1,9 | 3,2 | 17,9 | 4,3 | –0,6 | 4,2 | 7,0 | – |
| Octubre | –0,8 | 5,0 | 3,0 | 1,8 | 3,1 | 15,2 | 4,8 | 0,8 | 14,0 | 5,3 | – |
| Noviembre | 2,0 | 4,9 | 3,1 | 2,0 | 3,2 | 14,7 | 3,8 | 3,3 | –0,8 | 5,6 | 4,4 |
| Diciembre | 2,1 | 5,2 | 3,2 | 2,0 | 3,2 | 15,6 | 7,1 | 0,9 | 10,2 | 8,9 | – |
| **2006** | | | | | | | | | | | |
| Enero | ... | 6,3 | 3,5 | 2,1 | 3,6 | 20,6 | 1,5 | –6,5 | –5,1 | 7,5 | – |
| Febrero | ... | 6,3 | 3,6 | 2,1 | 3,8 | 20,1 | ... | ... | ... | ... | ... |

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

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

# Sector exterior

**Pocos cambios en el panorama del comercio exterior en el primer mes del año excepto en alguna operación puntual de exportación.**

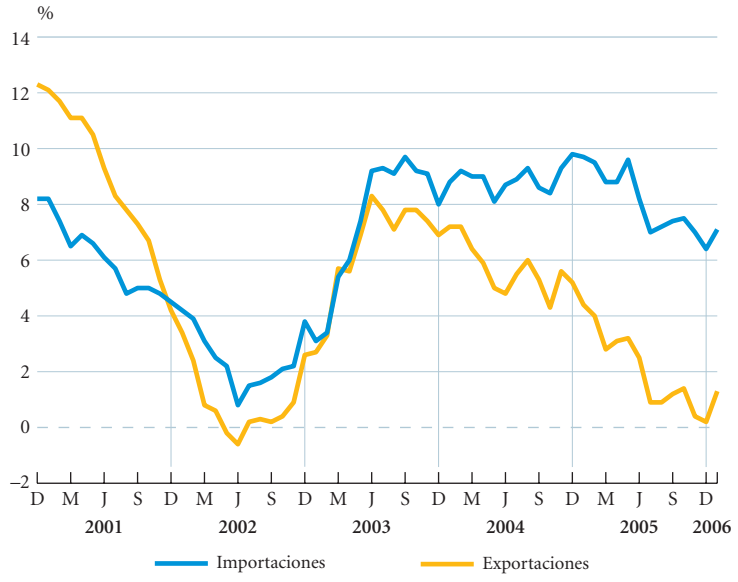
## Se recuperan las exportaciones en enero pero menos que las importaciones

Los primeros datos de 2006 relativos al comercio exterior de mercancías no presentan cambios importantes respecto a la tónica de meses anteriores, excepto en el ámbito de la exportación, donde se aprecia una mejora. Pese a ello, el déficit ha continuado con un crecimiento intenso por el dinamismo de las importaciones. En efecto, en enero el desequilibrio comercial se cifró en 6.583 millones de euros, un 24,7% más que en el mismo mes de 2005.

La mejora de las exportaciones en enero obedece, no obstante, a causas muy concretas que no parecen responder a un cambio sustancial en las coordenadas de debilidad relativa en que las ventas exteriores se movieron en 2005. Por una parte, el dato de enero de 2006 se beneficia de compararse con un enero de 2005 muy débil. Por otro lado, parte del incremento exportador se fundamenta en la contabilización de una operación concreta de venta de buques, operación que no se produjo en el periodo de referencia del año precedente. De ahí que las ventas exteriores de bienes de capital conozcan una expansión muy elevada. Con todo, y a diferencia del pasado inmediato, se ha percibido una recuperación de las exportaciones relacionadas con la automoción que, de consolidarse, podrían dar un giro al balance del comercio exterior.

