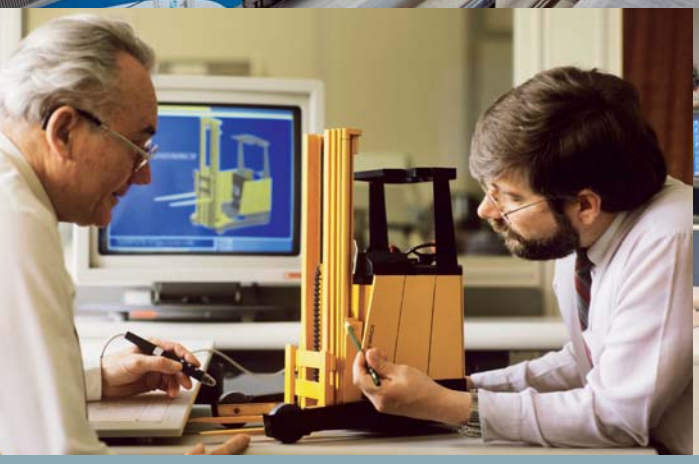
JULIO-AGOSTO 2006

Informe Mensual



NÚMERO 293

En busca de la productividad perdida Pág. 43
El patrón de especialización sectorial no justifica la baja productividad de la economía española

Empleo y productividad: ¿objetivos incompatibles? Pág. 20
En España se crean muchos puestos de trabajo, pero su baja productividad frena el avance de la renta per cápita

¿Por qué se desacelera la productividad total de los factores de la economía española? Pág. 38
El rendimiento del capital tecnológico –entendido en sentido amplio– es insuficiente

Productividad del trabajo y modalidades de contratación Pág. 49
Las características del contrato laboral repercuten sobre la productividad del trabajo

SERVICIO DE ESTUDIOS

"la Caixa"

Previsiones

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

	2005	2006	2007	2005				2006		
				I	II	III	IV	I	II	III
ECONOMÍA INTERNACIONAL		Previsiones							Previsiones	
Producto interior bruto										
Estados Unidos	3,5	3,5	3,2	3,6	3,6	3,6	3,2	3,6	3,6	3,5
Japón	2,6	2,8	2,1	1,1	2,7	2,7	4,0	3,5	2,9	2,6
Reino Unido	1,8	2,3	2,5	1,9	1,7	1,9	1,8	2,2	2,3	2,3
Zona del euro	1,4	2,0	1,9	1,2	1,2	1,6	1,7	1,9	2,0	1,9
Alemania	*1,1*	*1,6*	*1,3*	*0,6*	*0,8*	*1,6*	*1,7*	*1,4*	*1,7*	*1,6*
Francia	*1,2*	*2,0*	*1,9*	*1,6*	*0,8*	*1,4*	*1,1*	*1,5*	*2,1*	*2,1*
Precios de consumo										
Estados Unidos	3,4	3,5	2,9	3,0	3,0	3,8	3,7	3,7	4,0	3,3
Japón	–0,3	0,4	0,3	–0,2	–0,1	–0,3	–0,5	0,4	0,4	0,3
Reino Unido	2,3	2,4	2,2	2,2	2,2	2,4	2,2	2,2	2,7	2,6
Zona del euro	2,2	2,3	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3
Alemania	*2,0*	*1,8*	*2,2*	*1,7*	*1,7*	*2,1*	*2,3*	*2,0*	*2,0*	*1,6*
Francia	*1,7*	*1,8*	*1,7*	*1,7*	*1,7*	*1,9*	*1,6*	*1,8*	*1,6*	*1,7*
ECONOMÍA ESPAÑOLA		Previsiones							Previsiones	
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	4,4	3,6	3,2	4,6	4,6	4,3	4,0	4,0	3,8	3,5
Consumo de las AAPP	4,5	4,5	4,4	5,2	4,0	4,2	4,6	4,7	4,6	4,5
Formación bruta de capital fijo	7,2	5,7	4,3	7,0	7,6	7,3	6,8	6,2	6,0	5,4
Bienes de equipo	*9,5*	*7,6*	*5,9*	*9,8*	*10,4*	*8,9*	*9,1*	*8,3*	*7,9*	*7,4*
Construcción	*6,0*	*4,8*	*3,2*	*6,0*	*6,2*	*6,3*	*5,6*	*5,8*	*5,3*	*4,5*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	5,3	4,6	3,9	5,5	5,4	5,3	5,0	5,0	4,8	4,4
Exportación de bienes y servicios	1,0	8,4	6,4	–1,4	1,3	2,1	1,9	9,1	8,8	8,1
Importación de bienes y servicios	7,1	11,3	8,6	6,2	7,9	7,8	6,6	12,4	11,8	11,0
Producto interior bruto	**3,4**	**3,2**	**2,8**	**3,3**	**3,4**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,4**	**3,1**
Otras variables										
Empleo	3,1	2,8	2,4	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1	2,7
Tasa de paro (% población activa)	9,2	9,0	8,9	10,2	9,3	8,4	8,7	9,1	9,0	8,9
Índice de precios de consumo	3,4	3,8	3,0	3,3	3,2	3,4	3,6	4,0	4,0	3,5
Costes laborales unitarios	2,3	2,5	2,2	2,5	2,4	2,0	2,2	2,3		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	–7,4	–8,9	–8,5	–8,4	–7,8	–6,7	–6,8	–10,6		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–6,5	–8,0	–7,7	–7,8	–6,6	–5,8	–5,8	–10,2		
Saldo público (% PIB)	1,1	0,5	0,1							
MERCADOS FINANCIEROS		Previsiones							Previsiones	
Tipos de interés internacionales										
Fed Funds	3,2	5,1	5,5	2,4	2,9	3,4	4,0	4,4	4,9	5,2
Repo BCE	2,0	2,7	3,6	2,0	2,0	2,0	2,1	2,3	2,6	2,8
Bonos EEUU 10 años	4,3	5,3	5,7	4,3	4,2	4,2	4,5	4,6	5,1	5,5
Bonos alemanes 10 años	3,4	4,2	5,0	3,6	3,3	3,2	3,4	3,5	4,0	4,5
Obligaciones 10 años	3,4	4,2	5,0	3,6	3,3	3,2	3,4	3,5	4,0	4,5
Tipos de cambio										
$/Euro	1,25	1,27	1,35	1,31	1,26	1,22	1,19	1,20	1,27	1,31

INFORME MENSUAL
Julio-agosto 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 2006	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, maquetación e impresión: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona D. L.: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947
Edición electrónica: www.comunicacions.com - Travessera de Dalt, 30 - 08024 Barcelona

Índice

1 Editorial

2 Resumen ejecutivo

6 Coyuntura internacional
6 Estados Unidos
10 Japón
12 Brasil
14 Argentina

18 Unión Europea
18 Zona del euro
20 Empleo y productividad: ¿objetivos incompatibles?
22 Alemania
24 Francia
25 Italia
26 Reino Unido

27 Mercados financieros
27 Mercados monetarios y de capital

36 Coyuntura española
36 Actividad económica
38 ¿Por qué se desacelera la productividad total de los factores de la economía española?
43 En busca de la productividad perdida
46 Mercado de trabajo
49 Productividad del trabajo y modalidades de contratación
53 Precios
58 Sector exterior
62 Sector público
64 Ahorro y financiación

La productividad, clave del futuro de la economía española

La economía española ha experimentado un importante avance en términos de convergencia real en los últimos años. Nuestro nivel de desarrollo se va acercando a los niveles de los países más avanzados. El producto interior bruto (PIB) per cápita en 2005 se situó en el 92,5% de la media de la zona del euro. Pero hay un problema. En la carrera de la convergencia real juegan fundamentalmente dos factores: la movilización del factor trabajo y las mejoras de la productividad. Y en los últimos años, los brillantes resultados citados se han producido gracias casi exclusivamente al factor trabajo. La tasa de empleo ha pasado del 47% de la población en edad de trabajar en 1985 al 65% en 2005.

Esto significa que el país pedalea con una sola pierna. La productividad apenas ha crecido en los últimos años. El producto por persona empleada prácticamente no aumenta. Mientras, en los países de nuestro entorno el crecimiento de la productividad sigue su curso normal. Si hasta mediados de los ochenta la productividad española crecía por encima de la correspondiente a los países de la Unión Europea a 15, llegando a superar la media de la zona, desde entonces la tendencia se ha invertido. En 2000, la productividad española era el 96% de la UE-15 y en 2005, el 92%.

¿Por qué crece tan poco nuestra productividad, y además ha tendido a desacelerarse en los últimos años? Hay algunas explicaciones que no son válidas. Una es que se debe al gran crecimiento del empleo en los últimos años. El caso de Irlanda, entre otros, demuestra que es posible un crecimiento explosivo del mercado laboral y, al mismo tiempo, un notable avance de la productividad. Y es obvio que no podemos decir que en España estemos sustituyendo capital por trabajo, dado que la inversión también ha aumentado y el capital por trabajador no ha disminuido. Otra excusa falsa es la que apunta al patrón de crecimiento que ha seguido la economía española en este ciclo, muy centrado en construcción y determinados servicios intensivos en mano de obra. Cuando comparamos sector a sector con los países de nuestro entorno, resulta que en casi todas las actividades económicas la productividad española se queda atrás.

Hay otras explicaciones. Un stock de capital público insuficiente o inadecuado conlleva una menor productividad. Aunque el gasto público en infraestructuras en años recientes ha sido ciertamente intenso, quizás no se ha acertado en los proyectos o se ha gastado ineficientemente. Otros elementos son nuestro ancestral retraso en investigación y desarrollo y en tecnologías de la información. Siendo ello cierto, cabe aducir que ha habido una mejora en los últimos años, avance que sin embargo no se logra distinguir en las cifras de productividad. ¿Hay también aquí un problema de eficiencia en el esfuerzo de gasto? Por último, la educación, y su adecuación a las necesidades de un cambiante sistema productivo, son también elementos clave, donde lo importante no es probablemente un gran nivel de gasto sino un sistema de incentivos adecuado. En esta línea, un marco regulatorio que elimine restricciones y rigideces, creando un entorno favorable a la empresa y a la innovación, resultan decisivos para romper con el atasco de la productividad. Porque de otra forma no será posible seguir cerrando la brecha. La tasa de empleo no da para mucho más. Si la productividad no despierta, la convergencia real se colapsará.

27 de junio de 2006

RESUMEN EJECUTIVO

Transcurrida la primera mitad de 2006, la coyuntura mundial mantiene una trayectoria favorable, pero la desconfianza se ha apoderado de los mercados financieros.

En los últimos años hemos atravesado una etapa de amplia liquidez, combinada con una aceleración del proceso de globalización de las economías.

La subida generalizada de los tipos de interés por parte de los bancos centrales apunta a un cambio sustancial en la situación...

Sensación de cambio de ciclo

Alcanzado el ecuador del año 2006, la economía internacional se encuentra en un momento peculiar. Por un lado, las perspectivas optimistas dibujadas a principios de año se van cumpliendo, de manera que el crecimiento mundial supera el 4%, la confianza empresarial se mantiene sólida, la inflación se muestra contenida y los desequilibrios tradicionales no han empeorado. Pero, por otro lado, se percibe una cierta inquietud por la continuidad de esta favorable fase del ciclo económico. En los mercados financieros y de materias primas esta inquietud se ha traducido en una abierta desconfianza. Entre mayo y junio los mercados han perdido buena parte de sus ganancias y han roto la trayectoria de subidas continuadas de los últimos años. ¿Cómo se explica el aparente desajuste entre la economía real y la economía financiera?

Un argumento que puede ayudar a desentrañar las contradicciones actuales es el que gira en torno al fin de la etapa de amplia liquidez por la que hemos atravesado, que se ha conjugado con una intensificación del proceso de globalización. Una etapa que se iniciaba a finales del año 2000, cuando la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo (BCE) iniciaron los recortes que llevarían los tipos de interés hasta los niveles históricamente bajos; además, a principios de 2001, el Banco de Japón situó su tipo de referencia en el 0%. Esta prolongada etapa de máxima liquidez ha servido para superar el estallido de la burbuja de los valores tecnológicos de 1999-2000, para resistir los efectos de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 y para afianzar la recuperación de la economía mundial desde entonces.

Pero la era de liquidez gratis (a menudo el tipo de interés monetario ha sido inferior a la tasa de inflación) ha tenido también su contrapartida negativa. Ha alimentado lo que podrían ser burbujas especulativas en los mercados de la vivienda, en los valores de mercados emergentes, en los mercados de materias primas y de nuevo en los valores bursátiles de las economías desarrolladas. La era de liquidez gratis ha enviado señales erróneas a consumidores y empresas, que han financiado un crecimiento excesivo de su consumo y su inversión gracias a unas muy generosas condiciones financieras. Asimismo, ha propiciado un rápido deterioro de las balanzas corrientes de muchas economías gracias al inagotable flujo de inversión extranjera directa en cartera, elevando peligrosamente la exposición del país al riesgo de cambio o de tipos de interés.

En otras circunstancias, un aumento tal de la liquidez hubiera desencadenado notables tensiones inflacionistas que hubieran obligado a corregir la situación. Y de hecho sí ha habido una inflación de activos. Pero la referencia clásica de la inflación, es decir, la cesta del índice de precios de consumo, se ha librado en buena medida del fenómeno. La economía mundial ha recibido un notable impacto deflacionario en el sector manufacturero originado por la rápida incorporación de países de enorme potencial productivo como China o India, que han revolucionado la situación del comercio mundial y de amplios sectores de la economía expuestos a la competencia internacional.

Lo que sucede ahora es que este periodo de amplia liquidez llega a su fin. Las autoridades monetarias de las principales economías coinciden en elevar los tipos de interés. Estados Unidos lleva ya dos años subiendo su tipo de referencia en cada una de las reuniones del Comité de política monetaria. El pasado mes de diciembre, el BCE inició su ciclo de elevaciones. También las autoridades monetarias chinas han dado pasos en este sentido. Y hay una cierta expectación por ver cómo y en qué momento el Banco de Japón decidirá abandonar su política de tipos de interés de 0%. Incluso los tipos de interés a largo plazo, que habían tocado mínimos históricos, se encaran decididamente al alza.

Al mismo tiempo, el efecto deflacionario derivado de la globalización y de la desregulación de sectores productivos podría estar perdiendo intensidad sin que la presión inflacionista que ejercen las materias primas se atenúe. En China se perciben algunas tensiones salariales, a la vez que se anticipa una cierta revalorización de la moneda. Japón parece haber salido definitivamente de la deflación que ha registrado en la última década. En las economías desarrolladas, las expectativas de inflación van cuajando poco a poco. A principios de año, se partía de la base que si tres años de subidas de materias primas no habían conseguido hacer mella en la inflación subyacente, ya podíamos dormir tranquilos. Ahora, la situación es menos clara. Los mercados financieros y de capitales, obligados a anticipar el futuro, están inquietos por las implicaciones de un entorno de menor liquidez, tipos de interés más altos y mayores riesgos en el crecimiento internacional.

Como casi siempre, el *quid* de la cuestión reside en Estados Unidos, porque es allí donde preocupan más las señales inflacionistas. Hasta hace poco, se esperaba que la subida de los tipos de la Fed se detuviera en los niveles del 5%. Ahora, los mercados especulan que Ben Bernanke, el presidente del banco central norteamericano, podría subir los tipos por encima del 5,5% para atajar el peligro inflacionista. Un nivel que podría deteriorar el crecimiento de la economía, que presenta ya algunos indicios de desaceleración en el capítulo de la vivienda. Un banco central no puede poner en peligro su credibilidad antiinflacionista, y es probable que la autoridad monetaria prefiera antes menos crecimiento que arriesgarse a una inflación excesiva.

...a la vez que el efecto deflacionario de la globalización y la desregulación de sectores productivos van perdiendo intensidad sin que la presión inflacionista de las materias primas decaiga...

En la zona del euro, el panorama es más claro, porque por un lado la economía parece afianzar su recuperación y, por otro, la inflación se encuentra claramente por encima de lo que desea el BCE. A Jean-Claude Trichet le preocupa el crecimiento de la liquidez y el crédito, lo que en la ortodoxia monetaria del banco de Frankfurt significa más inflación a medio plazo. Desoyendo los llamamientos de los ministros de finanzas del Eurogrupo, el BCE mantiene su trayectoria de elevaciones de sus tipos de referencia, la última de las cuales se decidió en el Consejo de junio. El consuelo de los ministros ha sido el súbito debilitamiento del euro frente al dólar a partir de la segunda semana de junio. Las renovadas expectativas de subidas de tipos de interés en Estados Unidos han tenido como consecuencia una notable recuperación del billete verde, que ha pasado de cotizar a cerca de 1,30 frente al euro a 1,25 a finales de mes.

...lo que desata temores inflacionistas y recelos sobre la actuación de las autoridades monetarias.

En este entorno, los mercados bursátiles, después de sufrir en mayo la mayor caída mensual de los últimos tres años y medio, en junio apenas han encontrado respiro. Numerosos índices bursátiles han visto cómo se evaporaban las ganancias acumuladas sobre diciembre y aparecían los números rojos, aunque en comparación con un año antes las cotizaciones eran todavía ampliamente positivas.

Ante esta mayor incertidumbre, los mercados bursátiles han seguido perdiendo posiciones en junio.

Economía española: los desequilibrios no se enderezan

La economía española mantiene su expansión, pero no se corrigen los desequilibrios.

Dentro de este complejo entorno internacional, la economía española sigue presentando unos excelentes resultados en términos de crecimiento y creación de empleo. Pero cada vez existe una mayor inquietud por los dos grandes desequilibrios que acompañan esta fase expansiva: inflación y déficit exterior. De hecho, son las dos caras de la misma moneda, detrás de las cuales subyacen las deficiencias en términos de competitividad exterior y de productividad.

La inflación es superior a la de los países de nuestro entorno, lo que sumado a una productividad casi estancada significa una continua pérdida de competitividad exterior.

Así, el diferencial de inflación con respecto a la zona del euro se mantiene en torno a los 1,5-2 puntos porcentuales, medido en tasa interanual. En mayo, el crecimiento del índice de precios de consumo volvió a elevarse hasta el 4%, echando un jarro de agua fría sobre las esperanzas de una moderación. Los precios de la energía tienen, por supuesto, buena parte de la culpa, aunque ello no es excusa ya que la energía sube para todos. Más preocupante es el resultado del índice de precios industriales del mes de mayo, que ha aflorado tensiones inflacionistas importantes en los productos manufacturados a nivel de fabricación, lo que no augura buenos resultados en el índice de precios de consumo en los próximos meses.

Como no hay problemas de financiación del déficit exterior, éste puede seguir creciendo, pero está claro que para atajar este problema deben conseguirse mejoras en el ámbito de la productividad.

Pese a que la tasa de remuneración por asalariado se muestra contenida, su ritmo de crecimiento supera al de la eurozona. Si a ello sumamos un avance de la productividad mucho menor, el resultado no puede ser otro que la pérdida de competitividad frente al exterior. Así lo ponen de manifiesto los resultados de la balanza de pagos, que mes tras mes va desgranando el deterioro de sus distintas cuentas. El Fondo Monetario Internacional, en su último informe sobre la economía española, estima que un 30% del quebranto de la balanza por cuenta corriente responde a esta pérdida de competitividad exterior, mientras que otro tercio se explica por el encarecimiento de la energía importada y el resto, por la posición cíclica de la economía. En cualquier caso, dado que se prevé que la expansión continúe y que el precio del petróleo no va a caer, parece inevitable anticipar que el problema del desequilibrio exterior nos va a acompañar por un tiempo.

En otras épocas, este desgaste exterior ponía en riesgo la estabilidad del tipo de cambio y de los tipos de interés. Pero ya no es el caso. La facilidad de endeudamiento a tipos de interés muy bajos permite sostener los gastos de familias y empresas, especialmente de las primeras, cuya carga financiera no cesa de aumentar. Otra limitación estaba, antes, en la disponibilidad de crédito interno, derivada del ahorro total de la economía. Ahora, la insuficiencia del ahorro interno no es problema porque podemos acudir al endeudamiento exterior. Como afirma el Banco de España en su último informe anual, el coste de financiarse fuera de nuestras fronteras se ha reducido y ya casi no depende de la situación general de nuestra economía, sino simplemente de la solidez patrimonial y la calidad crediticia de los prestatarios.

La mejor forma de enderezar los problemas de competitividad sería conseguir una mejora decidida en la productividad, es decir, en la cantidad de producto que genera cada hora de trabajo. Hacia ahí se dirigen también los análisis del Banco de España y del Fondo Monetario Internacional en los informes citados. También en este número del Informe Mensual recogemos diversos enfoques que pueden ayudar a clarificar la complejidad del problema. El propio Gobierno ha articulado una serie de planes de actuación con el objetivo puesto en la eliminación de aquellos aspectos de la economía que limitan su crecimiento potencial. Se trata de una labor larga y paciente cuyos frutos no son inmediatos pero que inevitablemente hay que abordar si queremos prolongar la actual fase expansiva de la economía.

CRONOLOGÍA

2005

abril	**20**	El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** marca un mínimo anual (10.012,36) con un descenso del 7,1% respecto al final de 2004.
mayo	**2**	La **libra chipriota**, el **lat letón** y la **lira maltesa** se incorporan al Mecanismo de Tipos de Cambio.
	3	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3%.
junio	**30**	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,25%.
agosto	**9**	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,5%.
septiembre	**17**	Elevación de los **impuestos especiales** que gravan el alcohol y el tabaco para la financiación de la sanidad (BOE 17-9-05).
	20	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 3,75%.
octubre	**4**	El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (10.919,2) con una ganancia acumulada del 20,2%.
	13	El Gobierno aprueba el **Programa Nacional de Reformas de España**.
noviembre	**1**	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia hasta el 4%.
	28	La **corona eslovaca** se incorpora al Mecanismo de Tipos de Cambio.
diciembre	**1**	El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 2,25%.
	13	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,25%.
	17	El Consejo Europeo acuerda el **marco presupuestario 2007-2013**.
	18	La cumbre de Hong Kong de la **Organización Mundial de Comercio** pacta suprimir en 2013 todas las ayudas a las exportaciones agrícolas de los países desarrollados.