**LAS EXPORTACIONES SE ESTANCAN**

Variación del comercio exterior en volumen




FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

## COMERCIO EXTERIOR

Enero 2006

| | Importaciones | | | Exportaciones | | | Saldo | Tasa de cobertura (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Millones de euros | % variación anual en valor | % partici-pación | Millones de euros | % variación anual en valor | % partici-pación | Millones de euros | |
| **Por grupos de productos** | | | | | | | | |
| Energéticos | 3.128 | 46,8 | 16,2 | 601 | 37,1 | 4,7 | –2.527 | 19,2 |
| Bienes de consumo | 5.924 | 31,2 | 30,6 | 4.702 | 8,8 | 36,9 | –1.222 | 79,4 |
| *Alimenticios* | *971* | *13,3* | *5,0* | *1.645* | *2,1* | *12,9* | *674* | *169,4* |
| *No alimenticios* | *4.953* | *35,0* | *25,6* | *3.057* | *10,1* | *24,0* | *–1.896* | *61,7* |
| Bienes de capital | 1.867 | 14,6 | 9,7 | 1.338 | 71,1 | 10,5 | –529 | 71,7 |
| Bienes intermedios no energéticos | 8.418 | 6,4 | 43,5 | 6.113 | 14,0 | 47,9 | –2.305 | 72,6 |
| **Por áreas geográficas** | | | | | | | | |
| Unión Europea 25 | 11.162 | 13,8 | 57,7 | 9.049 | 7,6 | 71,0 | –2.113 | 81,1 |
| *Zona del euro* | *9.449* | *13,8* | *48,9* | *7.116* | *5,1* | *55,8* | *–2.333* | *75,3* |
| Otros países | 8.175 | 28,2 | 42,3 | 3.705 | 48,7 | 29,0 | –4.470 | 45,3 |
| *Rusia* | *557* | *48,3* | *2,9* | *79* | *35,3* | *0,6* | *–478* | *14,1* |
| *EEUU* | *673* | *18,2* | *3,5* | *611* | *52,6* | *4,8* | *–63* | *90,7* |
| *Japón* | *447* | *–17,1* | *2,3* | *117* | *42,8* | *0,9* | *–330* | *26,1* |
| *América Latina* | *1.064* | *68,3* | *5,5* | *800* | *76,7* | *6,3* | *–264* | *75,2* |
| *OPEP* | *1.642* | *43,7* | *8,5* | *264* | *6,3* | *2,1* | *–1.378* | *16,1* |
| *Resto* | *3.792* | *21,6* | *19,6* | *1.835* | *46,7* | *14,4* | *–1.958* | *48,4* |
| **TOTAL** | **19.337** | **19,5** | **100,0** | **12.754** | **17,0** | **100,0** | **–6.583** | **66,0** |

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

Por otra parte, la mejora de la exportación se concentra principalmente en los mercados exteriores a la Unión Europea (UE), área donde el crecimiento en volumen llega al 35%, más de treinta puntos por encima del aumento registrado por las expediciones a la UE. Más débil aún resulta el crecimiento de las ventas a los países de la zona del euro, un 2,5% en volumen.

En el lado de las importaciones, dos son los hechos más relevantes. Por una parte, la elevada factura energética sigue representando una proporción notable de las compras totales. En enero, las importaciones de bienes energéticos superaron en un 46,8% las del mismo mes del año anterior, impulsadas por el fuerte aumento del precio medio del petróleo importado, un 65%, hasta los 348,1 euros por tonelada. En segundo lugar, destaca la avalancha de bienes de consumo no alimenticio favorecida por el auge de las compras de productos de confección. En enero, éstas crecieron un 130%, llegando a representar más del 7% de las importaciones totales.

**Avalancha de importaciones de confección en el primer mes del año.**

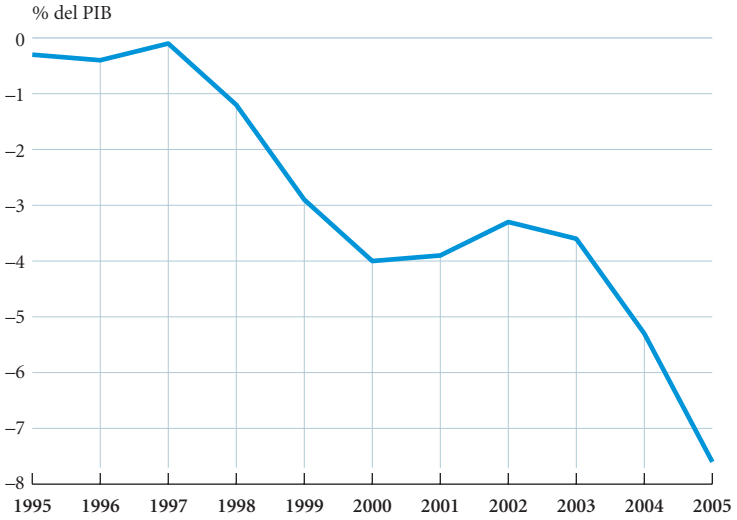
### El desequilibrio exterior empeora en 2005

La balanza por cuenta corriente cerró el ejercicio de 2005 con el déficit más elevado de la historia, 68.952 millones de euros, un 55,1% más que el mismo periodo del año anterior. En términos relativos, esta cifra equivale al 7,6% del producto interior bruto, con lo que el desequilibrio es uno de los más elevados de los países desarrollados.

**La balanza corriente refleja el cambio de la economía española en los últimos años.**

## EL DÉFICIT CORRIENTE DESCIENDE AL ABISMO

Saldo de la balanza corriente




FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## BALANZA DE PAGOS

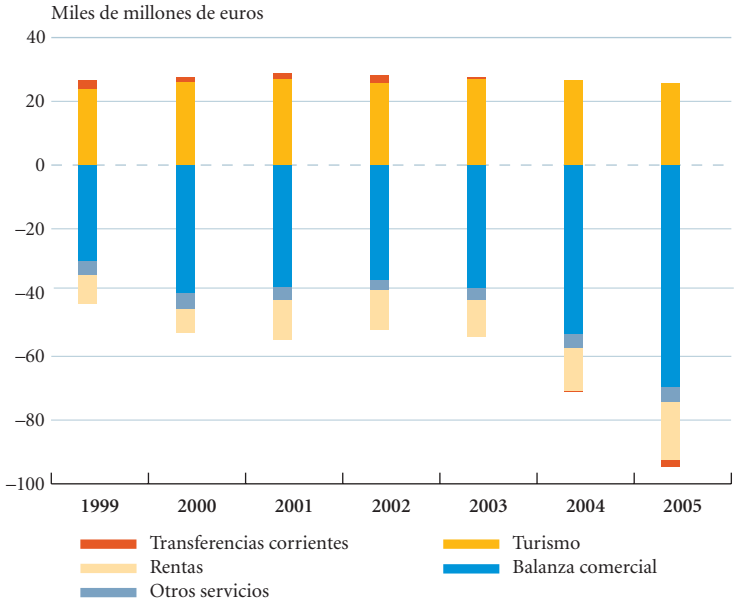
Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

| | Diciembre 2004 | Diciembre 2005 | % variación |
|---|---|---|---|
| **Balanza corriente** | | | |
| Balanza comercial | –52.937 | –69.834 | 31,9 |
| Servicios | | | |
| *Turismo* | *26.604* | *25.668* | *–3,5* |
| *Otros servicios* | *–4.373* | *–4.579* | *4,7* |
| Total | 22.231 | 21.089 | –5,1 |
| Rentas | –13.701 | –18.164 | 32,6 |
| Transferencias | –44 | –2.043 | – |
| **Total** | **–44.451** | **–68.952** | **55,1** |
| **Cuenta de capital** | **8.548** | **8.163** | **–4,5** |
| **Balanza financiera** | | | |
| Inversiones directas | –26.345 | –10.593 | –59,8 |
| Inversiones de cartera | 85.804 | 45.596 | –46,9 |
| Otras inversiones | –8.616 | 27.752 | – |
| **Total** | **50.843** | **62.755** | **23,4** |
| Errores y omisiones | –931 | 147 | – |
| Variación de activos del Banco de España | –14.009 | –2.113 | –84,9 |

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.

## SÓLO EL TURISMO SALVA LA CARA

Saldos de las distintas cuentas de la balanza de pagos corrientes




FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La ampliación del déficit corriente ha sido especialmente visible en los dos últimos años, pero se inició de manera decidida a partir de 1997. El deterioro de la balanza corriente refleja tanto la fase expansiva que la economía española ha experimentado en los últimos años como el freno en los avances en términos de competitividad.

El primer signo de este cambio es la ascensión imparable del déficit comercial que, por sí solo, explica el 69% del incremento del déficit corriente en 2005. La irrupción de los productores a bajo coste y una demanda interna muy vigorosa han favorecido un auge espectacular de las importaciones que no ha podido ser compensado por una exportación mermada por las deslocalizaciones y por una cierta pérdida de competitividad.

En segundo lugar, el incremento del déficit de rentas, que ha supuesto el 18% del aumento del saldo corriente, refleja la situación financiera de una economía que se ve abocada a financiarse en el exterior para sostener su ritmo de crecimiento del crédito interno. Así lo refleja el fuerte aumento de los pagos por intereses de créditos y el endeudamiento del sector privado y público en el exterior.