2006

enero	**20**	El Gobierno presenta los anteproyectos de reforma del **impuesto sobre la renta de las personas físicas** y del **impuesto de sociedades**.
	31	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,50%.
marzo	**2**	El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 2,50%.
	28	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,75%.
	31	El gobierno aprueba un **paquete de política económica** con medidas presupuestarias, mercado hipotecario, sector energético y transporte ferroviario.
mayo	**2**	El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 74,28 dólares por barril.
	4	Acuerdo del Gobierno con la patronal y los sindicatos para una **reforma laboral** con vistas a reducir la temporalidad en el empleo.
	9	El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (12.083,3) con una ganancia acumulada del 12,6% con relación al final de diciembre de 2005.
	10	La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 5%. El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (11.642,7) con un alza del 8,6% en relación con el final del año 2005.
junio	**8**	El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 2,75%.
	29	La **Reserva Federal** aumenta su tipo de interés de referencia hasta el 5,25%.

AGENDA

Julio

- **5** Índice de producción industrial (mayo).
- **6** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- **14** Índice de precios de consumo (junio).
- **17** Índice de precios de consumo armonizado de la Unión Europea (junio).
- **25** Índice de precios industriales (junio).
- **28** Encuesta de población activa (segundo trimestre). Indicador adelantado del IPCA (julio). PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).

Agosto

- **4** Índice de producción industrial (junio).
- **8** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- **11** Índice de precios de consumo (julio).
- **14** Avance del PIB de España (segundo trimestre). Avance del PIB de la zona del euro (segundo trimestre).
- **17** Índice de precios de consumo armonizado de la Unión Europea (julio).
- **25** Índice de precios industriales (julio).
- **30** Contabilidad nacional trimestral (segundo trimestre).
- **31** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

Septiembre

- **8** Índice de producción industrial (julio).
- **13** Índice de precios de consumo (agosto).
- **15** Índice de precios de consumo armonizado de la Unión Europea (agosto).
- **20** Encuesta trimestral de coste laboral (segundo trimestre). Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- **25** Índice de precios industriales (agosto).

COYUNTURA INTERNACIONAL

El consumo estabiliza su ritmo de avance en niveles altos, pese al petróleo y a la desaceleración del mercado de la vivienda.

Estados Unidos: el consumo privado sigue tirando de la economía

El comportamiento del consumidor estadounidense es como el de un tren que, aunque deja de acelerar, no para de correr. Un correr raudo y veloz que amenaza cada vez más con calentar la máquina. Tras el fuerte primer trimestre, cuando el consumo privado avanzó un 5,2% anualizado respecto al periodo anterior y las ventas minoristas se aceleraron con fuerza, la tasa de crecimiento del componente sin coches ni gasolina de las ventas al por menor de mayo estabilizó su avance, al muy respetable ritmo del 7,4% interanual –4,8% teniendo en cuenta el aumento de precios– tasa inferior a la de meses pasados que sin embargo muestra una sólida tendencia de continuidad. La principal debilidad estuvo en los materiales de construcción, afectados por el debilitamiento del mercado inmobiliario.

Los elementos que deberían amedrentar al consumo aparecen de forma cada vez más amenazadora en el horizonte. El petróleo sigue caro, los tipos de interés persisten en su tendencia alcista y el mercado de la vivienda se desacelera con mayor claridad que meses atrás. Sin embargo, los ánimos del público parecen inmunes al desaliento. La confianza del consumidor de mayo bajó al nivel de los 103,2 puntos, pero principalmente por una mayor debilidad del componente de la situación futura, pues la valoración del momento actual sigue siendo buena. Continúa abriéndose la brecha entre la percepción del presente respecto a un futuro menos brillante que, sin embargo, cada vez se retrasa más.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

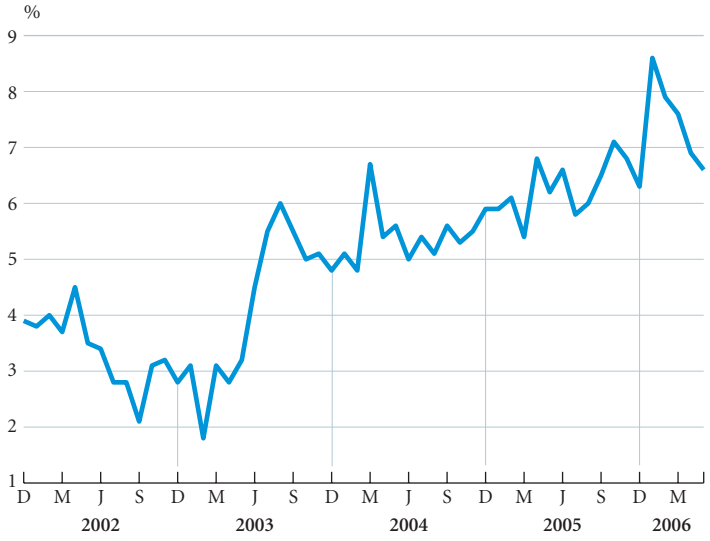
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005			2006		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	4,2	3,5	3,6	3,6	3,2	3,6	–	...
Ventas al por menor	6,2	7,2	7,8	8,2	6,2	8,3	7,1	7,6
Confianza del consumidor (*)	96,1	100,3	102,3	98,9	95,8	105,7	109,8	103,2
Producción industrial	4,1	3,2	3,1	2,7	3,0	3,4	4,7	4,3
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	60,5	55,5	53,2	56,0	57,0	55,6	57,3	54,4
Venta de viviendas unifamiliares	10,1	6,6	6,8	11,9	3,1	–11,5	–5,7	...
Tasa de paro (**)	5,5	5,1	5,1	5,0	4,9	4,7	4,7	4,6
Precios de consumo	2,7	3,4	3,0	3,8	3,7	3,7	3,6	4,1
Balanza comercial (***)	–611	–717	–664	–689	–717	–739	–746	...

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

ESTADOS UNIDOS: EL CONSUMO CONSIGUE MANTENER EL TONO

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



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

Los empresarios, a tenor del nivel del índice de actividad y expectativas del Institute for Supply Management (ISM), no discrepan en demasía de esta percepción positiva, aunque aquí hay que distinguir entre servicios y manufacturas. El índice de los primeros está en los 60,1 puntos mientras que el segundo se encuentra en los 54,4. Un nivel ya cercano al punto de equilibrio de 50, donde quienes ven que la situación empeora igualan en número a los que ven mejoras. El caso es que, en este ciclo expansivo, las manufacturas siempre han ido a la zaga de los otros sectores. En este sentido, la producción industrial de mayo, tras un periodo de cierta fuerza, se desaceleró hasta crecer el 4,3% interanual.

El sector manufacturero pierde secularmente peso respecto a los servicios, como en la práctica totalidad de las economías ricas, pero en Estados Unidos tiene éste una importancia especial. Las manufacturas son por naturaleza más fáciles de exportar que los servicios, por ahora, y con un dólar competitivo deberían ser las principales encargadas de aupar las exportaciones y ayudar a enjuagar el enorme déficit comercial. La parte positiva de esta desaceleración manufacturera es que las mayores debilidades se concentran en automóviles, un sector en el que Estados Unidos ya lleva tiempo con unas pretensiones exportadoras bien disminuidas. También sufren, aunque en menor medida, los materiales de construcción, mientras que los otros sectores manufactureros, de mayor potencial exportador, mantienen el nervio de la primera parte de 2006.

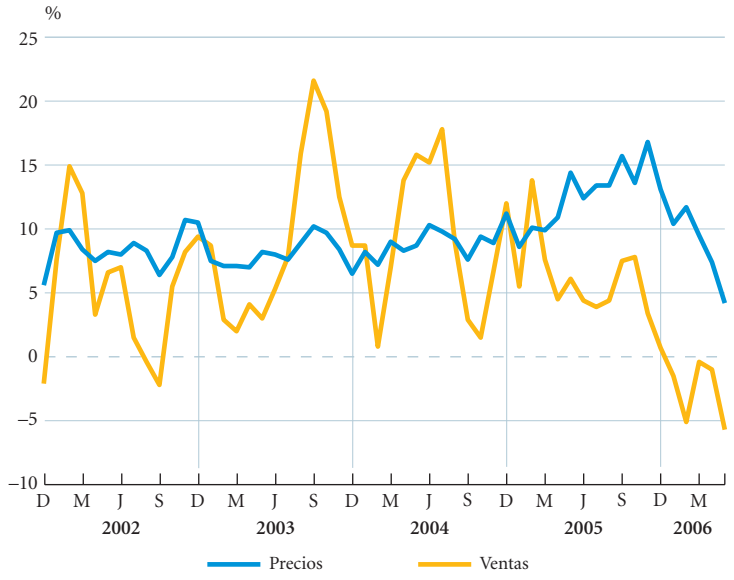
Las manufacturas flojean por el sector del automóvil.

El mercado de la vivienda encara claramente el camino de la moderación, con unas ventas de viviendas de segunda mano que en abril retrocedieron un 5,7% interanual, y un precio medio que aumentó un mero 4,2%, cuando en 2005 la tasa de avance promedio había sido cercana al 13%. Un mercado más débil que sin embargo no se corresponde con el incremento de viviendas iniciadas en mayo, que sorprendió por su fortaleza. El sendero bajista iniciado por la vivienda contrasta con la mayor fuerza de la construcción con fines industriales y comerciales. Sin embar-

La fuerte actividad en construcción para usos comerciales queda oscurecida por la desaceleración de la vivienda.

ESTADOS UNIDOS: LA DESACELERACIÓN DEL LADRILLO ES UN HECHO

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



FUENTES: Federal Housing Board y elaboración propia.

go el peso de la primera es superior, con lo que el efecto neto es de desaceleración de la construcción.

Los precios siguen al alza, y se espera un mayor tensionamiento del mercado laboral.

Los precios siguen al alza, ya sea por efectos de base, por el petróleo, por las rentas imputadas a los poseedores de viviendas o por el más preocupante resto de la cesta del índice de precios de consumo (IPC). Esta conjunción de factores llevó a la inflación de mayo a crecer un 4,1%, quedando el componente subyacente, sin alimentación ni energía, en el 2,4% interanual. Si bien este último guarismo dista de ser desastroso y la aceleración es lenta, lo peligroso del tema es que la tendencia de crecimiento es clara y las expectativas inflacionistas se están modificando al alza hacia unos niveles que son inaceptables para el cumplimiento de los objetivos de estabilidad macroeconómica de la Reserva Federal.

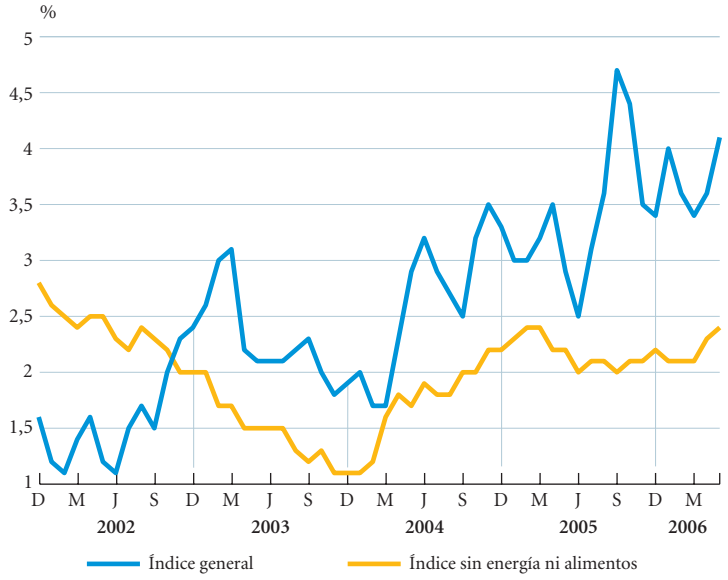
El déficit se estabiliza pero no mejora.

En este sentido, la moderación de los costes laborales da síntomas de estar llegando a su fin. La creación de empleo de mayo decepcionó, con 75.000 nuevos empleos, y los salarios siguieron perdiendo poder adquisitivo. Pero la baja tasa de desempleo (4,6%) y las apreciaciones en varios distritos del sistema de la Reserva Federal sugieren mayores tensionamientos que los mostrados por los datos.

El sector exterior no mejora pero en los últimos meses, gracias principalmente a la debilidad del dólar, el deterioro se ha estabilizado. El problema es que no basta con detener el crecimiento del déficit, sino que es preciso el inicio de un proceso de reducción. Por ahora, los estadounidenses no ahorran y desoyen todavía los consejos de prudencia frente a las deudas que el padre fundador Benjamin Franklin propugnaba en su almanaque *Poor Richard*.

ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN SIGUE ADELANTE

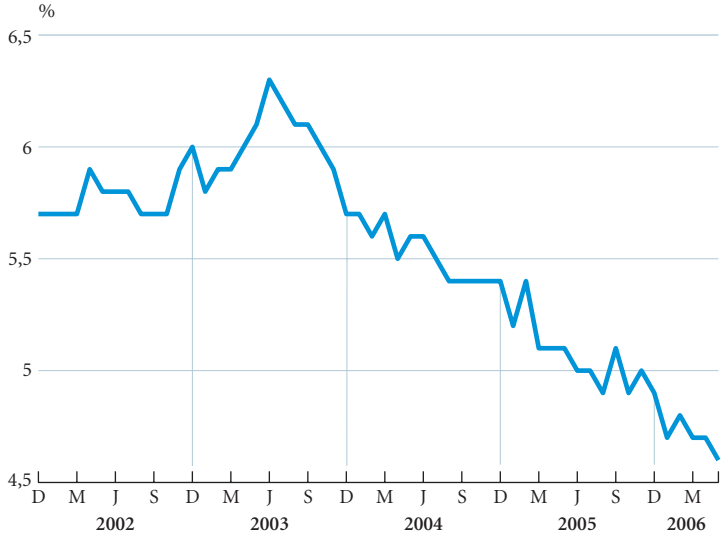
Variación interanual del IPC



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: UNA TASA DE PARO A LA BAJA

Tasa de desempleo respecto a la población activa



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

Japón prosigue su expansión con viejas recetas

Japón revisa al alza su crecimiento con un mayor protagonismo de la inversión.

Las esculturas de hielo gustan en Japón, porque su corta vida da la oportunidad a los japoneses, que gustan de lo nuevo, de volver a hacerlas de forma diferente. Es paradójico empero que, en un país donde tanto gustan las novedades, la vieja economía siga tan arraigada. El producto interior bruto (PIB) del primer trimestre fue revisado al alza pasando de crecer un 3,0% a un 3,5% interanual, un incremento de actividad explicado en su totalidad por la fuerza de la inversión privada en equipo, dos tercios, y por una mayor inversión pública, un tercio. La recuperación inversora, más fuerte de lo previsto, va más allá de recuperar lo perdido en 2005 y reaviva el tradicional perfil de la economía nipona: fuerte inversión con bajos rendimientos y orientación a la exportación.

La cultura del accionista no acaba de cuajar y sigue la orientación exportadora...

La primera parte del perfil se cumple, con una cultura del accionista que en Japón no acaba de arraigar. La inversión sube más que los beneficios empresariales. Los últimos escándalos de gestores de fondos, aparte de salpicar al mismísimo Toshihiko Fukui, gobernador del Banco de Japón, no contribuyen a fortalecer la cultura de reformas hacia un sistema que cuide más el rendimiento del capital invertido. Y es que en Japón, para hacer lo mismo, es necesario invertir más que en otros sitios.

...pero gana fuerza la inversión para consumo interno.

La segunda faceta también es cierta, pero algo está cambiando. Los pedidos de maquinaria del primer trimestre, indicador adelantado de la apetencia inversora, un adelanto cada vez menor, han sido muy fuertes en estos inicios de año, y el protagonismo ha estado en los de origen foráneo. Sin embargo, es destacable la tendencia alcista sostenida de los pedidos de origen interior, que en abril crecieron un 14,1% interanual, por encima de los de origen foráneo, que avanzaron un 8,5%, después de haberse incrementado, eso sí, un 77,5% en marzo. Los primeros representan ya el 44% del total del indicador, cuando en 2000 sólo eran el 35%.

Frente a esta fuerza inversora, y alentando estos pedidos nacionales, el consumidor sigue siendo optimista, con un índice de confianza que en el primer trimestre al-

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

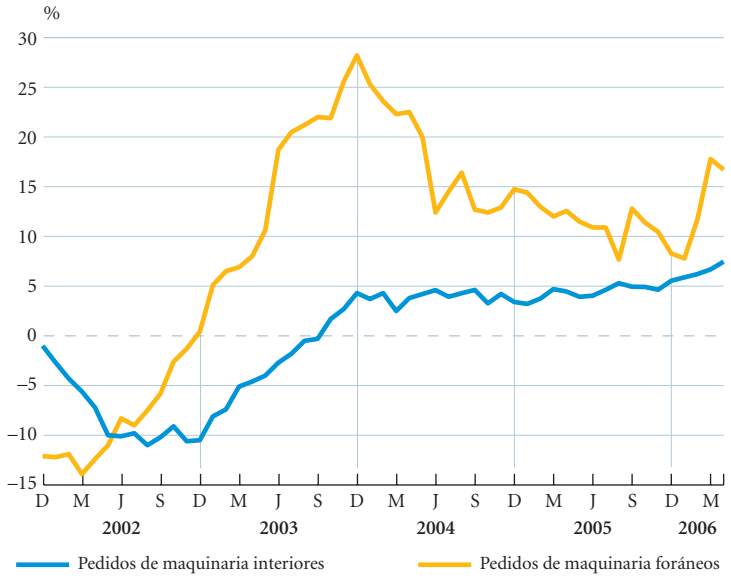
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005				2006			
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo	Abril
PIB real	2,3	2,6	1,1	2,7	2,7	4,0	–	3,5	–	–
Ventas al por menor	–0,9	1,4	0,6	3,1	1,1	0,7	0,0	0,9	1,1	–1,3
Producción industrial	5,3	1,5	2,3	0,3	–0,1	3,6	2,8	2,5	3,1	3,3
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	20,5	18,0	14,0	18,0	19,0	21,0	–	20,0	–	–
Viviendas iniciadas	2,6	3,8	1,4	2,2	4,9	6,9	–2,4	13,7	4,0	15,2
Tasa de paro (**)	4,7	4,4	4,5	4,3	4,3	4,5	4,4	4,1	4,1	4,1
Precios de consumo	0,0	–0,3	–0,2	–0,1	–0,3	–0,5	0,5	0,4	0,3	0,4
Balanza comercial (***)	13,9	10,2	13,2	12,1	10,9	10,2	9,9	9,7	9,5	9,2

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

JAPÓN: LA INVERSIÓN DE CASA TAMBIÉN CUENTA

Variación interanual del índice de precios al consumo (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.
FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficina Nacional de Estadística y elaboración propia.

canzó los 48,2 puntos, el nivel más alto de los últimos quince años. Sin embargo, los indicadores de demanda siguen sin reflejar esta positiva actitud. Las ventas minoristas llevan ya meses evolucionando a la baja, y en abril cedieron un 1,3% interanual. El mismo caso, con mayor intensidad, se da en las ventas de automóviles, que en mayo perdieron un 10,0% interanual cumpliendo el undécimo mes consecutivo de retrocesos.

En el lado de la oferta, la producción industrial de abril fue un 3,3% mayor que el mismo periodo del año anterior, una mejora respecto a principios de año pero de bajo tono. En el sector residencial, las viviendas iniciadas en abril mantenían una clara tendencia al alza, pero el mercado de la vivienda tuvo un flojo comportamiento en mayo. Si el ligero retroceso de precios en Tokio es más una pausa tras los fuertes inicios de año y no altera la senda alcista, el número de propiedades vendidas, tras un retroceso apreciable, modifica a la baja su avance.

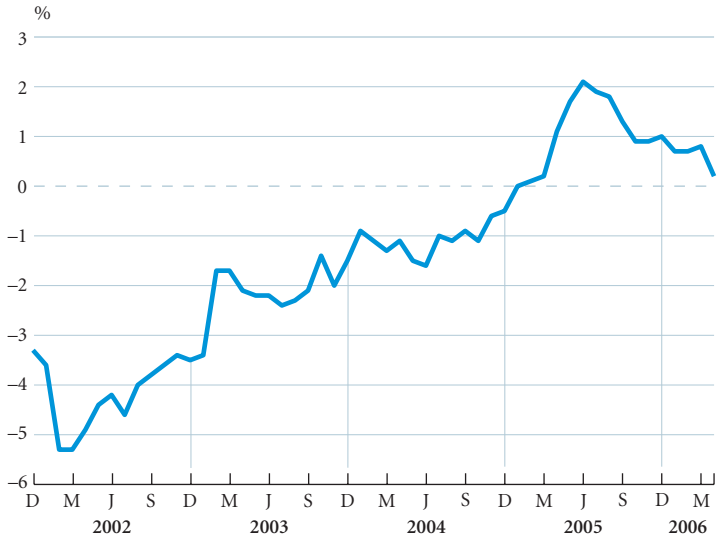
Hay optimismo, pero los indicadores de demanda siguen languideciendo.