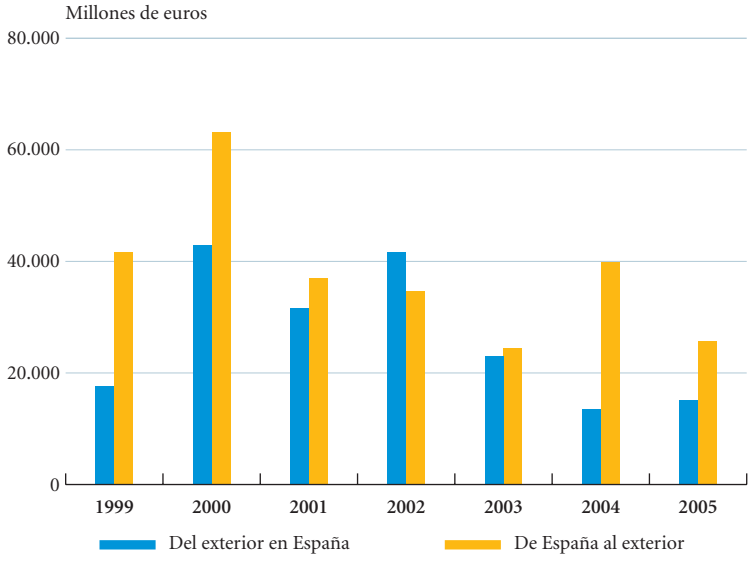
**La globalización daña la cuenta comercial y la financiación exterior del crecimiento castiga la rúbrica de rentas.**

Del mismo modo, la balanza por cuenta corriente muestra, en su rúbrica de transferencias, el deterioro del saldo de las transferencias con la Unión Europea. Además, se han incrementado las salidas por las remesas al exterior de los inmigrantes. De hecho, esta balanza, tradicionalmente con un confortable superávit, arroja ya por segundo año consecutivo un déficit notable.

Por último, el mullido colchón de la balanza turística, que había llegado a compensar totalmente el déficit comercial a primeros de los noventa, ha perdido algo de espesor. La contención de los ingresos

**LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA SE RECUPERA Y LA ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR SE DEBILITA**

Inversión extranjera directa




FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**La inmigración y la ampliación europea pasan factura al saldo de transferencias y el saldo turístico ya no es el que era.**

turísticos, pese al aumento de precios en el sector y la afluencia creciente de turistas extranjeros (un 6,1% en 2005), se ve anulado por el aumento de los pagos derivado de la mayor inquietud viajera al exterior de la población española.

En el ámbito financiero, resulta destacable la moderada recuperación de la inversión extranjera directa en empresas españolas, aunque sin alcanzar los niveles de finales de la década anterior. Al contrario, la inversión española en el exterior cae sensiblemente y se sitúa en una de las cotas más bajas de los últimos años. En el campo inmobiliario, la situación es la inversa pues el capital extranjero parece apostar con menos intensidad por el mercado español mientras que el sector autóctono abre sus puertas a la inversión en el exterior.

# Sector público

## La bonanza económica y la inflación encarrilan las cuentas públicas en 2005

Las administraciones públicas cerraron el ejercicio presupuestario de 2005 con un excedente del 1,1% del producto interior bruto (PIB), un resultado que las autoridades económicas se apresuraron a destacar como el primer superávit desde los años setenta. De hecho, en años anteriores se había hecho ya tal anuncio, pero las revisiones posteriores de las cifras corrigieron a la baja las primeras estimaciones.

Por administraciones, la Seguridad Social volvió a presentar un notable superávit, como en años anteriores, aunque esta vez acompañada por el Estado. Por el contrario, comunidades autónomas y administraciones locales presentaron balances negativos y peores que el año anterior.

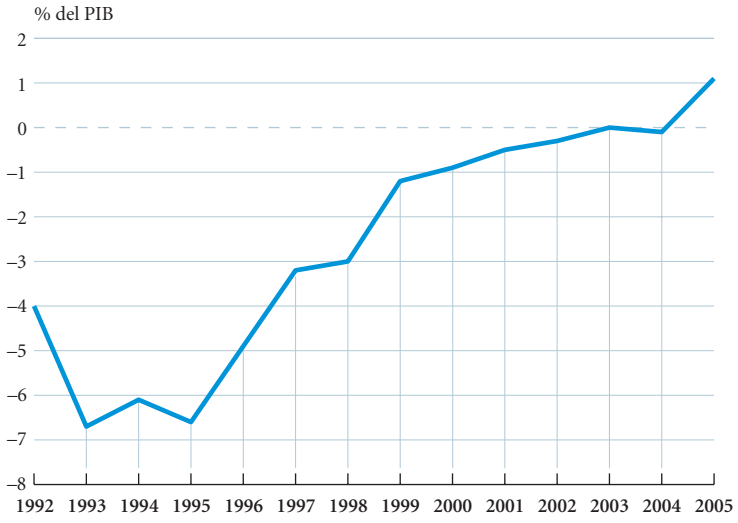
El favorable resultado del saldo del conjunto de las administraciones públicas se debe al extraordinario crecimiento de los ingresos, en particular los tributarios, que según el Ministerio de Hacienda aumentaron un 14,1%, casi cinco puntos por encima del crecimiento de la demanda interna. Por la parte del gasto, los escasos datos disponibles, circunscritos únicamente al ámbito estatal, apuntan a desviaciones al alza excepto en el ámbito de los intereses de la deuda pública.

**La bonanza económica favorece una fuerte expansión de los ingresos tributarios...**

El auge de los ingresos de las administraciones fue general entre las distintas figuras impositivas. La intensa creación de empleo y la regularización de extranjeros elevaron la recaudación por cotizaciones

**LAS CUENTAS PÚBLICAS VUELVEN A TERRENO POSITIVO**

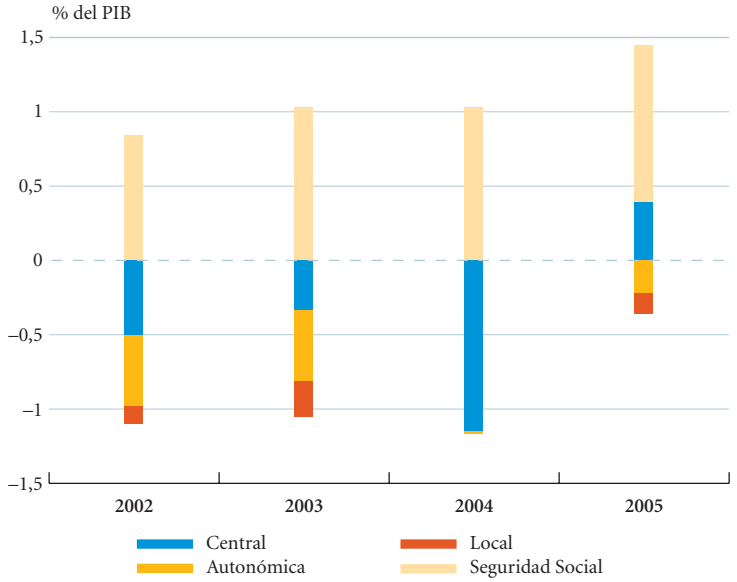
Saldo de las administraciones públicas




FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

## SEGURIDAD SOCIAL Y ESTADO SALVAN EL SALDO PRESUPUESTARIO

Saldo presupuestario por tipo de administración

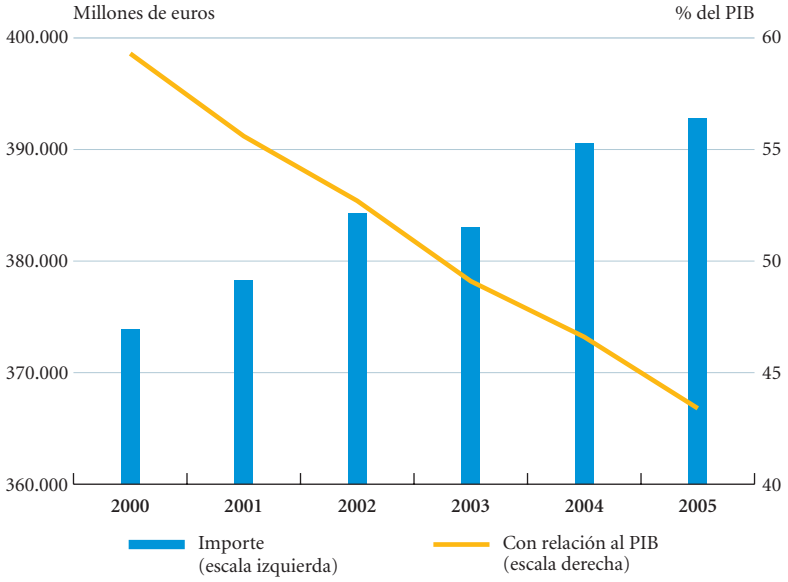



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

a la Seguridad Social, al tiempo que incidieron de manera importante sobre la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas. El buen momento empresarial impulsó decididamente la recaudación del impuesto de sociedades.

## SE MODERA EL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Deuda de las administraciones públicas




FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Paralelamente, las alzas bursátiles y la continuidad del dinamismo en el mercado inmobiliario incidieron también en la tributación por plusvalías en las figuras tributarias sobre renta. En conjunto, la imposición directa progresó a una tasa del 17,7%, y las cotizaciones a la Seguridad Social, siempre con datos provisionales, un 7,8%.