Es en los precios y en el mercado laboral donde siguen fortaleciéndose paulatinamente las señales de vitalidad de la economía. El IPC de abril siguió acelerando y avanzó un 0,4% interanual, y el componente sin alimentos frescos creció un 0,5% culminando el octavo mes de avances consecutivos. La tasa de paro de abril repitió el nivel del 4,1%, indicando que el tensionamiento del mercado laboral continúa. Por su parte, el superávit exterior siguió retrocediendo a causa del dinamismo de las importaciones, que en abril avanzaron un 26,9% interanual. Las exportaciones aguantaron el tipo y ganaron un 14,6%, gracias en parte a la debilidad cambiaria del yen.

El mercado laboral y los precios proporcionan un soporte al crecimiento.

JAPÓN: LAS VENTAS MINORISTAS PIERDEN EL RUMBO

Variación interanual de las ventas al por menor (*)



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

Brasil recupera el pulso y guarda la compostura

Brasil afianza su recuperación y crece al 2,9%.

La economía brasileña sigue asentando su crecimiento, con una inflación cada vez más controlada y unas finanzas públicas que, pese a los intereses de la deuda, siguen haciendo gala de rigor y austeridad.

El producto interior bruto (PIB) del primer trimestre avanzó un 2,9% interanual, apoyado en la fuerza de la inversión, que creció un 9,4% interanual y viene a recuperar el fuerte tono de 2004. El consumo privado, con ganancias del 4,0% también estuvo por la labor. La recuperada demanda interna puso también una presión alcista en las importaciones, que crecieron con fuerza, mientras que las exportaciones mantuvieron el tipo. El consumo público continúa crecimiento a tasas muy moderadas, fruto de una política gubernamental que prima la estabilidad macroeconómica.

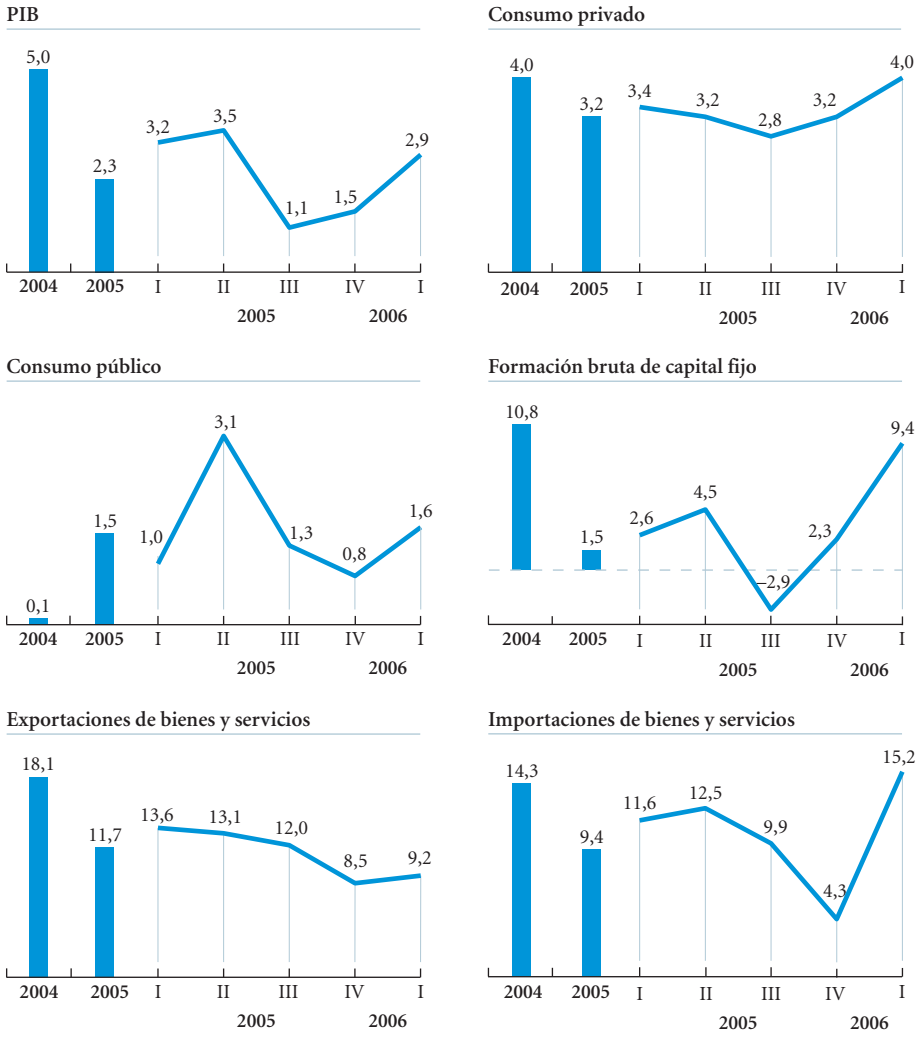
La inversión gana fuerza frente a la moderación del consumo público, pero los indicadores de demanda se muestran apáticos.

A diferencia del trimestre anterior, los últimos indicadores mensuales de demanda y oferta no ofrecen, sin embargo, la imagen rotunda de intensificación del crecimiento que podrían sugerir los datos de la contabilidad nacional. Las ventas minoristas de marzo se ralentizaron y crecieron un 3,0% interanual, aunque las ventas de automóviles tuvieron un fuerte repunte en mayo. Pero fue la producción industrial el indicador más débil, mostrando en abril un retroceso del 1,9%, mientras que la producción industrial de bienes de capital quedó estancada. Si bien el parón de la industria podría ser temporal, después de la intensa construcción del primer trimestre, la tendencia de las ventas minoristas es apática.

Brasil sigue firme en la línea de la estabilidad macroeconómica y la inflación sigue moderando su marcha. En mayo, los precios subieron un mero 2,8% interanual, un nuevo mínimo histórico. El contrapunto sigue siendo no ya la persistencia del fuerte desempleo sino su aumento, con una tasa de paro en São Paulo que en abril se encaramó hasta el 16,9%.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



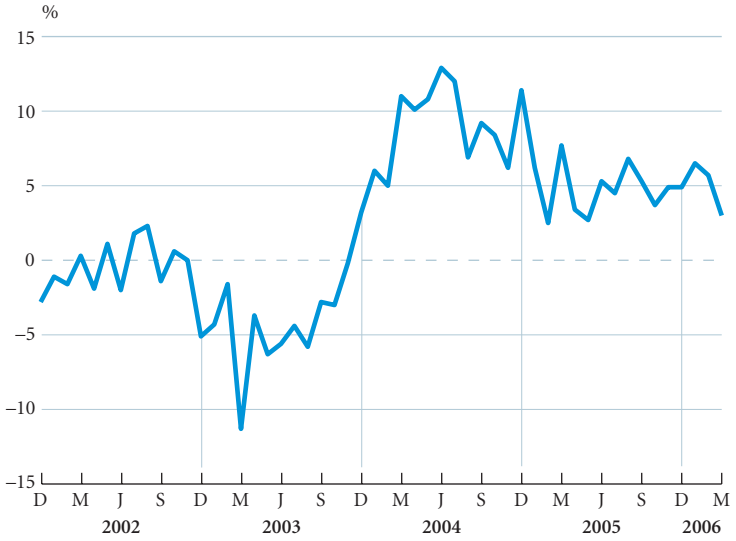
FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

El superávit comercial continúa.

Por su parte, la balanza comercial siguió ostentando el mayor superávit del continente americano, con 44.598 millones de dólares durante los últimos doce meses hasta mayo, con unas exportaciones que aguantan el fuerte tirón importador y la fuerza de la divisa, fruto de la austeridad fiscal que impera en el país pese a la losa que supone el pago de intereses de la deuda externa.

BRASIL: PESE A TODO, LAS VENTAS MINORISTAS CAEN EN LA APATÍA

Variación interanual de las ventas minoristas en porcentaje



FUENTES: IPEA y elaboración propia.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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

Argentina sigue al alza

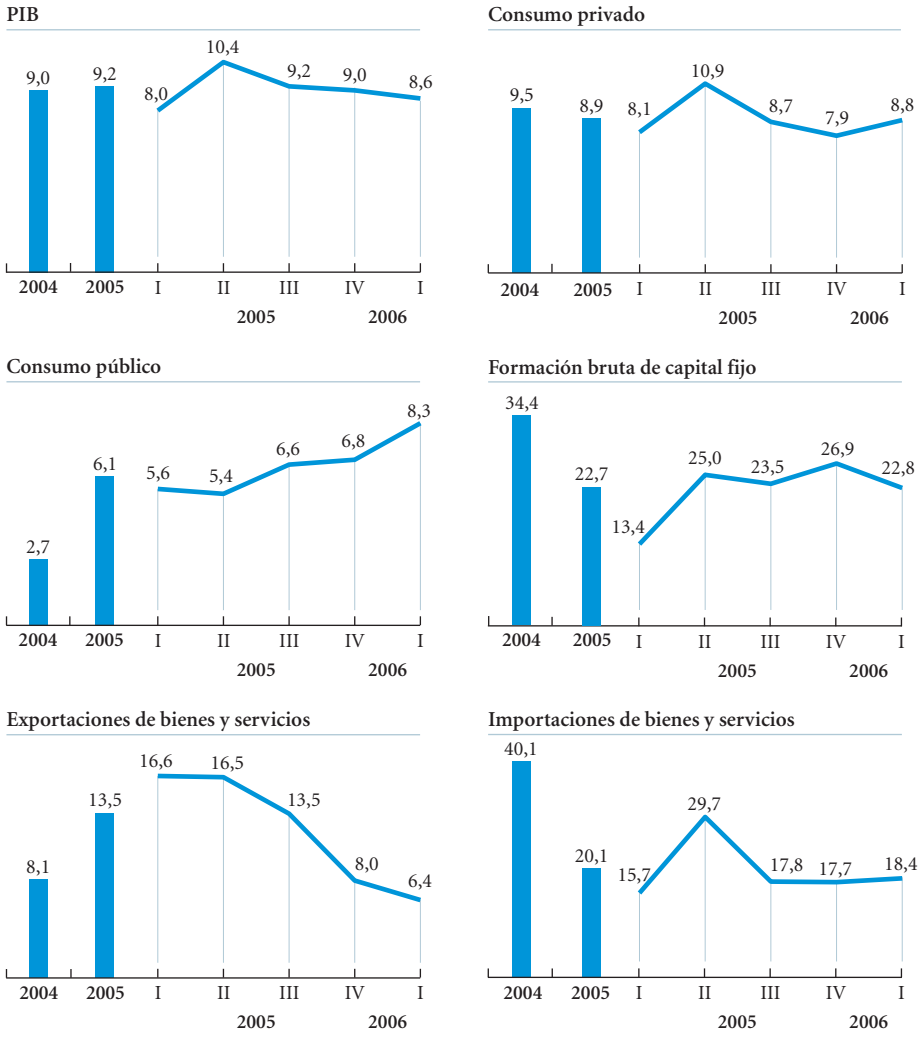
Argentina crece al 8,6% gracias al consumo y la inversión.

La economía argentina continúa con su proceso expansivo, con un vigor que sigue batiendo las expectativas más optimistas que ha llevado al país a superar ya ampliamente los niveles previos a la crisis. La inflación, auténtico lunar de la recuperación, es alta para lo que hoy es norma en América Latina, pero en los últimos meses ha frenado su aceleración sin afectar al crecimiento.

El PIB argentino creció un 8,6% interanual en el primer trimestre de 2006. Dejando aparte la persistencia del fuerte crecimiento, el consumo privado recuperó el protagonismo después de la fuerza inversora del trimestre previo. Ésta, sin embargo, no ceja, con un avance del 23%

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ARGENTINA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



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

que, aparte de factores estacionales, sigue aupando su peso en el total de la economía. El sector exterior, aunque superavitario, continúa contribuyendo negativamente al crecimiento, fruto de la fuerte demanda interna y de la falta de competidores globales. Sin embargo, en términos de volumen, la recuperada Argentina es un país mucho más abierto comercialmente, con unas exportaciones que son un 70% superiores al nivel de 1997, anterior a la crisis.

Los indicadores de demanda son consistentes con la fortaleza del consumo privado. Las ventas minoristas de abril crecieron un 28% interanual, donde es especialmente significativa la aceleración del crecimiento de las ventas en grandes almacenes. La adquisición de automóviles de los últimos doce meses hasta mayo avanzó un 24%, aunque aquí, pese a las fuertes tasas de crecimiento, aún se está muy lejos de los máximos de 1994.

La industria gana fuerza respecto a la construcción, que mantiene el tono.

ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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

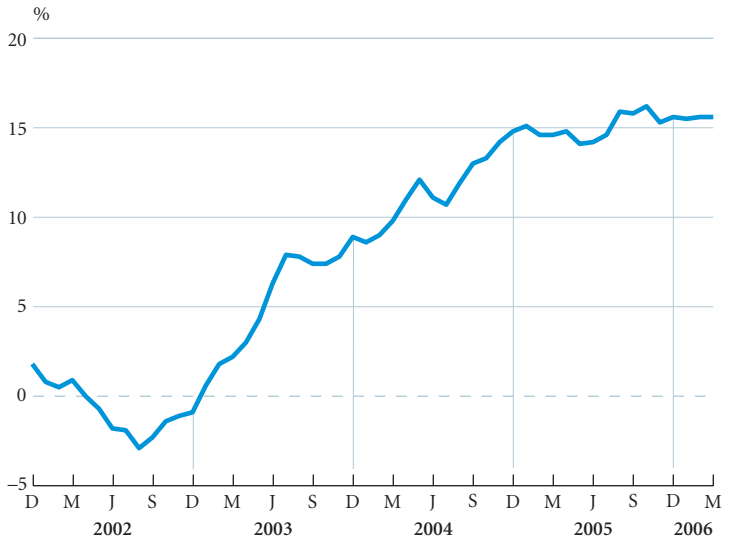
La inflación sigue siendo una asignatura pendiente.

Por el lado de la oferta destaca el hecho de que la expansión continúa y más bien intensifica su vigor, con una producción industrial que en abril se aceleró hasta tasas de avance de 9,6% interanual. Si los indicadores de actividad industrial se aceleran, los indicadores de construcción se ralentizan, aunque siguen con tasas de avance superiores del 13%.

La inflación argentina sigue siendo el caballo de batalla donde residen los mayores riesgos de la economía. El avance de mayo del 11,5% interanual es alto, aun considerando el fuerte crecimiento de la economía. Es positivo que en los últimos meses la tendencia aceleradora del avance ha dado lugar a cierta estabilidad de las tasas de crecimiento, pero el problema es

ARGENTINA: LAS EXPORTACIONES ESTABILIZAN SU CRECIMIENTO

Crecimiento interanual de las exportaciones (*)



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

que son los componentes no energéticos los que mayores tendencias inflacionistas presentan. Los problemas de sobreutilización de la capacidad productiva, la política fiscal expansiva y la buscada debilidad de la divisa tiran los precios hacia arriba, como lo demuestra el fuerte repunte de los precios de importación, que pasaron de crecer un 4,3% interanual en abril a un 7,0% en mayo. El superávit comercial sigue reduciéndose, pero con lentitud, gracias en parte a la comentada debilidad del peso, más que a ganancias tangibles de competitividad en las exportaciones. Unas exportaciones que aún siguen siendo relativamente pequeñas frente a la deuda externa.

UNIÓN EUROPEA

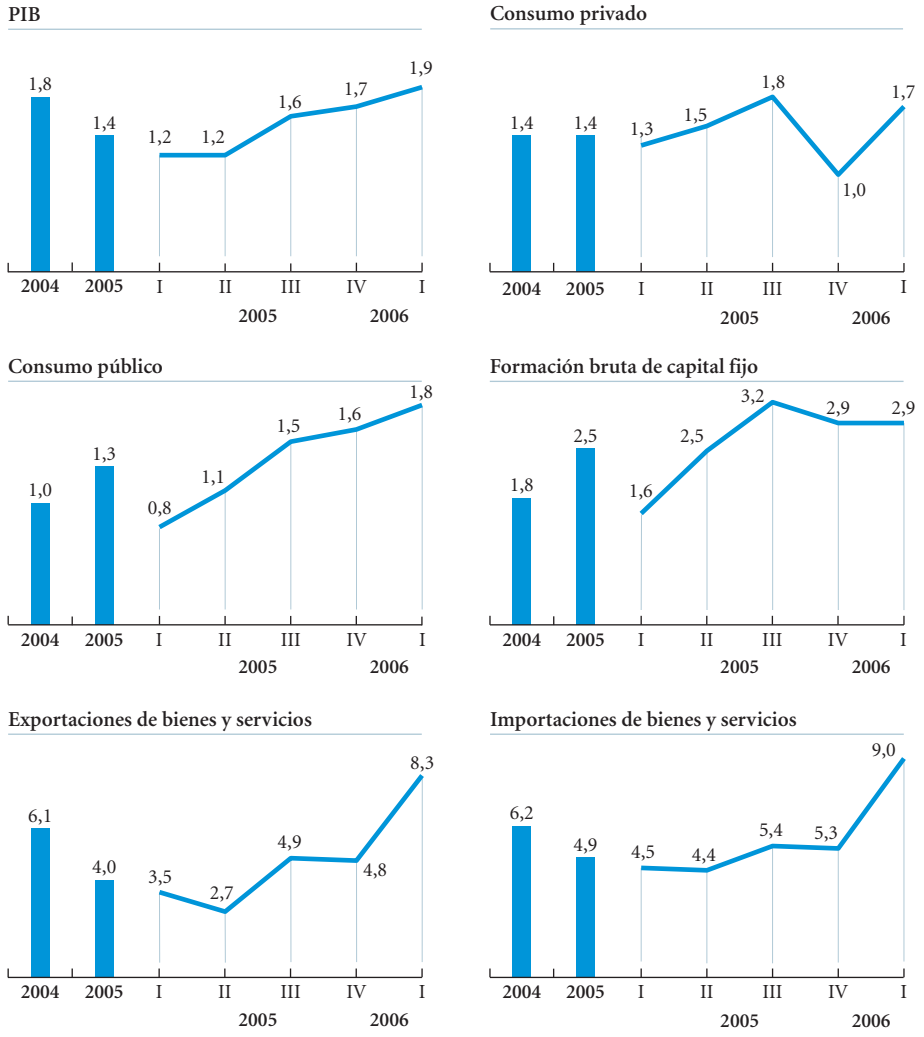
La zona del euro acelera su crecimiento hasta el 1,9%, con la novedad importante de un mayor dinamismo del consumo.

Zona del euro: disfrutando de la recuperación

La alegría económica ha vuelto a Europa. Tras muchos meses con empacho de noticias negativas, el crecimiento repuntó en el primer trimestre y, con los datos disponibles en la mano, su expansión se habrá prolongado en el segundo trimestre. Evidentemente, no se trata de un dinamismo exacerbado

EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005			2006		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	1,8	1,4	1,2	1,6	1,7	1,9	–	...
Ventas al por menor	1,5	1,3	0,8	1,5	1,3	0,8	2,8	...
Confianza del consumidor (*)	–14	–14	–14	–15	–12	–11	–10	–9
Producción industrial	2,0	1,2	0,7	1,5	2,1	3,4	1,9	...
Sentimiento económico (*)	99,4	98,1	96,1	97,7	100,1	102,6	105,7	106,7
Tasa de paro (**)	8,9	8,6	8,7	8,5	8,3	8,1	8,0	...
Precios de consumo	2,1	2,2	2,0	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5
Balanza comercial (***)	80,4	45,4	50,0	39,0	28,3	9,7	1,7	...

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.

–estamos hablando de un ritmo de avance del producto interior bruto (PIB) del 1,9% interanual en los primeros tres meses de 2006–, pero el cambio de tercio respecto al decepcionante 2005 es acusado. No sólo por el mayor ritmo de crecimiento económico sino también por su composición.

Así, en dicho primer trimestre, el consumo privado repuntó hasta el 1,7% interanual, siete décimas porcentuales por encima del registro del cuarto trimestre. Además de esta relativa vuelta a la vida de un eterno ausente del ciclo europeo actual, es positivo el comportamiento del consumo público. Como parece que la dicha nunca puede ser completa en el Viejo Continente, la inversión decepcionó con una inesperada estabilización. Con todo, de consolidarse el dinamismo del gasto de los hogares europeos, y dadas las todavía favorables condiciones financieras, la inversión debería reemprender el camino de la expansión en próximos trimestres. Finalmente, cabe destacar que la aportación del sector exterior se mantuvo invariada respecto al cuarto trimestre.

Y si esta es la situación del primer trimestre, los indicadores disponibles nos reiteran unas tendencias semejantes en el periodo de abril a junio. Aunque algunos indicadores de demanda han flojeado, como por ejemplo la producción industrial de bienes de consumo, otros han reiterado que el pulso de las familias es el mejor de los últimos tiempos. En particular, las ventas al por menor y la confianza del consumidor. Este último indicador se ha aupado a su nivel máximo desde junio de 2002, lo que dado su carácter parcialmente anticipatorio fundamenta las mejores perspectivas para los próximos meses del consumo.

La expansión se prolonga al segundo trimestre, con las ventas al por menor y la confianza del consumidor en ascenso.

La inflexión cíclica también tiene su reflejo en el lado de la oferta. La producción industrial, aunque ciertamente ha aflojado en abril, cuando avanzó un 1,9% interanual (3,4% en el primer trimestre), debería retomar su senda alcista en los tiempos venideros. O al menos esa debería ser la consecuencia lógica del elevado grado de confianza sectorial exhibido hasta mayo. Tampoco son negativas las perspectivas de servicios y construcción, cuyos índices de confianza han seguido remontando el vuelo al avanzar 2006.

El escenario de precios, muy afectado por el encarecimiento del petróleo, es notablemente más complejo que meses atrás.

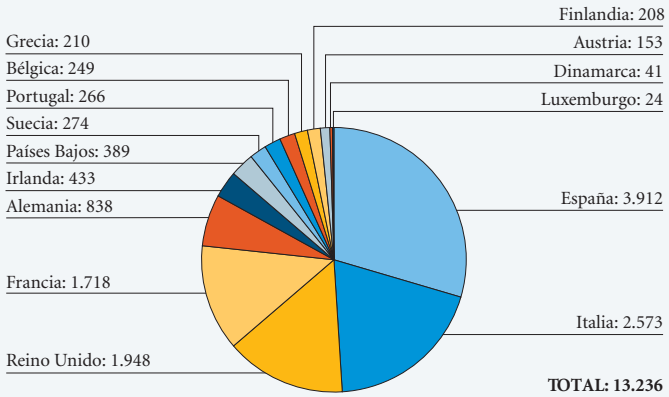
Incluso el mercado de trabajo puede estar a las puertas de una etapa de cierta

Empleo y productividad: ¿objetivos incompatibles?

España es el país de la Unión Europea en el que se han creado más puestos de trabajo en los últimos años. En el periodo 1998-2005 la economía española creó casi cuatro millones de nuevos empleos y cerca de un tercio del total de la nueva ocupación en los quince países de la Unión Europea. Aunque existe una cierta distorsión en las cifras por los cambios metodológicos, no se puede negar que esta extraordinaria creación de puestos de trabajo es una buena noticia, que ha permitido la disminución de una tasa de paro que solía ser la más elevada de los países avanzados. Ahora, la tasa de paro de la economía española está en línea con la media de la Unión Europea e incluso es inferior a la de grandes países como Francia o Alemania.

ESPAÑA PROTAGONIZA EL EMPLEO EN EUROPA

Empleo neto creado entre 1998-2005 (en miles) en la UE-15



FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

La cruz de este desarrollo en el mercado laboral es que la productividad del trabajo se ha deteriorado en gran medida en los últimos años. Es decir, la tasa de crecimiento del producto generado por cada trabajador se ha reducido sensiblemente desde mediados de los años noventa, coincidiendo con el inicio de la fase expansiva que todavía perdura. De esta manera, el crecimiento anual medio de la productividad del trabajo en los últimos años es muy inferior al experimentado por el conjunto de los países desarrollados y se sitúa en la cola de la clasificación, claramente por debajo de la media europea.

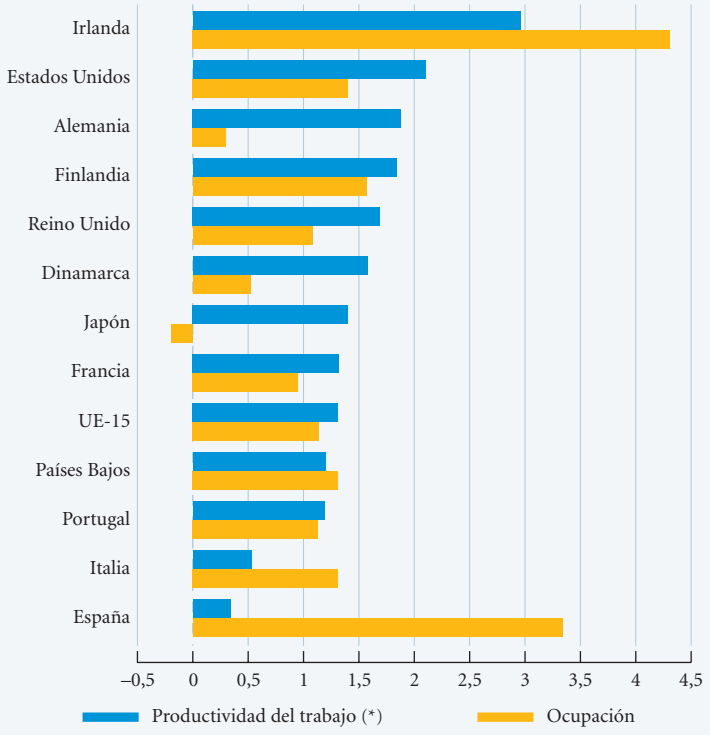
¿Es esto preocupante? Ciertamente que lo es. La productividad del trabajo se mide por el producto por unidad de trabajo y su crecimiento es la base que permite que la renta per cápita aumente y con ello que se eleven los niveles de bienestar de la población. En este sentido, los datos nos confirman que el acercamiento de nuestro nivel de renta a la media europea en los últimos años ha sido fundamentalmente debido a la movilización de trabajadores, a una mayor tasa de empleo (relación entre ocupados y población en edad de trabajar). La mejora de la productividad de las personas activas, en cambio, apenas ha contribuido. De haberlo hecho, ahora nos situaríamos bastante por encima de la media comunitaria. El crecimiento de la productividad del trabajo es fundamental, pues, para la mejora de nuestro nivel de vida y para cerrar la brecha que todavía mantenemos con los países más desarrollados.

Ante esta desfavorable evolución de la productividad del trabajo en la economía española se ha argumentado que era lógica, dada la espectacular creación de empleo experimentada en estos años. Así, se ha dicho que se había producido una sustitución de capital por trabajo al aumentar la oferta de éste. No obstante, la relación entre el volumen de capital y el del trabajo no ha variado sustancialmente, es decir, no hay menos capital disponible por trabajador, pues la inversión ha crecido notablemente, y no se ha hecho un uso más intensivo del factor trabajo.

Por otro lado, una gran creación de empleo no tiene por qué implicar una caída del crecimiento de la productividad. Ahí está el caso de Irlanda, en que la creación de ocupación ha ido de la mano de un fuerte aumento de la productividad del trabajo. De esta forma, la renta per cápita ha crecido fuertemente en este país.

EMPLEO Y PRODUCTIVIDAD NO SON INCOMPATIBLES

Crecimiento medio anual en 1996-2005, en porcentaje



NOTA: (*)Producto por ocupado.
FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

Tanto desde el punto de vista teórico, como desde la realidad económica, no es cierto que un fuerte incremento de la ocupación imposibilite un mejor comportamiento de la productividad. Es evidente que existe margen para la mejora de la productividad en la economía española. Si queremos que aumente el bienestar general, todos los agentes sociales y políticos deberán tomar las medidas necesarias para que avance más rápidamente este parámetro. Sólo así será posible que continúe el proceso de convergencia de las últimas décadas de la renta per cápita española con relación al promedio europeo.

Según la Comisión Europea, en lo que resta del año la actividad irá a más.

mejora. La tasa de paro ha dejado de deteriorarse, como se refleja en su mantenimiento en el nivel del 8% en marzo y abril. También la ocupación puede haber tocado fondo, ya que en los últimos dos trimestres –tercer y cuarto trimestre de 2005– su crecimiento se ha estabilizado en ritmos de avance de 0,7%. Todas estas cifras, aún modestas e insatisfactorias, representan cuando menos un cierto aval a las perspectivas de mejora en el frente laboral que se manejan y que deberían materializarse principalmente en la segunda mitad del año.

En este escenario globalmente positivo, la principal sombra la sigue arrojando la evolución de los precios. Con los precios del petróleo acelerando la contribución del componente energético y con perspectivas de una demanda interna menos constreñida que en trimestres anteriores, el nivel actual del índice de precios de consumo (IPC) armonizado (2,5% interanual en mayo, una décima por encima de la cifra de abril) no deja tranquilo. Ciertamente, descontada la energía la tasa resultante, el 1,5% interanual, se antoja escasamente amenazadora. Pero en su conjunto las perspectivas inflacionistas se han complicado sensiblemente respecto a las que se manejaban apenas unos meses atrás.

En definitiva, la situación presente se puede considerar la mejor en varios trimestres y las perspectivas inmediatas, con la salvedad mencionada de los precios, son de continuidad de la mejoría. En este sentido, las previsiones de la Comisión Europea arrojan un crecimiento económico del orden del 2,2% interanual para cada uno de los dos próximos trimestres, el segundo y el tercero del año, para después acelerarse por encima del 2,5% en el cuarto trimestre. Unas expectativas optimistas, aunque no demasiado alejadas de las que comparten la mayoría de los analistas económicos y que nos permiten esperar un 2006 globalmente positivo y un 2007 en una línea semejante.

El sector exterior alemán sigue tirando con fuerza, aunque la distancia con China es exigua.

Alemania: campeón mundial... de las exportaciones

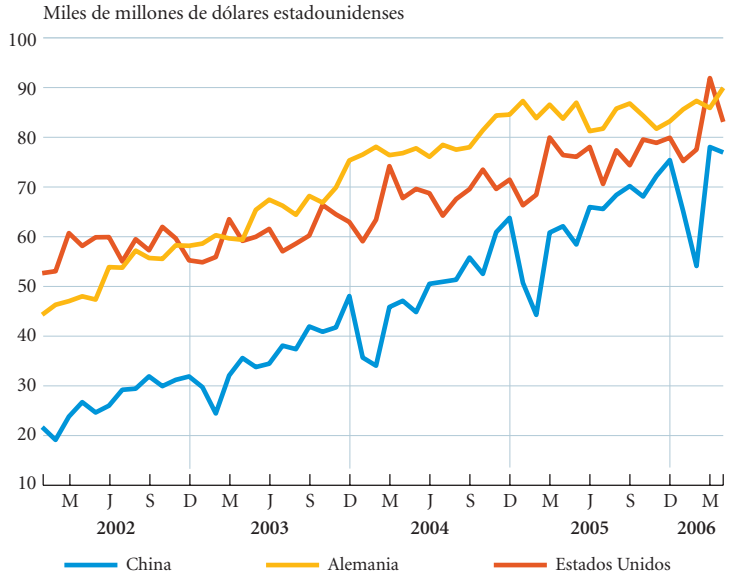
No sabemos quien alzará la copa del mundo de fútbol. Quizás sea Alemania, pero seguro que China no será. En cambio, con los datos de comercio exterior hasta abril en la mano, este año 2006 pasará probablemente a los anales económicos como aquel en que el gigante asiático tomó el relevo al que había sido durante años el primer exportador mundial, Alemania, y al segundo, Estados Unidos. Y no porque Alemania esté pinchando; al contrario, ya que la primera economía europea ha acelerado su ritmo de ventas al mundo hasta el 17% interanual en dicho mes de abril. Pero el dinamismo asiático, hoy por hoy, lo puede todo y la exigua distancia que separa a Alemania y Estados Unidos de China parece destinado a enjuagarse a favor del gigante asiático.

Mayor dinamismo del consumo y una expansión sectorial más amplia mejoran la sostenibilidad de la recuperación germana.

En cualquier caso, la actual recuperación germana se está basando hasta la fecha en gran medida en su sector exterior, que ha sido suficiente para arrastrar a la inversión empresarial. Los datos disponibles apuntan a que este solitario binomio exportación-importación se puede ver acompañado de forma consistente con un mayor crecimiento del consumo privado. Dos indicadores claves que aproximan dicha variable –la confianza del consumidor y la producción industrial de bienes de consumo– han mejorado en el segundo trimestre del año, con lo cual se puede dar por consolidado el movimiento alcista registrado por el consumo en el primer trimestre.

EL TÍTULO DE CAMPEÓN MUNDIAL DE LA EXPORTACIÓN, MUY DISPUTADO

Exportaciones de bienes



FUENTES: Oficinas nacionales de estadística y elaboración propia.

Este hecho, por sí solo, mejora sustancialmente la sostenibilidad de la recuperación, al proporcionarle una base más estable. Como también es positiva la mayor extensión sectorial de la expansión. A la ya conocida reactivación industrial (el crecimiento de la producción industrial fue del 4,8% interanual en abril), se le suma un mejor tono de los servicios, cuyo indicador de confianza se situaba en mayo en sus máximos desde 2001. Incluso la construcción parece estar entrando en una etapa de cierta corrección del profundo deterioro de años anteriores.

Mejora marginalmente el paro mientras la inflación sigue en niveles del orden del 2%.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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.

Por su parte, tanto los precios como el paro han aportado escasas novedades. El IPC germano se mantuvo en mayo en el 1,9% interanual, sin cambios respecto a abril. Por lo que se refiere a la tasa de paro, ésta se situó en mayo en el nivel del 11,0% de la población activa, en cierto descenso respecto al 11,3% de abril.

El gobierno de Merkel propone suavizar la fiscalidad de las sociedades.

No obstante, y como recordatorio de que no todo puede darse por hecho, el indicador de actividad empresarial IFO ha entrado en una etapa más errática. El repunte de junio, hasta los 107 puntos, se ha debido principalmente al componente de sector minorista, muy beneficiado por la Copa del Mundo. Descartado este registro atípico, la evolución del IFO en los últimos meses apunta a que la economía germana puede estar acercándose a su velocidad de crucero, y será difícil esperar una aceleración adicional de mayor calado de los actuales ritmos de avance del PIB.

Consciente de que se está en una época propicia para realizar ajustes de carácter más estructural, el ejecutivo Merkel, que ya ha aumentado la presión de la fiscalidad indirecta y de los impuestos de la renta para los ingresos más elevados, ha lanzado la propuesta de modificar el impuesto sobre sociedades. El proyecto, de llevarse a la práctica, permitiría reducir el tipo del impuesto de sociedades del actual 25% al 12% a partir de 2008. Conviene recordar que sólo las mayores empresas tributan por sociedades (aproximadamente un 20% de las empresas alemanas).

Francia: la industria se apea de la recuperación

Con los datos macroeconómicos en la mano, la economía francesa sigue remontando el vuelo. La aceleración del crecimiento del PIB del primer trimestre parece continuar en el segundo, a tenor del sensible ascenso de uno de los indicadores que mejor aproxima el pulso económico global, el de sentimiento económico, en abril y mayo. Asimismo, los indicadores de demanda reflejan el mayor ritmo tanto de consumo como de inversión. Así, el consumo interno se ha acelerado por encima del 5,5% interanual en mayo, mientras que el componente de bienes de equipo de la producción industrial mantiene en abril un ritmo de avance interanual del 5%, semejante al promedio del primer trimestre.

La expansión francesa gana en intensidad en el segundo trimestre...

La recuperación no está beneficiando a la industria, incapaz de consolidar reactivación alguna. En abril la producción industrial gala caía un 0,3% interanual,

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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

convirtiendo el magro crecimiento del primer trimestre, un 0,2% interanual, en un buen resultado. No obstante, cabe mencionar como dos notas de cierto optimismo sobre las perspectivas futuras del sector secundario el mejor tono exportador (las exportaciones crecieron un 13,5% interanual en abril) y la tendencia a una paulatina recuperación de la confianza del sector, situada en mayo en su máximo desde diciembre de 2004.

Finalmente, cabe destacar que tanto el paro como la inflación francesas se han movido dentro de las coordenadas de la mayoría de grandes economías continentales. La tasa de paro se redujo moderadamente en abril, hasta el 9,3% de la población activa (9,5% en marzo), mientras que el IPC, movido por los componentes más volátiles –con la energía a la cabeza– se aceleraba en mayo en cuatro décimas porcentuales, hasta el 2,1% interanual.

Italia: amarga medicina presupuestaria

El nuevo gobierno presidido por Romano Prodi ha apuntado sus primeras medidas económicas: poner en cintura un déficit público que amenaza con desbocarse. El ministro de economía Tommaso Padoa-Schioppa informó a la Comisión Europea que el déficit público se situará este año en el equivalente al 4,6% del PIB, muy lejos del valor de referencia del 3% que se establece en el Pacto de estabilidad y crecimiento.

En paralelo, Prodi exigía a sus ministros que ofreciesen recetas de ajuste de manera que se redujesen en un 10% los gastos internos de los distintos ministerios. Este esfuerzo debería concretarse en ciertas medidas ejemplarizantes como, por ejemplo, la reducción del parque de automóviles oficiales y la racionalización del funcionamiento de la movilidad de los altos cargos públicos, que cuesta al erario público nada menos que 10.000 millones de euros anuales.

Aunque esta va a ser una píldora difícil de tragar por los ciudadanos y la administración, al menos queda el consuelo de que la economía italiana está entrando en una fase de cierta expansión económica que puede facilitar el ajuste fiscal. Tras sorprender positivamente en el primer trimestre, cuando el PIB se aceleró hasta el 1,5% interanual, los indicadores disponibles del segundo trimestre apuntan a una leve desaceleración económica. Esta ralentización se debe leer en clave de compensación del fuerte tirón de los pri-

...pero ésta no alcanza a la industria, aunque la recuperación exportadora y de la confianza del sector anticipan un cambio a mejor.

En Italia, la amenaza de que el déficit público se acerque al 5% del PIB en 2006 obliga a un ajuste presupuestario...

...aunque éste se producirá en un contexto económico no tan deprimido como el del año pasado.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005			2006		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	0,9	0,1	0,1	0,1	0,5	1,5	–	...
Ventas al por menor	–0,4	0,4	–1,2	0,3	1,9	0,5	2,7	...
Producción industrial	–0,5	–0,9	–1,4	0,0	0,4	2,7	–0,2	...
Tasa de paro (*)	8,0	7,7	7,7	7,6	7,6	7,4	–	...
Precios de consumo	2,2	1,9	1,8	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2
Balanza comercial (**)	2,0	–5,8	–5,1	–7,0	–9,3	–13,2	–15,1	...

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

El consumo británico remonta posiciones, aunque sus fundamentos no se antojan del todo sólidos.

meros tres meses del año, pero que no afecta la tendencia de crecimiento de fondo de la economía.

En este sentido, cabe destacar el repunte del indicador de sentimiento económico registrado en mayo, hasta el nivel de los 107 puntos, que se combinó con una sensible alza de la confianza del consumidor en ese mismo mes. Menos positiva fue, por el contrario, la imprevista debilidad de la producción industrial, que cayó un 0,2% interanual en abril, y la ampliación de déficit comercial acumulado de doce meses, hasta los 15.100 millones de euro, una cifra que más que triplica la de un año antes.

Reino Unido: expansión con plomo en las alas

La recuperación británica está ganando en fortaleza al avanzar el año. Su principal debilidad, la ralentización del consumo privado en la segunda mitad de 2005, parece haber quedado atrás. El principal indicador en este ámbito, las ventas al por menor, han vuelto a crecer a ritmos semejantes a los del dinámico 2004 (avanzaron un 4,0% interanual en mayo). Todo ello lleva a esperar un crecimiento para el conjunto de 2006 del orden del 2,3%, levemente superior al registrado en el primer trimestre del año.

La situación de la inflación no acaba de ser propicia, con una clara tendencia a la aceleración que complica el trabajo del Banco de Inglaterra.

No obstante, una larga retahíla de riesgos parece lastrar las posibilidades de la economía británica. En primer lugar, a pesar de la clara recuperación del consumo, sus fundamentos y perspectivas no son abiertamente positivos. Así, y aunque la tasa de paro se mantiene en niveles moderados (3,0% en mayo), la creación de ocupación sigue desacelerándose hasta el primer trimestre del año. Ello explicaría el notable deterioro que exhibe la confianza del consumidor hasta el mes de mayo.

Un segundo elemento que complica el escenario es la percepción de crecientes tensiones inflacionistas. Entre abril y mayo el IPC sumó ocho décimas porcentuales, situándose en dicho mes de mayo en el 2,9% interanual, su máximo desde agosto de 2003. Otros indicadores de precios relevantes, como el deflactor del PIB y los precios de producción también apuntan al alza. Todo ello hace que de forma creciente se especule con un cambio de la política monetaria del Banco de Inglaterra en el sentido de hacerla más restrictiva, lo que limitaría el potencial recorrido alcista de la economía.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005			2006		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	3,1	1,8	1,7	1,9	1,8	2,2	–	...
Ventas al por menor	6,0	1,9	1,3	0,6	2,6	1,8	3,0	4,0
Producción industrial	0,8	–1,9	–1,8	–1,7	–2,6	–0,9	–1,0	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0
Precios de consumo	2,2	2,2	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4	2,9
Balanza comercial (**)	–56,1	–64,1	–63,6	–64,6	–66,2	–69,9	–71,0	...

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

Las políticas monetarias siguen tensándose

Después de un periodo de abundante liquidez y exceso de capacidad productiva global, la mayoría de los principales bancos centrales han empezado a normalizar sus políticas monetarias en un entorno de encarecimiento de las materias primas. Los recientes repuntes de la inflación, la mayor utilización de la capacidad productiva mundial, la rigidez de la oferta de muchas materias primas y el consiguiente aumento de las expectativas inflacionistas han motivado que los bancos centrales de las tres principales zonas económicas continúen expresando su preocupación por la estabilidad de los precios. De este modo, la fase alcista de los tipos de interés continúa cabalgando.

El día 8 de junio el Banco Central Europeo (BCE) elevó en 25 puntos básicos su tipo de interés oficial hasta el 2,75% en el Consejo de Gobierno celebrado en Madrid. De este modo, despejó las dudas sobre una posible aceleración del tensionamiento de su política monetaria al descartar una subida mayor y sugerir que no sería seguida por una nueva alza en julio. Se trató del tercer aumento del tipo de interés del Eurosistema desde el inicio del giro alcista de los tipos de interés en diciembre de 2005. Previamente, los ministros de finanzas del Eurogrupo habían pedido moderación al BCE, preocupados por el efecto del fortalecimiento del euro sobre las exportaciones europeas.