En el ámbito de la imposición indirecta, el fuerte aumento de la demanda interna, junto al crecimiento de las importaciones, fue decisivo. Además, la elevada tasa de inflación, en general, y el alza del petróleo y de los carburantes, en particular, proporcionaron un holgado aumento de los recursos obtenidos por el erario público, principalmente a través del impuesto sobre el valor añadido, cuya recaudación creció un 12,1%. Por otra parte, el aumento de los recursos procedentes del tráfico exterior fue del 18,6%.

El saldo vivo de la deuda de todas las administraciones públicas se situó en 392.831 millones de euros a final de 2005, es decir, en un 43,4% del PIB, dos puntos y dos décimas porcentuales menos que en el año precedente. De esta proporción, 6,2 puntos correspondían a las administraciones territoriales y el resto, 37,2 puntos, a la administración central, Seguridad Social incluida. El nivel de endeudamiento de la administración pública española, en cualquier caso, está sensiblemente por debajo de la media de la zona del euro, un 72% en 2005.

**...que repercute positivamente en el balance de las cuentas públicas.**

# Ahorro y financiación

**La financiación a las empresas registra el mayor crecimiento desde julio de 1999.**

## La financiación a las empresas pulsa con gran vigor

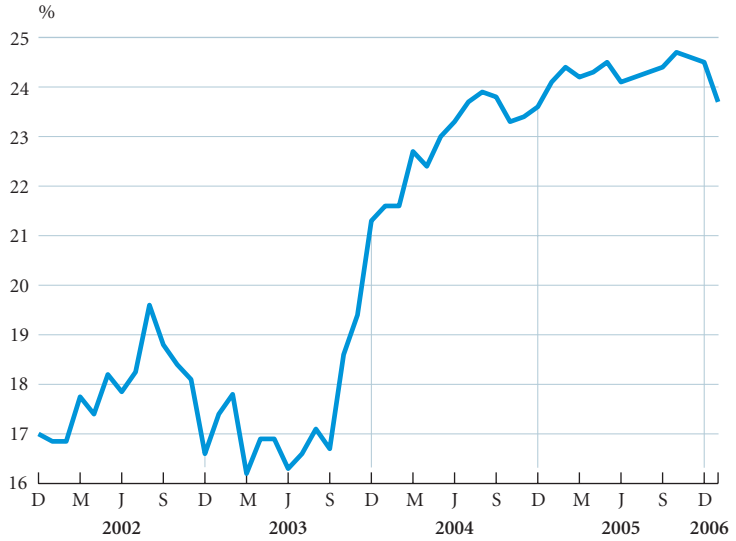
La demanda de financiación por parte del sector privado sigue fuerte. En enero la financiación concedida a las empresas y familias creció a un ritmo anual del 20,4%, tan sólo dos décimas por debajo del máximo de la última década anotado en diciembre. La buena marcha de la economía y los bajos tipos de interés prevalecientes explican esta evolución.

Los recursos dirigidos a las empresas se elevaron el 20,2% en los doce últimos meses hasta enero. Ésta es la mayor tasa anual registrada desde julio de 1999. En cuanto a los fondos canalizados a los hogares, aumentaron el 20,7% en relación con enero de 2005, medio punto menos que en el mes anterior. Esta suave desaceleración se ha notado en los préstamos para la adquisición de vivienda, que pasaron a crecer el 23,7% en enero, un punto menos que en octubre de 2005. Así, aunque la expansión de los créditos hipotecarios sigue siendo muy elevada, podría haberse iniciado la pronosticada ralentización.

Por otro lado, en 2005 se constituyeron 1.752.947 hipotecas sobre fincas rústicas y urbanas en España, según el Instituto Nacional de Estadística un 10,5% más que en el año anterior. El importe total de los nuevos créditos hipotecarios aumentó el 25,7% con relación a 2004. El importe medio por hipoteca resultó de 137.707 euros en 2005, con una subida anual del

**LEVES SÍNTOMAS DE DESACELERACIÓN 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.

13,7%. Por su parte, el importe medio por hipoteca sobre vivienda se cifró en 124.538 euros, con un crecimiento del 13% respecto al año anterior. Por entidades, las cajas de ahorros fueron las que concedieron el mayor número de préstamos hipotecarios en 2005 (el 54% del total), seguidas de los bancos (36%) y otras instituciones financieras (10%).

El plazo medio de los préstamos hipotecarios de bancos y cajas fue de 24 años. No obstante, la mayor parte de las hipotecas se reembolsan antes del vencimiento, de modo que el plazo medio de amortización se colocó en unos 8 años. Por otro lado, el 97,5% de las hipotecas efectuadas el año pasado se realizó con un tipo de interés variable y el 2,5% a un tipo de interés fijo. El euríbor continuó siendo el índice de referencia más usual, utilizado en el 81,9% de los contratos.