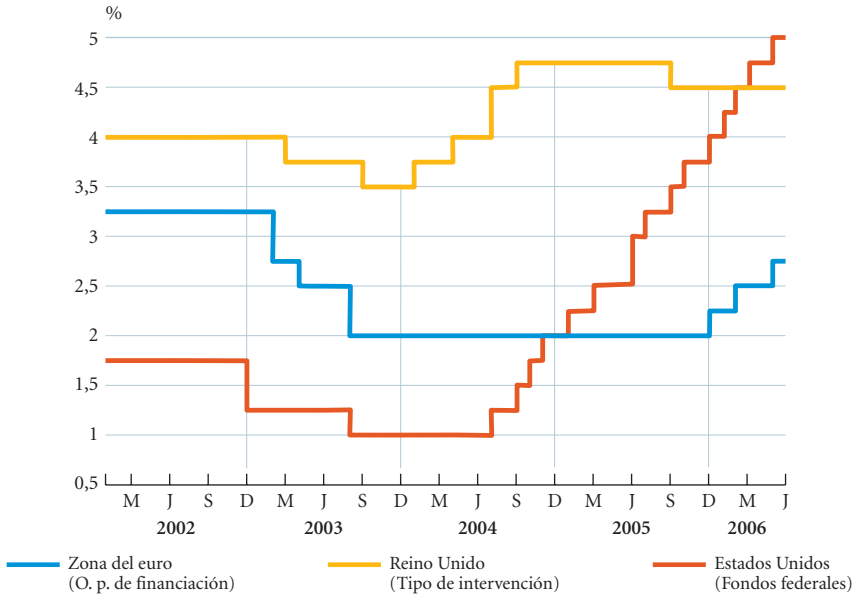
La fase alcista de los tipos de interés continúa avanzando espoleada por los temores de inflación.

El Banco Central Europeo eleva su referencia por tercera vez, desoyendo las peticiones de los ministros de finanzas.

No obstante, según las proyecciones de los expertos del BCE el crecimiento del

EL BANCO CENTRAL EUROPEO SUBE SU TIPO DE INTERÉS OFICIAL HASTA EL 2,75%

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

Preocupa el tirón alcista de la liquidez y del crédito en la eurozona.

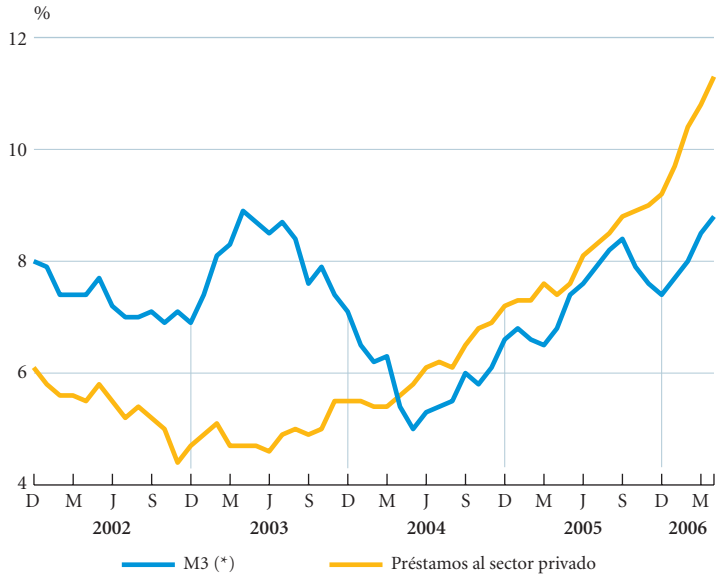
producto interior bruto de la eurozona se situará en una banda del 1,8%-2,4% en 2006 y en un rango del 1,3%-2,3% en 2007, habiendo revisado levemente a la baja estas últimas previsiones a consecuencia de la escalada del precio del petróleo. En cuanto a la inflación, el BCE remarcó que los riesgos inflacionistas seguían al alza por posibles subidas del crudo, aumentos adicionales de los precios administrados e impuestos indirectos, una transmisión del encarecimiento de las materias primas mayor de lo previsto y un incremento de los salarios por encima de lo esperado. Las proyecciones para la inflación en 2006 se colocaron en el intervalo 2,1%-2,5% en 2006 y del 1,6%-2,8% en 2007, con una ligera revisión al alza en 2006 por la subida del oro negro.

El Banco Central Europeo manifestó su intranquilidad por la fuerte expansión de la liquidez. En efecto, el agregado monetario amplio, la M3, creció el 8,8% en los últimos doce meses hasta abril, dos puntos más que un año antes. Asimismo, los préstamos al sector privado se aceleraron, con una tasa de variación anual del 11,3% en abril, 3,9 puntos más que en el mismo periodo del año anterior. Partiendo de la información contenida en los agregados monetarios, el BCE realizó proyecciones de inflación a medio plazo que se situaban por encima de su objetivo del 2%, lo que resulta incómodo para la institución monetaria europea. Es por todo ello que se espera que el BCE prosiga tensando los tipos de interés a lo largo del ejercicio, finalizándolo con el tipo de referencia por encima del 3%, con vistas a reducir progresivamente la laxitud monetaria.

Por otro lado, a principios de junio el alemán Otmar Issing fue sustituido por su compatriota Jürgen Stark en el Comité Ejecutivo del BCE. Issing jugó un papel relevante desde la fundación del BCE y de alguna manera le transmitió el espíritu monetario del banco central alemán, el Bundesbank.

FUERTE EXPANSIÓN DE LA LIQUIDEZ MONETARIA EN LA EUROZONA

Variación interanual de agregados monetarios y crediticios



NOTA: (*) Efectivo en circulación, depósitos bancarios, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario, etc.
FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

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									
Mayo	2,05	2,13	2,19	2,99	3,27	0,08	4,75	4,89	0,76
Junio	2,05	2,11	2,10	3,01	3,43	0,08	4,75	4,84	0,75
Julio	2,05	2,12	2,17	3,25	3,61	0,09	4,75	4,66	0,75
Agosto	2,05	2,13	2,22	3,43	3,80	0,09	4,53	4,59	0,76
Septiembre	2,06	2,14	2,22	3,60	3,91	0,09	4,50	4,60	0,76
Octubre	2,06	2,20	2,41	3,75	4,17	0,09	4,50	4,59	0,81
Noviembre	2,06	2,36	2,68	4,00	4,35	0,09	4,50	4,62	0,95
Diciembre	2,28	2,47	2,78	4,16	4,49	0,09	4,50	4,64	1,02
2006									
Enero	2,30	2,51	2,83	4,26	4,60	0,10	4,50	4,60	1,01
Febrero	2,31	2,60	2,91	4,50	4,76	0,11	4,50	4,58	1,09
Marzo	2,56	2,72	3,11	4,54	4,92	0,12	4,50	4,59	1,21
Abril	2,58	2,79	3,22	4,75	5,07	0,13	4,50	4,63	1,28
Mayo (*)	2,58	2,89	3,31	5,00	5,18	0,19	4,50	4,70	1,40
Junio (1)	2,82	3,00	3,46	5,00	5,49	0,33	4,50	4,75	1,50

NOTAS: (*) Cifras provisionales.
(1) Día 26.
(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 6-3-03 (2,50%), 5-6-03 (2,00%), 1-12-05 (2,25%), 2-3-06 (2,50%), 8-6-06 (2,75%).
(3) Últimas fechas de variación: 30-6-05 (3,25%), 9-8-05 (3,50%), 20-9-05 (3,75%), 1-11-05 (4,00%), 13-12-05 (4,25%), 31-1-06 (4,50%), 28-3-06 (4,75%), 10-5-06 (5,00%).
(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: Bancos centrales nacionales, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

En Estados Unidos, a lo largo del mes de junio se han producido una serie de declaraciones de tono agresivo de Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, y de otros dirigentes de esta entidad, mostrando su inquietud por los riesgos inflacionistas. El acta de la última reunión del Comité Federal de Política Monetaria del 10 de mayo reflejó también esta preocupación, constando que se había barajado subir el tipo de interés oficial hasta medio punto, aunque finalmente sólo aumentó en 25 puntos básicos. En este entorno, las expectativas del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal para la cita del 29 de junio se han ido intensificando hasta descartar prácticamente que se produzca una pausa en la trayectoria alcista comenzada en junio de 2004. De esta forma, el tipo de interés de la Reserva Federal se colocará en el 5,25%, con la posibilidad de que llegue al 5,50% en el verano para reafirmar su credibilidad antiinflacionista.

Por otra parte, otros bancos centrales también han dado un nuevo giro restrictivo a sus políticas monetarias en las últimas semanas. Al final de mayo el Banco de Noruega subió el tipo de interés de sus depósitos en 25 puntos básicos hasta el 2,75%. El Banco de Dinamarca siguió el movimiento del BCE. A mediados de junio el Banco de Suiza elevó el

Numerosos bancos centrales también restringen sus políticas monetarias en las últimas semanas.

El dólar rebota rompiendo con la tónica de debilidad de los últimos meses.

nivel de su banda de referencia también en un cuarto de punto hasta 1,0%-2,0%. Igualmente, el Banco de Suecia incrementó su tipo de interés de intervención en 25 puntos básicos hasta el 2,25% el día 20 de junio. Asimismo, en Asia una serie de institutos monetarios tensionaron sus políticas monetarias, como los de Corea del Sur, India y Tailandia. El Banco de Turquía aumentó su tipo de interés en 175 puntos básicos hasta el 15%, por primera vez en casi 5 años, en un intento de apoyar a la lira turca. El día 26 de junio volvió a elevarlo hasta el 17,25%.

El diferencial de tipos de interés vuelve a apoyar al dólar

En los primeros días de junio el dólar se mostró débil tras la publicación de una cifra de creación de empleo en mayo decepcionante. No obstante, después de una ronda de declaraciones de tono agresivo por parte de distintos dirigentes de la

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

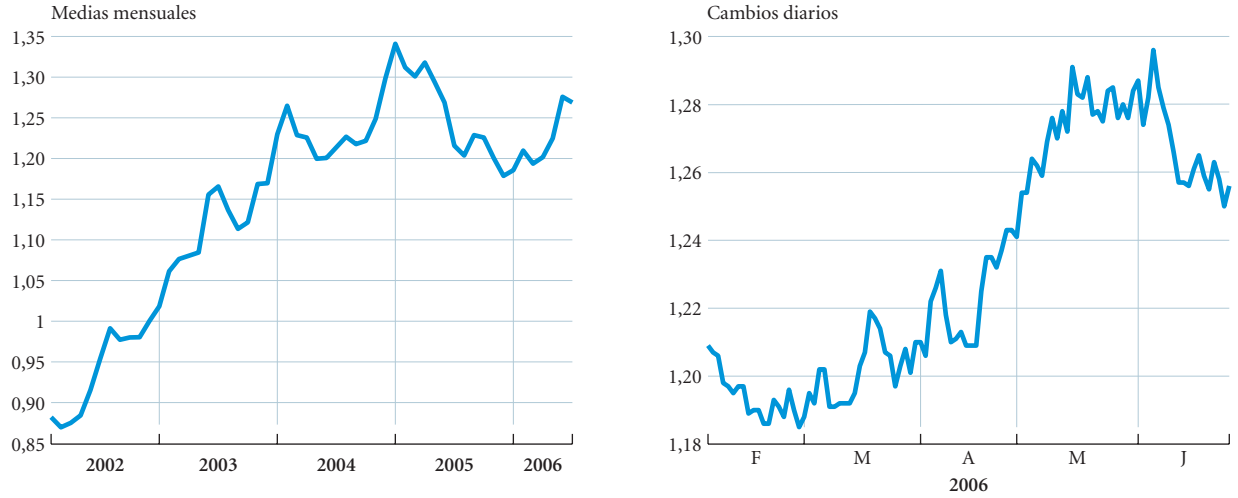
Mayo 2006

	Última sesión del mes		Datos mensuales				*Tipo de cambio 26-6-06*
	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	112,6	–1,1	111,9	–4,4	–5,5	4,8	*116,2*
Libra esterlina (1)	1,872	2,5	1,869	5,6	7,1	0,8	*1,823*
Franco suizo	1,218	–1,6	1,219	–4,9	–6,6	0,1	*1,242*
Dólar canadiense	1,101	–1,5	1,110	–3,0	–4,5	–11,6	*1,124*
Peso mexicano	11,29	1,8	11,09	0,4	4,4	1,1	*11,41*
Índice efectivo nominal (4)	*107,8*	*–0,3*	*107,5*	*–2,1*	*–3,9*	*–2,7*	*109,5*
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,287	2,6	1,276	4,1	7,6	0,5	*1,256*
Yen japonés	144,3	0,7	142,7	–0,6	1,6	5,4	*146,1*
Franco suizo	1,560	–0,7	1,557	–1,1	0,6	0,8	*1,563*
Libra esterlina	0,686	–1,2	0,684	–1,5	0,6	0,0	*0,690*
Corona sueca	9,276	–0,2	9,330	0,0	–1,1	1,5	*9,218*
Corona danesa (3)	7,458	0,0	7,457	–0,1	0,0	0,2	*7,456*
Zloty polaco	3,937	1,6	3,894	–0,7	1,2	–6,7	*4,088*
Corona checa	28,21	–0,7	28,28	–0,8	–2,4	–6,4	*28,52*
Forint húngaro	262,1	–0,8	262,4	–1,2	3,9	4,2	*280,1*
Índice efectivo nominal (5)	*104,4*	*0,9*	*103,7*	*1,1*	*3,0*	*–0,2*	*103,7*

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 ANOTA LA COTIZACIÓN MÁXIMA DE LOS ÚLTIMOS CATORCE MESES CONTRA EL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



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

Reserva Federal, en la segunda semana del mes, el dólar recibió un espaldarazo y recobró posiciones al fortalecerse las expectativas de nuevas alzas del tipo oficial de Estados Unidos. Además, resultó beneficiado por el aumento de la volatilidad que afectó a las divisas de los países emergentes, pues recuperó el papel de moneda refugio. No obstante, un dato desfavorable de las entradas de capitales para la compra de activos financieros en abril perjudicó a la moneda norteamericana a mediados del mes. De este modo, a pesar de la recuperación experimentada por el dólar desde mediados de mayo, al principio de la última semana de junio se colocaba cerca de un 2% por debajo del nivel del final de 2005 en relación con una cesta amplia de divisas.

El euro se cotizó a 1,296 dólares el día 5 de junio, marcando el nivel máximo desde abril de 2005. No obstante, la advertencia subsiguiente de los ministros de finanzas del Eurogrupo de que no deseaban ver al euro por encima de los 1,30 dólares y la decisión del Banco Central Europeo de aumentar sus tipos de interés directores sólo en 25 puntos básicos el día 8, anulando las especulaciones sobre una posible subida de 50 puntos básicos, debilitaron a la moneda única europea. El euro anotó un máximo histórico frente al yen japonés en 146,1 yenes el día 26 de junio. El euro también registró un máximo histórico frente al forint húngaro el día 23 del mes cuando los altos déficit público y por cuenta corriente de Hungría suscitaron la desconfianza del mercado respecto a la moneda del país centroeuropeo.

El yen se ha mostrado débil desde mediados de mayo, interrumpiendo una tendencia a la recuperación debido a la mejora macroeconómica y a las expectativas de aumentos de los tipos de interés. La depreciación de la moneda nipona ha estado ligada a las acusadas caídas de la bolsa de Tokyo. Por otra parte, el escándalo en que se vio involucrado el gobernador del Banco de Japón, Toshiniko Fukui, a causa de su participación en un fondo de inversión implicado en un presunto fraude, también perjudicó a la divisa japonesa.

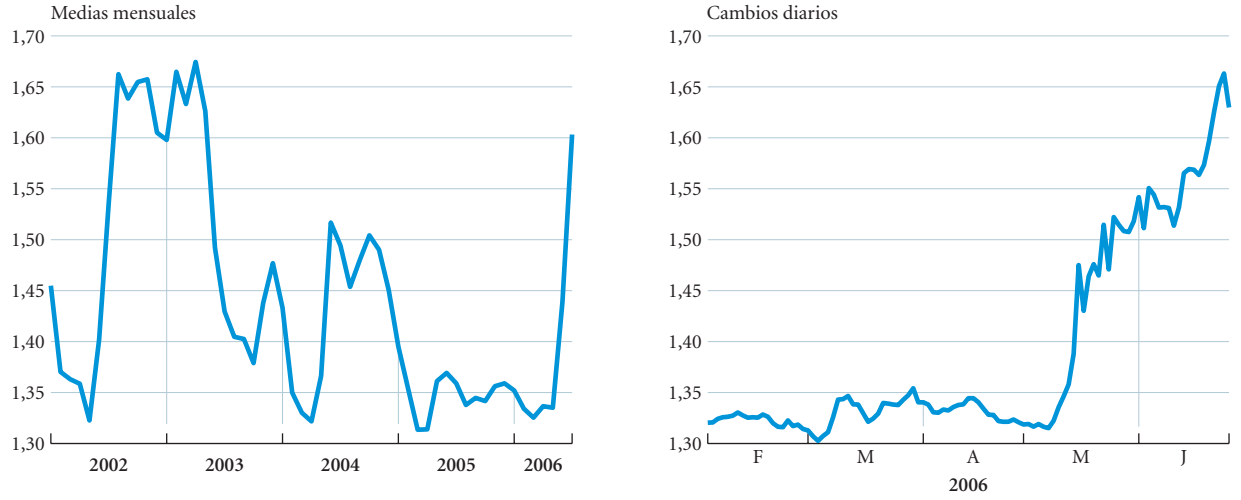
El euro anota un máximo histórico frente al forint húngaro.

Entre otras divisas emergentes afectadas por turbulencias en las últimas semanas

Fuerte caída de la lira turca.

DEPRECIACIÓN DE LA LIRA TURCA

Liras turcas por dólar



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 26 de junio.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

La rentabilidad de los bonos públicos probablemente continuará la tendencia moderadamente alcista en los próximos meses.

figura la lira turca. Cuando la moneda otomana llevaba perdiendo el 15% respecto al dólar desde finales de abril, el banco central de Turquía elevó su tipo de interés oficial en 175 puntos básicos el día 8 de junio, como se ha comentado en el apartado anterior. Con ello logró detener el desplome de su moneda, aunque siguió presionada a la baja debido a los desequilibrios macroeconómicos de una alta inflación y déficit exterior y presupuestario, además de inestabilidad política. De esta manera, al comienzo de la última semana de junio la divisa turca se pagaba a 1,67 unidades por dólar, con un descenso del 19% con relación al final de 2005, si bien se hallaba el 6% por encima del mínimo anotado en marzo de 2003.

Los temores inflacionistas elevan los rendimientos de los bonos públicos

La agencia Standard & Poor's advierte que los gobiernos de los países desarrollados deben hacer frente al envejecimiento de su población.

En las primeras semanas de junio la rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se situó por debajo del 5% después de la publicación de una cifra de creación de empleo inferior a lo que se esperaba y por efecto de los desplazamientos de capitales desde los mercados bursátiles. No obstante, posteriormente prevaleció el impulso alcista proveniente de los temores inflacionistas y de las consiguientes mayores expectativas de subidas de los tipos de interés de la Reserva Federal, con lo que el rendimiento de los bonos públicos a largo plazo volvió a superar la cota del 5%. De esta forma, la rentabilidad del bono del Tesoro norteamericano a diez años ascendió hasta el 5,24% el día 26 de junio, la cota máxima desde mayo de 2002. La tendencia alcista moderada probablemente continuará en los próximos meses.

Cabe señalar que a principios de junio la agencia de calificación de bonos Standard & Poor's lanzó el aviso de que en el futuro el rating de la deuda de numerosos países desarrollados podría caer hasta la de bono de baja calidad crediticia en caso de que sus gobiernos no adoptasen serias reformas de sus sistemas de seguridad social. Esta agencia considera que el pro-

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2003	2004	2005			2006			
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	26 junio
Estados Unidos	4,04	4,31	4,21	4,25	4,54	4,61	5,04	5,18	5,24
Japón	0,99	1,50	1,28	1,36	1,53	1,58	1,91	1,91	1,89
Alemania	4,10	4,07	3,35	3,19	3,37	3,50	3,91	3,99	4,07
Francia	4,13	4,10	3,38	3,23	3,39	3,51	3,95	4,01	4,10
Italia	4,24	4,24	3,53	3,40	3,56	3,71	4,23	4,29	4,38
España	4,12	4,10	3,36	3,18	3,37	3,49	3,92	3,99	4,04
Reino Unido	4,53	4,93	4,50	4,32	4,34	4,23	4,56	4,70	4,75
Suiza	2,47	2,57	2,04	1,90	2,05	2,18	2,59	2,73	2,82

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

gresivo envejecimiento de la población de estos países deteriorará su posición presupuestaria en las próximas décadas a causa de los compromisos de pensiones y del sistema sanitario.

La volatilidad reina en los mercados bursátiles

Después de sufrir la peor caída mensual de los últimos tres años y medio en mayo, los mercados bursátiles internacionales apenas han encontrado respiro en junio. La perspectiva de unos tipos de interés más elevados de lo que se anticipaba y dudas sobre el crecimiento económico en Estados Unidos y otros países han pasado factura a unas rápidas subidas bursátiles en los meses anteriores. De este modo, en las primeras semanas de junio numerosos índices bursátiles han visto como se evaporaban las ganancias acumuladas sobre diciembre y aparecían los números rojos, aunque las variaciones anuales eran ampliamente positivas.

Entre los principales índices norteamericanos el tradicional Dow Jones es el que salió mejor parado del periodo de turbulencias, manteniendo ligeras ganancias respecto al final de 2005. Peor suerte corrió el Nasdaq, representativo de los valores tecnológicos, que se situaba por debajo de la par del ejercicio próximo a finalizar el primer semestre. Por sectores, las mayores plusvalías acumuladas correspondían a los sectores de telecomunicaciones y energético, mientras que en el lado contrario los sectores de tecnología y farmacéutico-sanitario presentaban las minusvalías más elevadas.

Las bolsas europeas tampoco se escaparon del temporal y el índice DJ Euro Stoxx 50, que agrupa a las mayores compañías de la zona del euro, se situaba por debajo del nivel inicial de 2006 al comienzo de la última semana de junio. No obstante, entre las principales plazas sólo Amsterdam acumulaba pérdidas en el primer semestre. Algunas operaciones empresariales, como la compra de Winterthur por parte de la aseguradora Axa y la fusión de las divisiones de infraestructuras telefónicas de Nokia y Siemens, dinamizaron los parqués europeos.

La perspectiva de unos tipos de interés más altos de lo que se anticipaba y las dudas sobre el crecimiento económico afectan a las bolsas.

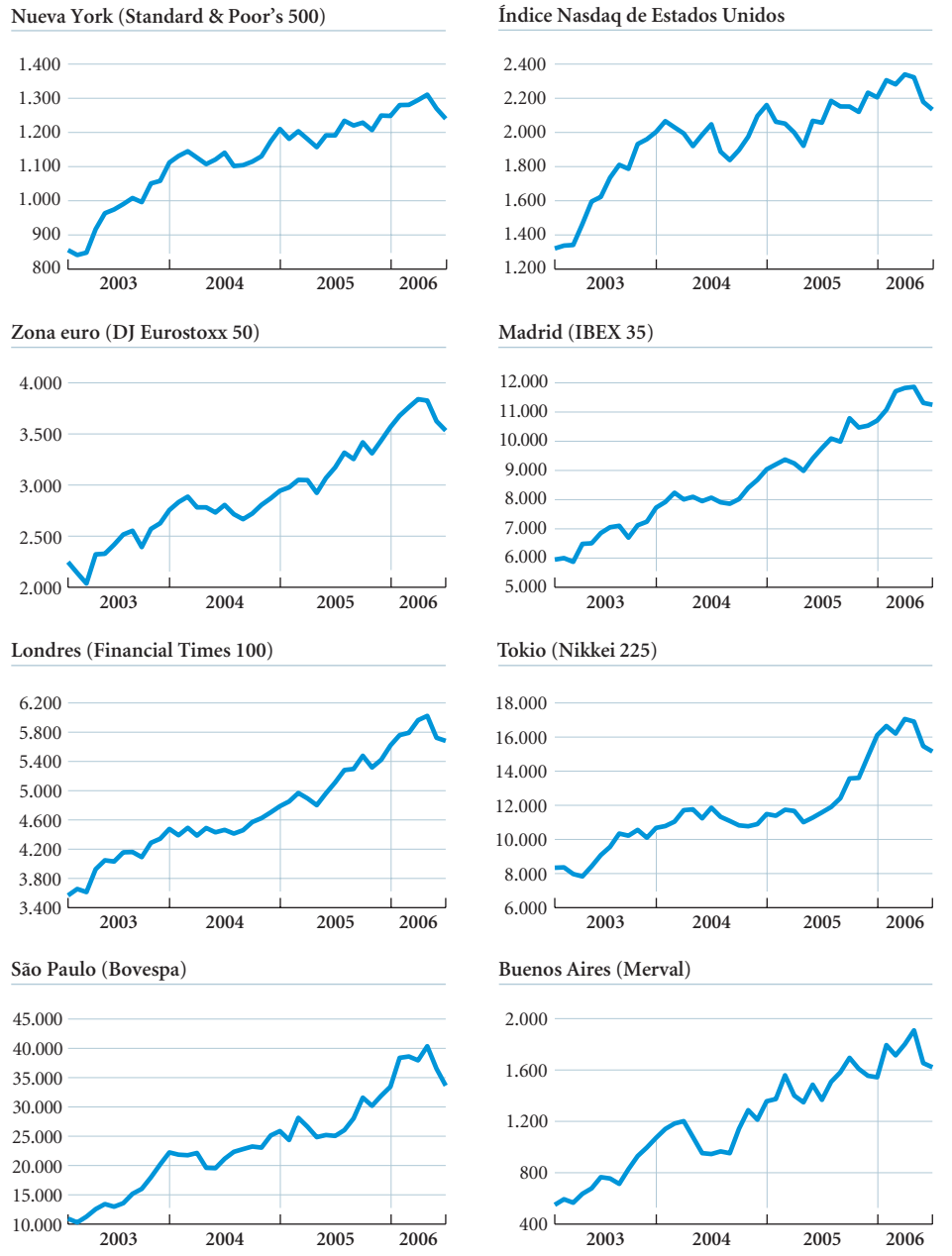
El Nasdaq y el DJ Euro Stoxx 50 pierden la par del año.

El índice IBEX 35 de la bolsa española también sufrió un castigo y llegó a perder la cota de los 11.000 puntos en algunas jornadas. Sin embargo, apoyado por la favorable evolución de los beneficios empresariales, el índice selectivo español recuperó esta cota y presentaba una considerable alza sobre diciembre en la última semana de la primera mitad del año.

El IBEX 35 logra mantenerse en positivo.

BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes



NOTA: Junio 2006, día 26.
FUENTES: Bolsas nacionales.

El índice de los mercados emergentes se coloca por debajo del nivel inicial del ejercicio.

Los mercados de valores emergentes siguieron experimentando una corrección en las primeras semanas de junio. El aumento de la aversión al riesgo se cebó en estas bolsas, que, por otra parte, probablemente habían subido excesivamente en los meses precedentes. Así, el índice de mercados emergentes de Morgan Stanley Capital International (MSCI) después de haber caído el 11,6% desde el máximo

histórico anotado en la segunda semana de mayo hasta el final del mes, bajó otro 5,3% adicional hasta el principio de la última semana de junio, con lo que se colocaron por debajo del nivel del final de 2005. Con todo, algunos mercados, como los de Hong Kong y de Argentina, presentaban notables ganancias acumuladas cerca del cierre de la primera mitad del año.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

31-5-2006

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	*Cotización a 26-6-06*	
					% variación acumulada	*% variación sobre la misma fecha de 2003*
Nueva York						
Dow Jones	*11.168,3*	*–1,7*	*4,2*	*6,7*	*3,1*	*21,7*
Standard & Poor's	*1.270,1*	*–3,1*	*1,7*	*6,6*	*0,2*	*26,9*
Nasdaq	*2.178,9*	*–6,2*	*–1,2*	*5,4*	*–3,2*	*30,6*
Tokio	15.467,3	–8,5	–4,0	37,2	–6,0	*69,8*
Londres	5.723,8	–5,0	1,9	15,3	1,1	*40,6*
Zona del euro	3.637,2	–5,3	1,6	18,2	–1,2	*44,1*
Francfort	*5.692,9*	*–5,3*	*5,3*	*27,6*	*2,0*	*70,1*
París	*4.930,2*	*–5,0*	*4,6*	*19,6*	*1,8*	*54,7*
Amsterdam	*440,4*	*–6,2*	*0,8*	*20,8*	*–2,2*	*45,9*
Milán	*27.923,0*	*–5,1*	*4,3*	*15,1*	*1,7*	*46,2*
Madrid	*11.340,5*	*–4,6*	*5,7*	*20,3*	*5,1*	*62,4*
Zurich	7.604,4	–5,5	0,3	24,1	–1,6	*54,0*
Hong Kong	15.857,9	–4,8	6,6	14,4	6,2	*64,5*
Buenos Aires	1.653,7	–13,4	7,2	11,3	5,0	*119,6*
São Paulo	36.530,0	–9,5	9,2	44,9	3,5	*164,1*

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.

Actividad económica

La construcción y los servicios siguen empujando la actividad

El ritmo expansivo de la actividad ha tocado techo.

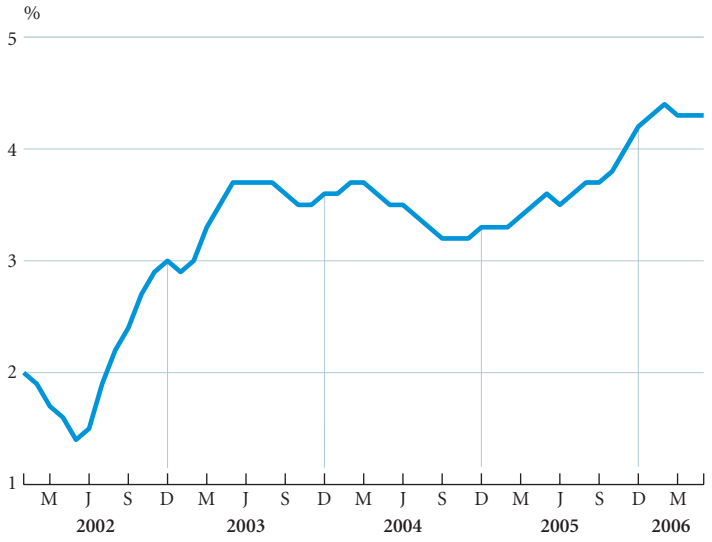
El segundo trimestre de 2006 se ha cerrado sin grandes cambios con respecto a los meses precedentes. El ritmo de actividad continúa siendo muy vivo, pero todo parece indicar que el crecimiento ya ha tocado techo. Los principales indicadores de actividad mantienen perfiles de crecimiento en parte contradictorios, pero de la suma de todos ellos se infiere que el ritmo expansivo de la actividad tiende a estabilizarse o, a la sumo, a desacelerarse ligeramente. Es lo que apunta, por ejemplo, el indicador sintético de actividad que elabora el Ministerio de Economía y Hacienda a partir de un amplio conjunto de indicadores parciales, mostrado en el gráfico siguiente.

No se acaba de consolidar la recuperación en la industria...

En lo que va de año, la mayor decepción la ha deparado la industria, que no ha consolidado plenamente la recuperación apuntada al final de 2005. La tasa de crecimiento del índice de producción industrial, filtrado de diferencias de calendario, ha ido perdiendo fuerza gradualmente, hasta situarse en abril cerca del 1,8% interanual en términos de ciclo-tendencia. Atendiendo al destino de los bienes, la fabricación de bienes de consumo está dando señales de mayor debilidad, debido principalmente al perfil bajo de las manufacturas de bienes de consumo no duradero (con la alimentación prácticamente estancada y el textil y la edición en retroceso), mientras que en el capítulo de bienes duraderos el tono es algo más positivo.

EL CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD TIENDE A ESTABILIZARSE

Variación interanual del indicador sintético de actividad



NOTA: Serie de ciclo-tendencia.
FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005			2006		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
Industria								
Consumo de electricidad (1)	4,1	2,8	2,7	1,5	1,9	2,8	4,2	5,3
Índice de producción industrial (2)	1,6	0,7	0,1	0,7	1,6	2,6	1,2	...
Indicador de confianza en la industria (3)	–2,5	–4,9	–7,0	–4,8	–4,0	–5,4	–5,0	–1,0
Utilización capacidad productiva (4)	79,8	80,2	79,5	81,1	80,7	79,7	–	80,5
Importación bienes interm. no energ. (5)	6,6	1,6	3,6	0,6	1,1	10,3	–7,7	...
Construcción								
Consumo de cemento	3,9	7,3	13,6	7,8	6,1	16,6	–8,1	9,2
Indicador de confianza en la construcción (3)	13,6	22,4	15,0	22,7	28,3	15,3	11,0	12,0
Viviendas (visados obra nueva)	8,0	6,2	7,6	2,8	10,6	18,5	–14,1	...
Licitación oficial	18,3	18,5	36,6	3,1	36,9	14,7	25,9	...
Servicios								
Ventas comercio minorista	5,5	4,4	5,4	4,4	3,8	5,1	0,3	6,7
Turistas extranjeros	3,1	6,1	4,4	7,0	4,9	0,6	17,7	6,9
Ingresos turismo	3,8	5,8	–3,9	13,9	4,9	–7,6	...	...
Mercancías ferrocarril (tm-km)	–3,5	–3,2	–4,7	–2,3	11,0	8,1	–19,0	...
Tráfico aéreo pasajeros	8,0	9,2	8,9	10,2	9,1	5,2	15,1	6,8
Consumo de gasóleo automoción	7,2	4,9	7,5	4,9	4,2	7,4	...	...

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

En cambio, la producción de bienes de equipo ha respondido mejor a las expectativas iniciales, con una rápida aceleración del crecimiento en los meses iniciales del año. Para el futuro inmediato, parece que las expectativas globales del sector tienden a mejorar, de acuerdo con los resultados de la encuesta de la Comisión Europea, que muestra un claro progreso en la situación de la cartera de pedidos y en la propia confianza del sector.

En la construcción no se han producido novedades destacables. El ritmo de actividad continúa siendo muy elevado, a tenor del volumen alcanzado por algunos consumos intermedios, como el de cemento, que tal como muestra el gráfico siguiente, mantiene todavía un ritmo expansivo muy elevado. A pesar de las voces que alertan sobre un menor dinamismo en las transacciones del mercado inmobiliario (referidas sobre todo a viviendas de segunda mano en determinados núcleos urbanos), de momento, la actividad constructora continúa desarrollándose a pleno ritmo.

...mientras que la actividad constructora continúa mostrando un gran dinamismo.

En los servicios, casi todas las actividades mantienen en general avances sostenidos. El balance más contradictorio corresponde al turismo: durante los cinco primeros meses del año, el número de turistas extranjeros creció nada menos que el 6,1% interanual y las pernoctaciones en hote-

¿Por qué se desacelera la productividad total de los factores de la economía española?

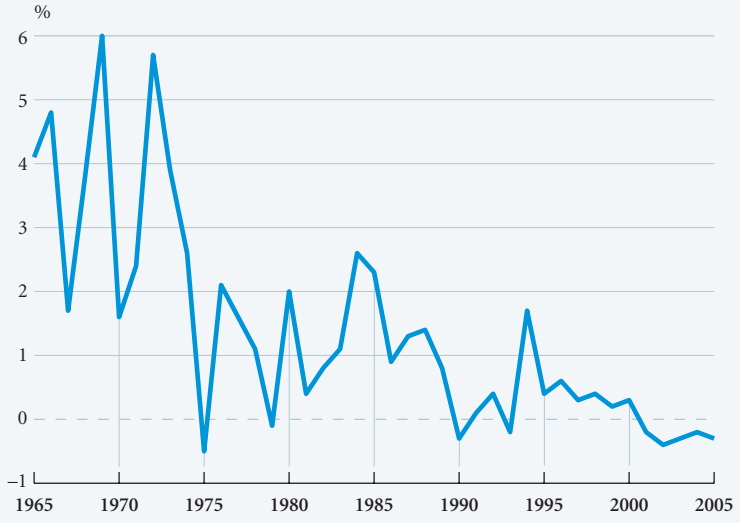
¿Desea saber si sus hijos vivirán mejor que usted? Si tuviésemos que buscar una única variable que nos proporcionase una indicación aproximada de nuestro futuro económico como colectividad, ésta sería el progreso técnico. Intuitivamente, se entiende que una economía sólo mejorará a largo plazo en términos de bienestar económico si es capaz de progresar técnicamente. Y bien, ¿cómo se mide el progreso técnico? ¿existe una medida única que nos lo aproxime?

La respuesta es que sí se dispone de una variable que podemos equiparar al progreso técnico en sentido amplio: la productividad total de los factores (PTF). Aunque suene a fórmula del arcano –y cabe reconocer que aquí el esfuerzo didáctico de los economistas no ha brillado excesivamente– el concepto no es tan complicado, especialmente si utilizamos una metáfora que nos es familiar, la de la fábrica. ¿De qué depende el nivel de producción de una fábrica? Básicamente, de la cantidad de capital y trabajo que disponga y de cómo los combine según el método de producción que siga. Sin embargo, además de la cantidad de factores y el método de producción, los resultados van a depender del nivel tecnológico de la planta y de una multitud de factores que van a afectar a la productividad tanto del capital como del trabajo. Este gran cajón de sastre («nivel tecnológico y otros») es la PTF. E igual que se puede plantear a nivel de fábrica el concepto se aplica a la economía en su conjunto.

Volvamos, en este punto, al planteamiento inicial. ¿De qué va a depender nuestra prosperidad futura? Una vez que hayamos acumulado capital y trabajo, toda producción mayor derivará de la introducción de innovaciones de todo tipo (organizativas, de producto…) y la mejora de la calidad de los factores capital y trabajo. ¿Cuál es la situación de nuestra economía en este campo? Si se observa el gráfico adjunto, la valoración es que el progreso técnico español, aproximado por el crecimiento de la PTF, está en una senda de desaceleración desde mediados de los años ochenta francamente preocupante.

PROGRESO TÉCNICO EN DESACELERACIÓN EN ESPAÑA

Variación anual de la productividad total de los factores

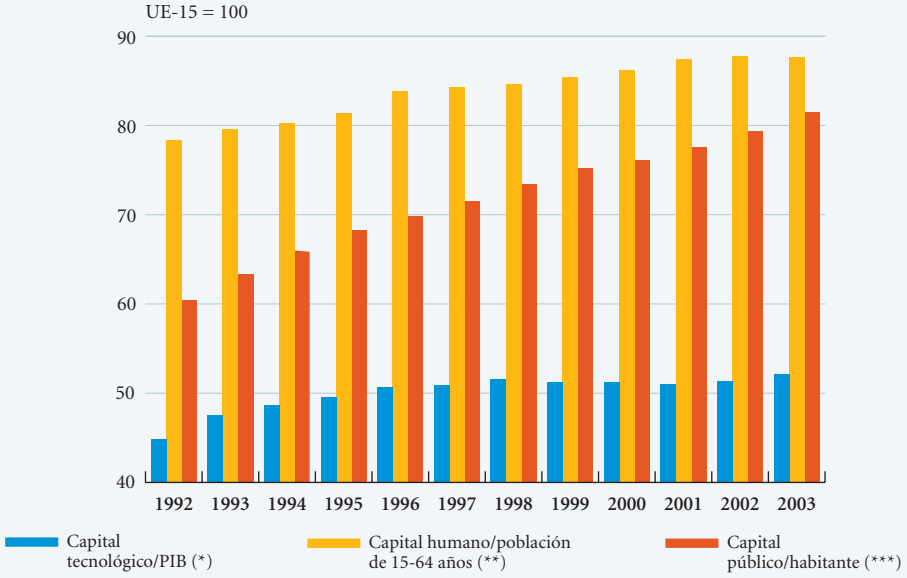


FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La explicación a este fenómeno requiere profundizar un poco más en los determinantes del progreso técnico. La teoría económica, avalada por una abundante evidencia empírica, constata que el progreso técnico de un país está estrechamente vinculado a la dotación de infraestructuras públicas disponibles, a la educación de sus ciudadanos y al stock de capital tecnológico. Una posibilidad inmediata es que el nivel de estos tres factores de producción, que podemos etiquetar de no convencionales, para diferenciarlos de los tradicionales de capital y trabajo, sea insuficiente para impulsar el avance de la PTF. Para España la hipótesis queda rápidamente puesta bajo sospecha en el caso del capital físico público y del capital humano. Según se desprende del gráfico adjunto, en la última década nuestra economía ha conseguido situarse en niveles muy cercanos al promedio de la Unión Europea (UE) a 15 en ambos frentes.

EL CAPITAL TECNOLÓGICO ESPAÑOL, EN PEOR SITUACIÓN RELATIVA QUE LA EDUCACIÓN Y LAS INFRAESTRUCTURAS

Nivel de stock acumulado de capital tecnológico, capital humano y capital público de la economía española respecto a la UE-15



NOTAS: (*) Saldo acumulado del flujo en gasto en I+D del conjunto de la economía. La tasa de depreciación considerada es del 15%. Se utiliza el deflactor de la formación bruta de capital fijo de bienes de equipo.
(**) Porcentaje del grupo de población en edad de trabajar con estudios superiores. El índice obtenido se corrige en función de la calidad teniendo en cuenta los resultados del informe PISA de la OCDE y el gasto público por estudiante.
(***) Saldo acumulado del flujo de formación bruta de capital fijo pública. Se considera una tasa de depreciación del 3,5%.
FUENTE: Banco de España.

El ritmo de acumulación del capital tecnológico es menos positivo. Si entendemos este capital como el stock disponible de conocimiento tecnológico, lo podemos medir como la suma acumulada a lo largo del tiempo de las inversiones en investigación y desarrollo. Aquí la convergencia con la UE-15 ha sido claramente inferior. En 2003, mientras que nuestro stock de capital tecnológico equivalía al 4,6% del producto interior bruto (PIB), en la UE-15 era aproximadamente el doble. No conviene dramatizar: el ritmo de acumulación del stock de capital tecnológico ha sido importante (se ha reducido en unos 20 puntos el diferencial con la UE, al pasar de un nivel equivalente a un 30% del promedio comunitario en 1980 al 52% de 2003), pero tanto su bajo punto de partida como su todavía reducida cuantía, apuntan a una clara debilidad de nuestro modelo económico frente a los referentes internacionales.

Pero es que además de la distancia que todavía nos separa de Europa, existe un segundo problema. Si el impacto en el PIB del capital tecnológico fuese en España semejante al de otras economías desarrolladas, el crecimiento sustancial del stock tecnológico en términos reales entre 1980 y 2003 debería haber generado un incremento anual del ritmo de crecimiento de la PTF que se estima en un 1%.[1] El comportamiento, como se ha visto, ha sido precisamente en sentido contrario: la PTF no sólo no ha acelerado su crecimiento, sino que ha frenado su avance al discurrir el periodo.

La explicación de este escaso rendimiento del capital tecnológico no es sencilla, ya que puede ser la resultante de múltiples fenómenos como, por ejemplo, una utilización ineficiente del gasto en investigación y desarrollo. Por otro lado, la comparativa internacional apunta a que la nuestra es una economía todavía inadecuadamente regulada, con restricciones institucionales que impiden el pleno aprovechamiento del esfuerzo innovador y, en términos más generales, del dinamismo potencial de las empresas.