En cuanto a la distribución geográfica de las hipotecas en 2005, las comunidades autónomas en las que se constituyeron más hipotecas en términos relativos fueron Baleares, con 7.089 por cada 100.000 habitantes y Murcia, con 6.771. Baleares fue también la comunidad que experimentó un mayor incremento anual del número de hipotecas, seguida por Castilla-la Mancha, Extremadura, Aragón y Comunidad Valenciana. En cambio, se registraron caídas en el número de hipotecas en Ceuta y Melilla, Navarra y Galicia.

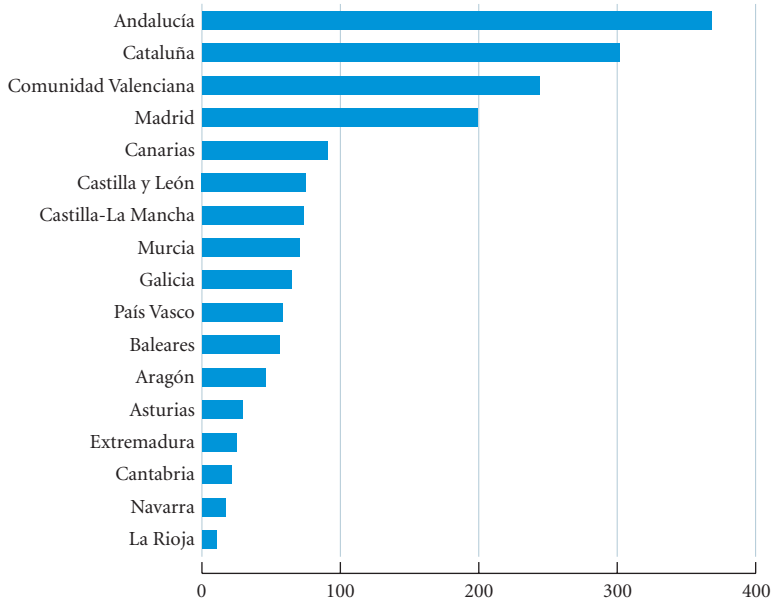
Por otra parte, el crédito al consumo muestra pujanza. El importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos al consumo a los hogares, para comprar coches, motos, electrodomésticos, mobiliario, viajes, etc., ascendió a 3.815 millones de euros en enero de 2006. Este montante supone un crecimiento interanual del 34,6%. Cabe señalar que las entidades financieras también han flexibilizado las condiciones de sus ofertas, ampliando los plazos de vencimiento y permitiendo en algunos casos la modificación al alza o a

**El 98% de las hipotecas contratadas en 2005 se efectuó a tipos de interés variable.**

**Los mayores aumentos del número de hipotecas en 2005 se registran en Baleares, Castilla-La Mancha y Extremadura.**

**CASI LAS DOS TERCERAS PARTES DE LAS HIPOTECAS SE CONCENTRAN EN CUATRO COMUNIDADES AUTÓNOMAS**

Capital prestado con garantía hipotecaria en 2005, en millones de euros




FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**El crédito al consumo se dispara.**

la baja de las cuotas. Por otro lado, las nuevas operaciones de préstamos y créditos a las familias para otros fines (compra de valores, terrenos, etc.) totalizaron 4.632 millones de euros en el primer mes del ejercicio, con un aumento interanual del 8,4%.

Los tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios continuaron repuntando en enero después del giro alcista del Banco Central Europeo en diciembre de 2005. Con todo, su promedio todavía se situaba por debajo del nivel de la inflación, o sea que los tipos de interés reales eran ligeramente negativos. De esta forma, en 2006, los tipos de interés bancarios probablemente seguirán subiendo, si bien moderadamente.

## Extraordinario crecimiento de los depósitos bancarios

**Moderado crecimiento de las primas de los seguros de vida de ahorro en 2005.**

Los depósitos totales de las empresas y familias residentes se están expansionando con un gran vigor, muy superior al conjunto del área del euro, reflejando el buen tono de la economía española. Las cuentas a plazo a más de dos años, que gozan de una bonificación fiscal de los intereses del 40%, crecieron de modo espectacular. Por otro lado, los depósitos a la vista y de ahorro aumentaron el 13,5% en enero con relación al mismo mes del año precedente.