Desde esta perspectiva, la falta de eficiencia de la economía española podría deberse, más que a un exceso de carga regulatoria, a la calidad de la misma. Desde un punto de vista conceptual, las relaciones entre la eficiencia de una economía y su regulación son complejas. Cuando la regulación consigue corregir los denominados «fallos del mercado», al facilitar una correcta asignación de los recursos, mejora la eficiencia.[2] Si además el fallo de mercado consiste en la ausencia de mercados totalmente competitivos, la regulación será positiva al limitar el poder de monopolio. En otros casos, no obstante, el efecto de la regulación en términos de eficiencia podría acabar siendo negativo. Sería el caso de la regulación que, buscando satisfacer otros objetivos, acaba generando barreras de entrada que dificultan la libre competencia y la innovación empresarial.

(1) Este cálculo se realiza considerando que la elasticidad producto del capital tecnológico de la economía española es del 7%. Es decir, dado que el capital tecnológico se ha incrementado en un 356% entre 1980 y 2003, la contribución al crecimiento del PIB es un 7% de este aumento: 25%. Ello supone aproximadamente un aumento anual de la tasa de crecimiento de la PTF del 1%. Para detalles de este cálculo, junto con una discusión más amplia del papel de los factores no convencionales en el progreso técnico español, véase *Documentos de Economía "la Caixa"*, nº 1.
(2) Para un análisis internacional comparado del efecto de las intervenciones estatales a través de las ayudas a la industria, véase *"la Caixa" Economic Papers,* n. 1.

Balance contradictorio del turismo: aumenta el número de visitantes pero se estancan los ingresos.

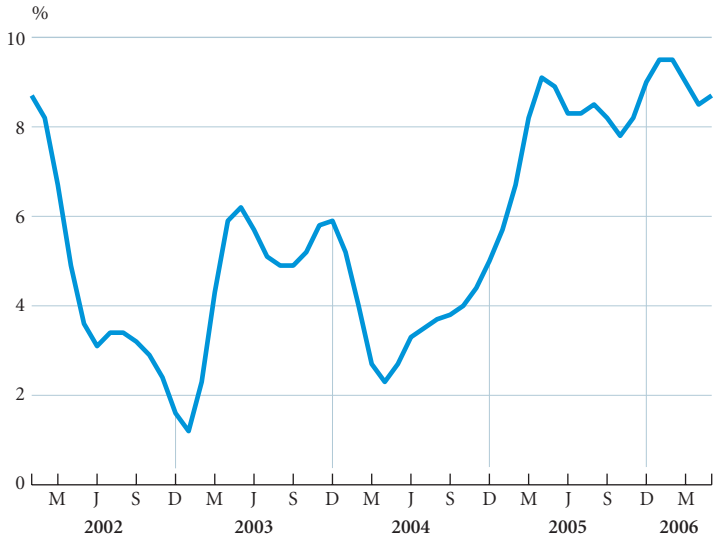
les, tanto por parte de residentes españoles como de extranjeros, registraron igualmente un aumento considerable, cercano en promedio al 7%. Sin embargo, el gasto de los turistas extranjeros crece muy poco: apenas aumentó un 0,7% durante los cuatro primeros meses del año, con un descenso del gasto medio por turista que rondó el 5% con respecto al mismo periodo del año anterior. Se espera que esta tónica continúe a lo largo de los meses siguientes.

Por el lado de la demanda, la situación dista mucho de ser homogénea, aunque la tendencia global es de una suave desaceleración. Esta dicotomía se aprecia, por ejemplo, en la evolución de las ventas del comercio minorista. De enero a abril, las referidas a productos alimenticios descendieron un 0,8% interanual en términos reales, mientras que para el resto de artículos aumentaron un 0,2%. Otro indicador de consumo representativo, las matriculaciones de automóviles de turismo, mantiene un tono bastante discreto, con un descenso acumulado en los cinco primeros meses del 0,6%, en comparación con la cifra récord de ventas que se registró en el mismo periodo del año anterior.

De modo distinto, otros indicadores de consumo reflejan un tono más expansi-

EL CONSUMO DE CEMENTO MANTIENE UN RITMO EXPANSIVO MUY ELEVADO

Variación interanual del consumo de cemento



NOTA: Serie de ciclo-tendencia.
FUENTES: Oficemen, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

vo, como los referidos a la mayoría de servicios y los correspondientes a las importaciones. Así, las compras de artículos alimenticios al exterior crecieron un 6,7% real en los cuatro primeros meses y las correspondientes al resto de bienes lo hicieron en un 13,7%. En definitiva, el consumo continúa en expansión, pero con tendencia a moderar su crecimiento. Cabe prever que esta tendencia se prolongue en el futuro inmediato, tal como parece indicar la evolución del sentimiento de confianza de los consumidores que, tras haberse mantenido en cotas muy bajas en toda esta etapa (en contradicción, incluso, con el comportamiento expansivo del gasto), tiende ahora a empeorar: en mayo cayó al valor de 14 puntos negativos, el más bajo de los últimos tres años.

La demanda nacional tiende a moderarse...

Se aprecia también una significativa desaceleración del crecimiento de la inversión en bienes de equipo. Así, por ejemplo, las importaciones de estos bienes redujeron su ritmo expansivo anual hasta el 3,0% de enero a abril, que hay que situar, no obstante, al lado del aumento de la producción interior aludido anteriormente. La matriculación de vehículos industriales refleja un tono de moderación similar, con una reducción del ritmo de crecimiento hasta el 3,5% de enero a mayo, claramente inferior al registrado en los meses precedentes. En conjunto, para el segundo semestre del año, se espera que el dinamismo que han recuperado la exportaciones (en los cuatro primeros meses de 2006 han crecido un 7,6% interanual) compense, en parte, la menor contribución al crecimiento de la demanda nacional.

...lo que en el futuro inmediato podría verse compensado por el mayor crecimiento de las exportaciones.

INDICADORES DE DEMANDA

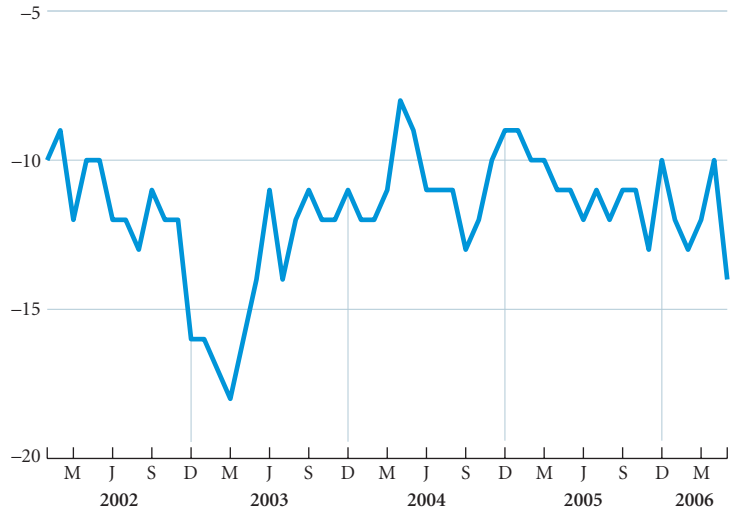
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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.

DECAE LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES

Diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas



FUENTE: Comisión Europea.

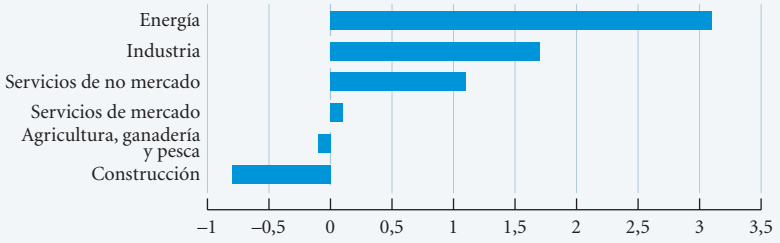
En busca de la productividad perdida

La creciente preocupación por el estancamiento de la productividad de la economía española contrasta con los excelentes resultados de los últimos años en términos de crecimiento y empleo. La excelente situación coyuntural choca con el hecho de que en el periodo 2001-2004, el producto interior bruto (PIB) por hora trabajada apenas creció un 0,6% de promedio anual ¿Cómo ha podido darse un balance tan decepcionante? Como se ha visto en el recuadro anterior, existen muchos elementos que pueden explicar las deficiencias de productividad. En este caso, nos centraremos en la estructura sectorial del patrón de crecimiento.

Como es sabido, la evolución de la economía española en los últimos años ha venido marcada por un alto nivel de crecimiento caracterizado por el dinamismo de la construcción y de la demanda de determinados servicios. Casi la mitad del crecimiento del PIB en el periodo considerado lo aportaron la construcción y algunos servicios de bajo valor añadido –y escaso contenido tecnológico– como hostelería, restauración, servicios personales, seguridad, limpieza, etc. Se trata, precisamente, de sectores de baja productividad, como se puede comprobar en el gráfico adjunto. Así, el comportamiento de la productividad en los servicios privados (práctico estancamiento) y la construcción (retroceso) durante el periodo mencionado marca en gran medida los mediocres resultados de la economía española en la materia que nos ocupa. En cambio, en la industria y la producción de energía, la evolución de la productividad fue mucho más satisfactoria, en consonancia con la mayor intensidad tecnológica de dichos sectores. Los servicios públicos (sanidad, educación y administración públicas) salen también bastante bien parados, aunque en este caso la singularidad de estas actividades obliga a ser prudentes en la interpretación de dichos resultados.

LOS SERVICIOS PRIVADOS Y LA CONSTRUCCIÓN FRENAN EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD

Porcentaje de variación anual del Valor Añadido Bruto (VAB) por hora trabajada en el periodo 2001-2004



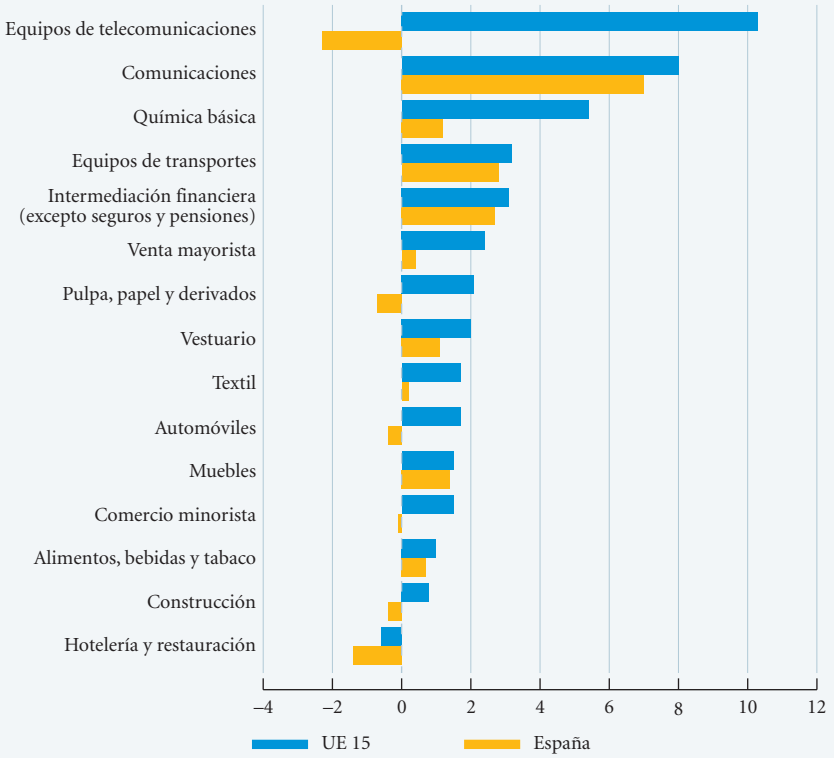
FUENTES: INE y elaboración propia.

A un nivel más desagregado, las actividades más productivas (aquellas en las que el crecimiento de la productividad supera el 2% anual) representan tan sólo el 11% del PIB. En este primer grupo figuran la producción de energía, las actividades industriales punteras y los servicios de intermediación financiera. El grupo siguiente, que engloba las ramas con un crecimiento de la productividad situado entre el 1% y el 2%, aporta aproximadamente un 38% del PIB. Por último, las actividades que sufren un retroceso efectivo representan nada menos que la mitad del PIB. En este último grupo aparecen la construcción y el grueso de los servicios, a que nos referíamos anteriormente. En fin, los hechos hablan por sí solos…

A la luz de los datos anteriores, parece indudable que el modelo de crecimiento de los últimos años ha influido en el lento crecimiento de la productividad total de la economía española. Ahora bien, si se comparan los resultados con los correspondientes a los países de nuestro entorno, la afirmación anterior no puede ser tan concluyente. Debe observarse, con preocupación, que el comportamiento de los sectores menos productivos es mucho peor en España que en el conjunto de la UE-15. Y también que en los sectores en los que la economía española consigue avances significativos, éstos sean claramente inferiores a los obtenidos por nuestros socios europeos. La conclusión es clara: con el mismo patrón de especialización sectorial, si la productividad española hubiera cumplido al menos los estándares de la UE-15, los resultados hubieran sido mucho mejores. Se estima que si entre 1996 y 2003 la economía española creció a una tasa media anual del 3,2%, en el caso de que nuestra productividad sector a sector hubiera sido la misma que en la media de la UE-15 el crecimiento anual medio se habría situado en el 4,5%. Es decir, en estos momentos el PIB per cápita español superaría cómodamente la media de la UE, cuando la realidad actual es que todavía no alcanzamos dicha media.

LA PRODUCTIVIDAD ESPAÑOLA, REZAGADA

Crecimiento medio anual del VAB por hora trabajada en sectores seleccionados 1996-2003



FUENTES: Groningen Growth and Development Centre, 60-Industry Database y elaboración propia.

Consideremos algunos ejemplos concretos. Como hemos visto, construcción, inmobiliarias y servicios empresariales, comercio y reparación y hostelería registraron entre 2001 y 2004 retrocesos significativos en su productividad –cabe recordar que estas cuatro ramas de actividad aportaron cerca del 45% del crecimiento del PIB español en 2004–. Pues bien, el comportamiento de dichos sectores es sistemáticamente peor en España que en

el resto de la UE-15. Entre 1996 y 2003 (último año disponible) el descenso de la productividad correspondiente a la construcción y al comercio y reparación (en torno al 0,4% y 0,1% de media anual) contrasta con el crecimiento registrado en la UE-15 (0,8% y 1,5%, respectivamente). En el mismo periodo, los retrocesos relativos a la hostelería y a las actividades inmobiliarias fueron en España (1,4% y 7,8%, respectivamente) muy superiores a los registrados en la UE-15 (0,6% y 0,2%).

En el mismo sentido, los avances de nuestros sectores más dinámicos son casi siempre inferiores a los obtenidos por nuestros socios comunitarios. Compárense, por ejemplo, los aumentos registrados entre 1996 y 2003 por la intermediación financiera, las comunicaciones y la industria química en España (2,7%, 7,0% y 1,2%, respectivamente) con los relativos a la UE-15 (3,1%, 8,0% y 5,4%). ¡Tenemos pues un problema! No es extraño que, en estas circunstancias, aumente la divergencia con nuestros socios comunitarios, hecho particularmente grave si consideramos que en el mundo interrelacionado actual (la aldea global a que se refieren algunos), no sólo competimos con los socios de la UE-15, sino que otros muchos países en desarrollo amenazan por la zaga.

Por tanto, la orientación de la economía española, claramente escorada en los últimos años hacia la construcción y determinados servicios de cualificación baja o media, no ha ayudado a mejorar las cifras de productividad del empleo. Se ha producido un rápido crecimiento, pero que no consigue fijar los cimientos para un avance sostenido a medio y largo plazo. El dinamismo futuro de la economía española dependerá, pues, de que se corrija a tiempo el rumbo actual y puedan ir ganando peso las actividades con tecnología punta y mayor valor añadido.

Mercado de trabajo

El empleo mantiene un crecimiento vigoroso a mediados de año

La afiliación a la Seguridad Social crece a un ritmo estable del 2,7%...

El empleo sigue manteniendo un vigor notable antes del inicio del periodo estival, a tenor de las cifras de afiliación a la Seguridad Social. Así, a finales de mayo el número total de afiliados llegó a los 18,64 millones, es decir, un 4,8% más que en el mismo mes del año anterior.

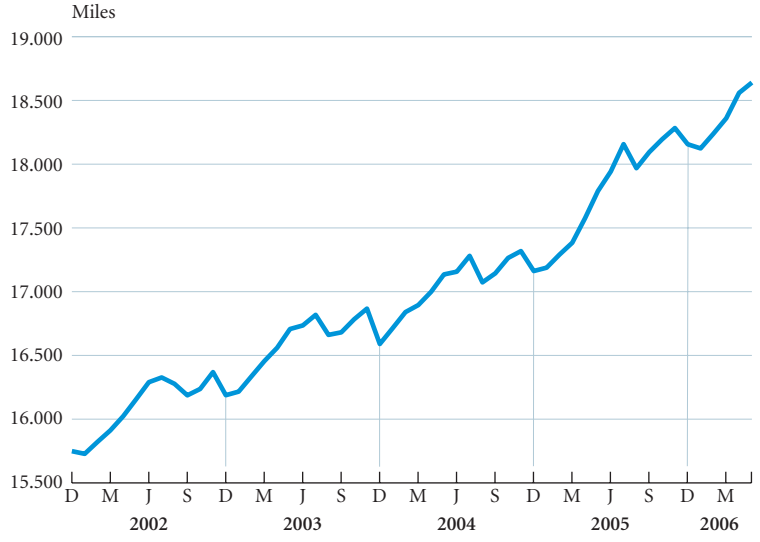
...una vez descontada la afloración de empleo derivada del proceso de regularización de extranjeros.

Este fuerte incremento se debe en buena medida al proceso de regularización de extranjeros iniciado en febrero de 2005, que probablemente ha aflorado empleo preexistente. A final de mayo, los extranjeros acogidos a este proceso de regularización que permanecían en situación de alta laboral se elevaban a 503.604. Sin tener en cuenta esta cifra, que no constituye nuevo empleo, el ritmo de aumento de la afiliación se situó en mayo en el 2,7%, mostrando una gran estabilidad respecto a meses anteriores.

Claramente favorables son también las cifras relativas a las contrataciones registradas a través de las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo. En los cinco primeros meses de 2006, los contratos registrados aumentaron un 11,6%, gracias al intenso incremento de los contratos indefinidos. A pesar de este incremento, la gran mayoría de contratos, un 90% del total, se arbitró bajo la modalidad temporal. El trabajo a tiempo parcial, por su parte, concentró el 22,1% de las colocaciones.

EMPIEZA A NORMALIZARSE EL AUMENTO DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL

Total afiliados en alta en la Seguridad Social



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005				2006		
			I	II	III	IV	I	Abril	Mayo
Afiliados a la Seguridad Social									
Asalariados	2,7	4,8	2,8	4,2	5,9	6,3	6,3	6,3	5,4
Industria	*–0,5*	*–0,5*	*–0,8*	*–0,7*	*–0,3*	*–0,4*	*–0,3*	*0,2*	*0,0*
Construcción	*5,6*	*8,6*	*5,6*	*7,9*	*10,0*	*10,9*	*11,0*	*10,6*	*9,6*
Servicios	*3,9*	*5,7*	*4,2*	*5,2*	*6,4*	*6,8*	*6,6*	*6,7*	*5,8*
No asalariados	3,2	2,6	2,9	2,7	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2
Total	**2,8**	**4,4**	**2,8**	**3,9**	**5,3**	**5,6**	**5,5**	**5,6**	**4,8**
Población ocupada (*)	**3,9**	**5,6**	**5,1**	**5,8**	**5,9**	**5,6**	**4,9**	–	–
Puestos de trabajo (**)	**2,6**	**3,1**	**3,0**	**3,2**	**3,2**	**3,2**	**3,2**	–	–
Contratos registrados (***)									
Indefinidos	11,8	8,7	0,6	9,2	10,0	16,1	25,6	9,4	24,1
Temporales	11,4	4,6	–9,8	10,1	9,7	8,9	13,7	–2,6	13,5
Total	**11,5**	**5,0**	**–8,8**	**10,0**	**9,8**	**9,5**	**15,0**	**–1,4**	**14,5**

NOTAS: (*) Estimación de la encuesta de población activa (las variaciones correspondientes a 2005 están corregidas del impacto de los cambios metodológicos).
(**) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.
(***) En el INEM.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Instituto de Empleo y elaboración propia.

El paro registrado se mantiene estable

El paro registrado se redujo en mayo, aunque algo menos que en el mismo mes de 2005. Pese a ello, no puede pensarse en un cambio en la tendencia a la estabilidad del desempleo de los últimos meses. En mayo, los inscritos en las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo habían disminuido un 0,1% respecto al año precedente situándose en 2.004.528.

De esta cifra, un 6,4% eran extranjeros, proporción claramente inferior a la que representan los afiliados extranjeros sobre el conjunto de la población en alta laboral a la Seguridad Social, un 9,9%. De algún modo, estos datos apuntarían a la mayor facilidad relativa que pueden tener los inmigrantes a la hora de ocupar un puesto de trabajo, facilidad que probablemente estaría relacionada con las condiciones de trabajo y el tipo de ocupación.

El paro registrado se mantiene en las cotas del año anterior.

La estabilidad del paro registrado no resulta generalizable a nivel territorial. Así, coexisten situaciones muy dispares según comunidades autónomas destacando, en el lado más desfavorable, el intenso aumento del desempleo en Andalucía y el incipiente deterioro de la situación en Cataluña o Madrid, aunque en este caso los niveles de paro son inferiores a los del año precedente. Por el contrario, la Comunidad Valenciana, Galicia o Navarra presentan situaciones claramente más positivas, con descensos intensos y sostenidos del desempleo.