Los fondos de inversión también son un instrumento preferido por los ahorradores. El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria subió en 3.906 millones de euros en febrero hasta los 252.038 millones, según los datos facilitados por Inverco, la asociación de gestoras. De esta manera, el total de los activos de los fondos de inversión mobiliaria creció el 12,2% en los últimos doce meses. Las suscripciones netas anotadas en el primer bimestre fueron de 1.890 millones de euros. Así, más de la mitad del aumento del patrimonio estuvo constituido por plusvalías, debidas mayormente a la buena evolución de las bolsas. La mayor parte de las compras netas de participaciones se dirigió hacia los fondos globales y a la renta variable internacional en busca de mayores rendimientos. La rentabilidad media anual de los fondos de inversión mobiliaria resultó del 5,4% en febrero, por encima de la inflación.

**DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

Enero 2006

| | Saldo | Variación año actual | | Variación 12 meses | | % participación |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Millones de euros | Millones de euros | % | Millones de euros | % | |
| A la vista y de ahorro (**) | 387.595 | –8.760 | –2,2 | 46.060 | 13,5 | 42,5 |
| A plazo hasta 2 años (*) | 191.935 | 1.419 | 0,7 | 30.706 | 19,0 | 21,0 |
| A plazo a más de 2 años (*) | 241.475 | 4.719 | 2,0 | 112.807 | 87,7 | 26,5 |
| Cesiones temporales | 74.209 | 1.157 | 1,6 | –1.972 | –2,6 | 8,1 |
| **Total** (*) | **895.215** | **–1.464** | **–0,2** | **187.603** | **26,5** | **98,2** |
| **Depósitos en monedas no euro** | **16.649** | **1.010** | **6,5** | **10.613** | **175,8** | **1,8** |
| **TOTAL** (*) | **911.864** | **–454** | **0,0** | **198.216** | **27,8** | **100,0** |

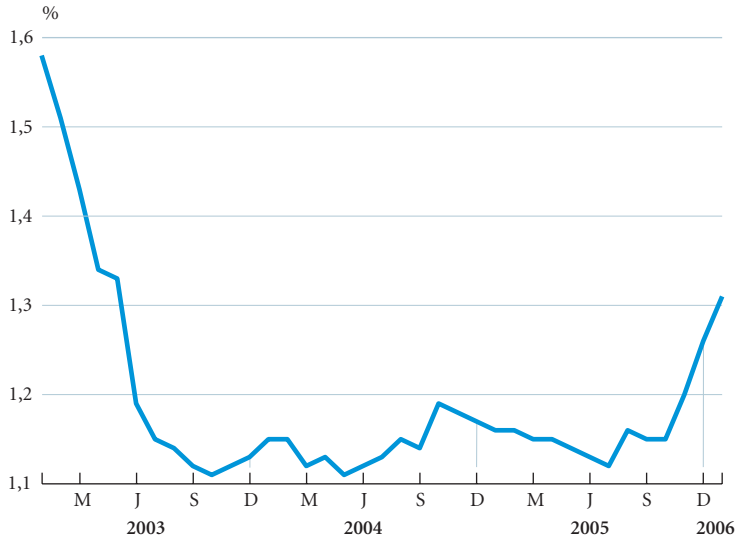
NOTAS: (*) A partir de junio de 2005 a consecuencia de la entrada en vigor de la nueva normativa contable derivada de la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad se producen incrementos en los depósitos a plazo como contrapartida del reingreso en el activo de fondos de titulización que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

## REPUNTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS

Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en depósitos del sector privado (*)




NOTA: (*) Tasa anual equivalente sin incluir comisiones.
FUENTE: Banco de España.

En otro ámbito, las primas de los seguros de vida de ahorro se elevaron a 17.646 millones de euros en 2005, con un alza interanual del 7,4%. De ellas, las correspondientes a los seguros de jubilación ascendieron a 9.579 millones de euros, el 5,0% más que en 2004.

En otro orden de cosas, el gobierno aprobó el día 10 de marzo el proyecto de ley de reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Esta medida plantea algunos cambios importantes para el tratamiento fiscal del ahorro. Así, se establecería un tipo único del 18% para todos los productos de ahorro. Hasta ahora, el tratamiento es distinto para los productos que generan un rendimiento, como los depósitos, y las ganancias patrimoniales y varía según el período de generación. El proyecto de ley reorienta los incentivos fiscales a la previsión social complementaria, como los fondos de pensiones, hacia los instrumentos cuyas percepciones se reciban en forma de renta. Asimismo, desaparecerían las reducciones que se aplican a los rendimientos obtenidos en los seguros de vida con plazo superior a los dos años con pago único. Se prevé un nuevo producto de fomento del ahorro a largo plazo, el plan individual de ahorro sistemático. No obstante, esta ley, de aprobarse, respetará los derechos adquiridos con anterioridad al 20 de enero de 2006.

**El nuevo tratamiento del ahorro en la ley del IRPF se basará en un tipo único del 18%.**

# 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)