Menor propensión al paro entre los extranjeros.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

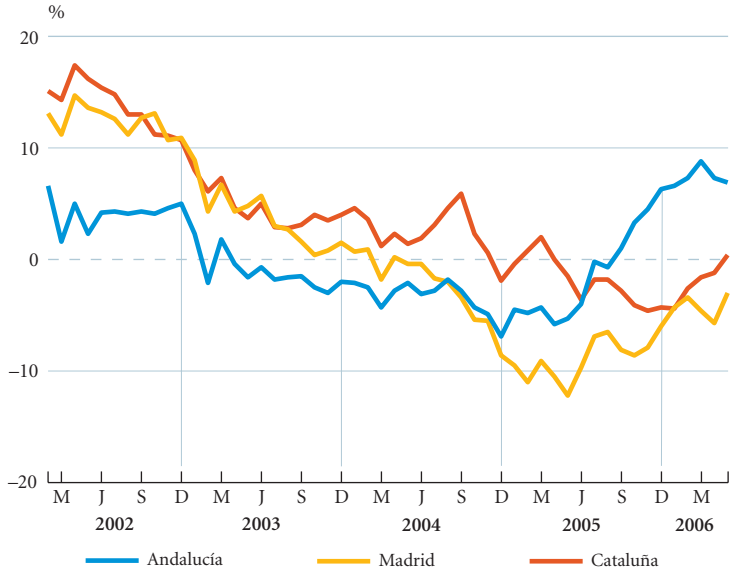
Mayo 2006

	Parados	Variación sobre diciembre 2005		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	61.571	–3.656	–5,6	5.222	9,3	3,1
Industria	285.714	–15.605	–5,2	–10.214	–3,5	14,3
Construcción	210.541	–34.559	–14,1	–9.378	–4,3	10,5
Servicios	1.222.927	–43.462	–3,4	15.236	1,3	61,0
Primer empleo	223.775	–1.127	–0,5	–3.731	–1,6	11,2
Por sexos						
Hombres	762.998	–88.965	–10,4	–19.162	–2,4	38,1
Mujeres	1.241.530	–9.444	–0,8	16.297	1,3	61,9
Por edades						
Menores de 25 años	250.912	–24.983	–9,1	–7.939	–3,1	12,5
Resto de edades	1.753.616	–73.426	–4,0	5.074	0,3	87,5
TOTAL	**2.004.528**	**–98.409**	**–4,7**	**–2.865**	**–0,1**	**100,0**

FUENTES: Oficinas Públicas de Empleo y elaboración propia.

EL DESEMPLEO EMPEORA EN LAS TRES MAYORES COMUNIDADES

Variación anual del paro registrado



FUENTES: Oficinas Públicas de Empleo y elaboración propia.

Productividad del trabajo y modalidades de contratación

El escaso crecimiento de la productividad en España se ha atribuido en ocasiones a las peculiaridades del mercado de trabajo español y, en concreto, a las características de los contratos de trabajo hoy vigentes en España. Las modalidades de contrato repercuten en la productividad mediante dos vías: la inversión en formación por parte del empresario y los incentivos al esfuerzo por parte del trabajador. Se espera una mayor productividad cuanto más se invierta en capital humano y cuanto más se esfuerce el trabajador.

La clasificación habitual de los contratos en dos modalidades *(Temporal e Indefinido)* puede llevar a una percepción errónea del impacto del tipo de contrato sobre la productividad del trabajo. Es fundamental tener en cuenta que pueden existir, de hecho, al menos cuatro tipos de contrato: el temporal utilizado como mecanismo de selección de candidatos óptimos *(Temporal de Selección)*, el temporal que no se emplea como mecanismo de selección *(Temporal Eventual)*, el indefinido con costes de despido medios *(Indefinido de Coste Medio)* y el indefinido con costes de despido altos *(Indefinido de Coste Alto)*. Desde esta perspectiva, se tiene que interpretar con cautela la evidencia empírica, ya que en la mayoría de estudios únicamente se distingue entre contratos temporales y contratos indefinidos.

CONTRATOS LABORALES Y PRODUCTIVIDAD

Contratos	Características	Inversión en Formación	Esfuerzo	Productividad
Temporal de Selección	Es mecanismo de selección Costes bajos de despido	Media	Alto	☺
Temporal Eventual	No es mecanismo de selección Costes bajos de despido	Baja	Bajo	☹
Indefinido de Coste Medio	Costes medios de despido	Alta/Media	Medio	☺
Indefinido de Coste Alto	Costes altos de despido	Alta/Media	Bajo	😐

La diferencia entre los contratos *Indefinido de Coste Medio* e *Indefinido de Coste Alto* se debe claramente a su coste de despido. El factor que distingue a los contratos *Temporales de Selección* de los *Temporales Eventuales* es si se utilizan o no dichos contratos para seleccionar a los trabajadores, y no el coste de despido puesto que en los dos es muy bajo. Se puede calibrar cuál de los dos tipos de contrato temporal caracteriza una economía observando las transiciones de contrato temporal a indefinido. En España, la evidencia apunta que los contratos *Temporales Eventuales* son los que predominan dentro de los contratos temporales.[1]

Que en una economía existan contratos *Temporales Eventuales* en lugar de *Temporales de Selección* se debe a una imperfección en el mercado denominada *riesgo moral*. Ésta se origina por una asimetría de información entre el trabajador y la empresa sobre el uso de los contratos temporales como mecanismo de selección. Es decir, los trabajadores no creen que sus jefes hagan el traspaso de contrato temporal a indefinido a pesar de que ejerzan altos niveles de esfuerzo, lo cual les induce a trabajar menos. Las empresas son conscientes de ello y por tanto acaban no utilizando los contratos temporales como mecanismo de selección. Existen medidas que pueden reducir, e incluso eliminar, el problema de *riesgo moral* y conseguir una situación con predominio de contratos *Temporales de Selección*. Por ejemplo, premiando a las empresas que hacen el cambio de status de temporal a indefinido.

(1) *Güell, M. y Petrongolo, B., (2006) «How binding are legal limits? Transitions from temporary to permanent work in Spain», Labour Economics, de próxima publicación.*

¿Cuál es el vínculo entre la modalidad contractual y la formación?

Por lo general, se espera mayor formación en *Temporales de Selección* que en *Temporales Eventuales* porque en la primera modalidad las empresas tienen mayor probabilidad de mantener su relación con los trabajadores.

Para el caso español, Albert, García-Serrano y Hernanz[2] muestran que dentro de una misma empresa, los trabajadores con contrato temporal tienen una probabilidad menor de ser seleccionados para un curso formativo que sus semejantes con contrato indefinido. Sin embargo, dicho estudio está de hecho comparando los contratos característicos de España: el *Indefinido de Coste Alto* y el *Temporal Eventual.* En un mercado donde la mayoría de contratos temporales fueran *Temporales de Selección*, probablemente no encontraríamos diferencias significativas en la inversión en capital humano entre contrato temporal e indefinido.

¿Cuál es el vínculo entre la modalidad contractual y el esfuerzo?

Entre las cuatro modalidades contractuales, claramente esperamos que los contratos *Temporales de Selección* sean los que estimulen mayor esfuerzo, ya que el trabajador percibe que la probabilidad de que lo transfieran a indefinido depende de su nivel de esfuerzo. Sin embargo, ya hemos visto que es difícil que surjan estos contratos debido al problema de asimetría de información. De ahí la necesidad de políticas adecuadas que ayuden a corregir esta imperfección. En segundo lugar están los contratos *Indefinidos de Coste Medio*. La cola la ocupan los contratos *Temporales Eventuales* y los *Indefinidos de Coste Alto*, aunque por razones diferentes. Los contratos *Temporales Eventuales* conllevan menor esfuerzo porque los trabajadores piensan que los van a despedir independientemente de su nivel de esfuerzo. Por contra, los trabajadores con contratos *Indefinidos de Coste Alto* podrían tener pocos incentivos a trabajar duro porque la probabilidad que los despidan no está correlacionada con sus resultados.

¿Qué fórmulas contractuales consiguen una productividad por trabajador más alta?

Una vez analizado el vínculo entre tipo de contrato e inversión en capital humano y esfuerzo, la relación entre modalidad contractual y productividad sigue de forma natural. Tal y como se visualiza en el cuadro anterior, aquellos mercados laborales caracterizados por contratos *Indefinidos de Coste Medio* y *Temporales de Selección* tendrán una productividad por trabajador más alta.

La situación en España

El mercado laboral de España está caracterizado hoy en día por una conocida dualidad contractual: predominan los contratos *Temporales Eventuales* y los *Indefinidos de Coste Alto.* El análisis precedente sugiere que son *a priori* las dos formas de contratación con menor productividad y, por tanto, ello podría contribuir a explicar la baja productividad por trabajador española.

La reciente reforma laboral del 9 de mayo del 2006 impulsa la creación de contratos *Indefinido de Coste Medio* mediante la reducción de los costes de despido de nuevos contratos (por ejemplo, de 45 a 33 días por año trabajado). Paralelamente, establece medidas para que los contratos temporales funcionen como *Temporales de Selección* mediante bonificaciones para la conversión de temporal a fijo. Si la reforma consiguiera su objetivo, el mercado laboral español pasaría a un nuevo equilibrio caracterizado por tres tipos de contrato: *Indefinido de Coste Medio, Temporal de Selección* e *Indefinido de Coste Alto* y, por tanto, esperaríamos una mejora en la productividad. Sin embargo, las medidas acordadas sólo afectan a colectivos reducidos de trabajadores y es difícil anticipar si la cuantía de los incentivos fiscales será suficiente para conseguir el buscado cambio de modelo contractual.

(2) *Albert, C., García-Serrano, C. y Hernanz, V., (2005), «Firm-provided Training and Temporary Contracts», Spanish Economic Review, Volume 7, Issue 1.*

Salarios: repunte al alza

Los resultados de la encuesta de costes laborales correspondientes al primer trimestre de 2006 vienen a confirmar el leve repunte que experimentaron los incrementos de las retribuciones salariales en el último trimestre de 2005. Las tensiones inflacionistas pueden haber incidido directamente sobre las negociaciones salariales cambiando el escenario de relativa moderación que se vivió el pasado año.

Pese a este rebote, los costes laborales totales por trabajador presentaron un crecimiento interanual del 3,4% y los estrictamente salariales, un 3,0%, en ambos casos claramente por debajo de la inflación media del periodo. Los incrementos más vivos se registraron en la construcción y en la industria, con aumentos de costes laborales claramente por encima del 4%. En los servicios, en cambio, el incremento de las remuneraciones fue algo menor.

Las tensiones inflacionistas pueden haber perfilado un nuevo escenario en la negociación colectiva.

INDICADORES DE SALARIOS

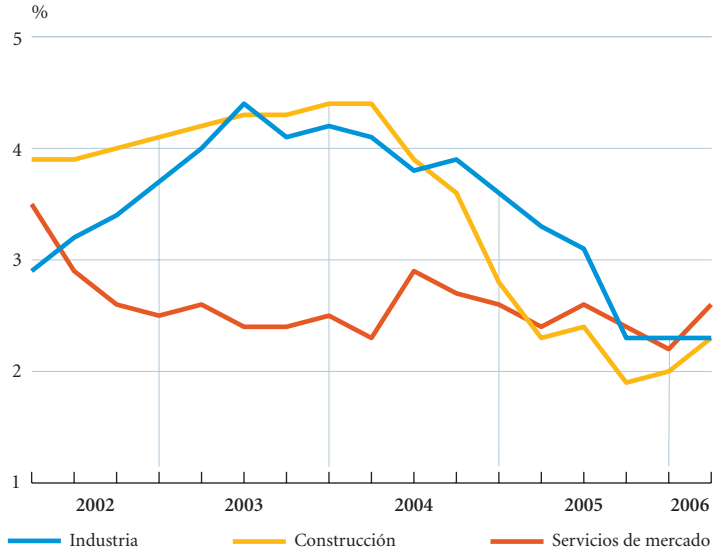
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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.

¿SE ACABA LA MODERACIÓN SALARIAL?

Variación anual de la remuneración por puesto de trabajo equivalente



FUENTES: INE y elaboración propia.

Los sectores de mercado presentan alzas salariales superiores a las de meses precedentes pero inferiores a la inflación.

La preocupación que desde la perspectiva de la competitividad pueden generar estos incrementos salariales se ve paliada por la estabilidad del coste salarial por hora trabajada, que no aumentó gracias al mayor número de horas trabajadas. Con todo, el efecto Semana Santa puede estar influyendo en estas cifras, por lo que habrá que esperar nuevos datos para confirmar esta situación.

Algo distinto es el panorama que dibujan las cifras de la contabilidad nacional, pues el aumento de la remuneración media por asalariado en el primer trimestre se desaceleró prácticamente de modo general en los distintos sectores económicos excepto en la construcción. En conjunto, la retribución media por asalariado creció un 1,7%, dos décimas menos que en el trimestre anterior.

Los incrementos salariales más elevados se registran en los servicios públicos.

Este incremento tan moderado y también su desaceleración pueden obedecer a la mayor incidencia del trabajo a tiempo parcial ya que considerando las retribuciones por puesto de trabajo equivalente se aprecia no sólo un crecimiento mayor sino con una cierta tendencia a la aceleración, hecho más consistente con la encuesta de costes laborales. En efecto, el incremento de la retribución por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo estaría en un 2,6% interanual, dos décimas por encima del trimestre precedente.

El rebote alcista en las remuneraciones salariales sería especialmente visible en los sectores de mercado, tanto industria y construcción o en los servicios. En los dos primeros casos, el aumento se situó en el 2,3%, mientras que en los servicios alcanzó el 2,6%. En los servicios no de mercado, el incremento medio cayó hasta un 3,2%, siete décimas por debajo del periodo precedente.

Precios

El IPC decepciona en mayo

Los precios de los componentes más volátiles del índice de precios de consumo (IPC) volvieron a influir negativamente sobre la tasa de inflación, que se elevó hasta el 4,0% interanual en mayo. El índice de precios de consumo armonizado (IPCA), que permite comparar con el resto de países de la eurozona, se situó en el 4,1% interanual, de modo que el diferencial con la zona del euro se amplió de nuevo hasta los 1,6 puntos.

Los precios de los carburantes y combustibles siguen siendo el talón de Aquiles del IPC. Si entre principios de 2004 y la actualidad el crecimiento del índice casi se ha doblado, añadiendo cerca de dos puntos porcentuales a la tasa interanual, las tres cuartas partes de ese incremento se explican por el aumento de los precios energéticos. Este impacto tan elevado, común entre las economías desarrolladas, está resultando algo más intenso en la economía española que en la zona del euro. Entre enero de 2004 y mayo de 2006 los combustibles de automoción, según el IPCA, han subido algo más de un 30% en la zona del euro, casi siete puntos porcentuales menos que en España.

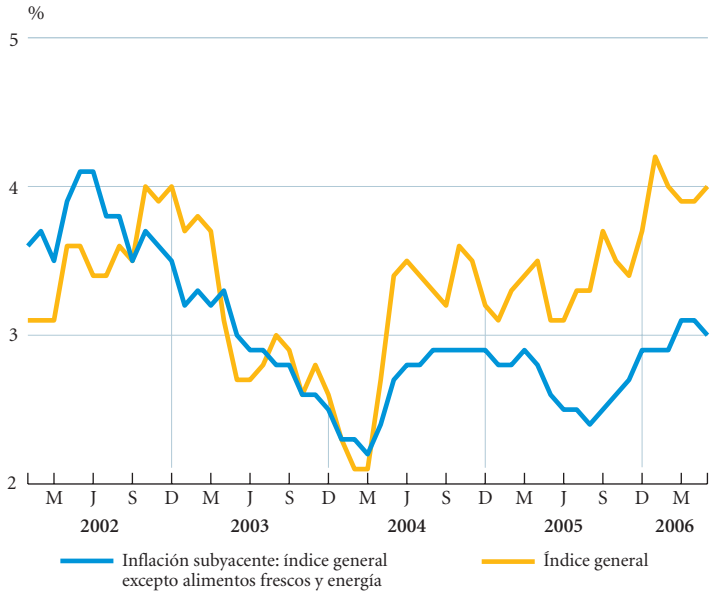
El IPC, de nuevo en el 4%.

Los precios energéticos no son la única causa del ascenso del IPC. En esa perspectiva a medio plazo, también el núcleo más estable del IPC, es decir, la inflación subyacente, ha tenido una trayectoria alcista, avanzando casi un punto porcentual des-

Los precios de la energía, talón de Aquiles del IPC.

EL IPC, DE NUEVO EN EL 4%

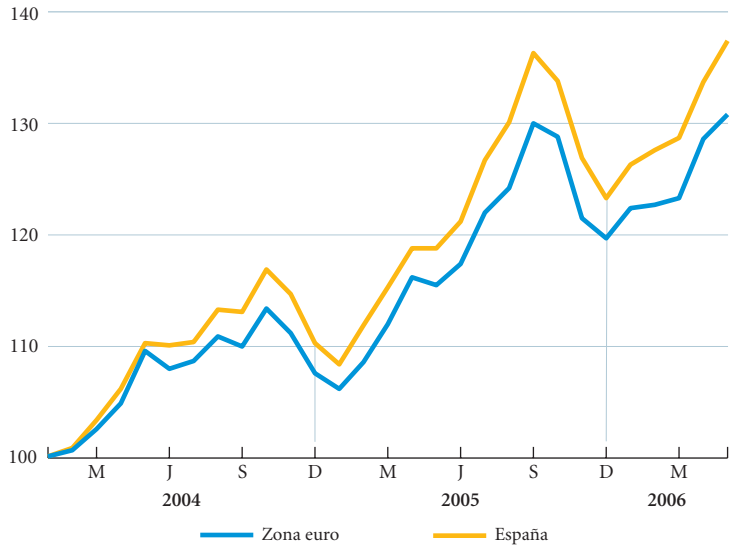
Variación interanual del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

LOS COMBUSTIBLES DE AUTOMOCIÓN SUBEN MÁS EN ESPAÑA

Índice de precios de consumo armonizado. Base 100 = enero 2004



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2005			2006		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2004	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2005	% variación anual
Enero	–0,8	–0,8	3,1	–0,4	–0,4	4,2
Febrero	0,3	–0,6	3,3	0,0	–0,4	4,0
Marzo	0,8	0,2	3,4	0,7	0,3	3,9
Abril	1,4	1,6	3,5	1,4	1,8	3,9
Mayo	0,2	1,8	3,1	0,4	2,1	4,0
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.

La alimentación elaborada explica la mayor parte del alza de la subyacente en los últimos meses.

de principios de 2004. Los alimentos elaborados han estado en la base de esa aceleración y también, aunque con menor impacto, los bienes industriales no energéticos. En el primer caso, el aceite ha sido un elemento clave en esa progresión alcista y además ha sido complementado por las bebidas espirituosas y el tabaco, principalmente.

En el caso de los bienes industriales no energéticos, la aceleración de precios ha

sido muy moderada, habida cuenta de la presión de los costes, tanto laborales como de otra naturaleza (energéticos, materias primas o logística y distribución). El entorno de fuerte competencia, la entrada de productos importados a bajo precio y el proceso de innovación y caída sistemática de precios en determinados productos de menaje y equipos para el hogar han impedido alzas de precios más intensas en este componente.

Los precios de los servicios no han presionado al IPC al alza en los dos últimos años, pero tampoco le han hecho ningún favor, al mantener un aumento sostenido en valores cercanos al 4%. Muchas son las causas de este comportamiento y distintas según sectores económicos. En muchos casos, sin embargo, la falta de competencia, la presión de los costes operativos o de nueva instalación (por el impacto inmobiliario) han impedido un

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Mayo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2005	2006	2005	2006	2005	2006
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	120,8	0,1	0,2	1,7	1,1	3,2	3,6
Bebidas alcohólicas y tabaco	122,9	0,0	0,2	3,5	0,8	4,4	2,4
Vestido y calzado	120,6	1,1	1,2	0,1	0,1	1,2	1,4
Vivienda	122,6	0,0	0,4	3,1	4,6	5,1	7,5
Menaje	111,0	0,5	0,5	1,2	1,6	2,1	2,6
Medicina	107,3	0,2	0,1	0,3	0,9	1,0	1,3
Transporte	123,1	0,1	1,1	3,9	5,5	4,7	7,8
Comunicaciones	91,0	–0,1	–0,1	–1,0	–0,5	–2,0	–1,2
Ocio y cultura	102,4	–0,4	–0,9	–1,4	–1,5	–0,4	0,6
Enseñanza	121,6	0,0	0,0	0,5	0,3	4,2	3,9
Hoteles, cafés y restaurantes	124,2	0,3	0,0	2,4	2,7	4,3	4,5
Otros	118,3	0,1	0,2	2,7	2,8	3,1	3,5
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	119,6	0,1	0,1	2,0	2,1	3,4	3,9
Alimentos sin elaboración	123,8	0,0	0,4	1,7	–1,0	3,0	2,4
Conjunto no alimentario	117,4	0,2	0,4	1,8	2,5	3,0	4,2
Bienes industriales	114,7	0,3	0,9	1,6	2,9	2,2	4,5
Productos energéticos	*129,7*	*–0,2*	*1,7*	*5,6*	*9,9*	*6,8*	*14,4*
Carburantes y combustibles	*137,7*	*–0,3*	*2,2*	*7,1*	*11,7*	*8,6*	*17,9*
Bienes industriales sin productos energéticos	*110,0*	*0,5*	*0,6*	*0,3*	*0,7*	*0,9*	*1,5*
Servicios	120,7	0,1	–0,1	2,1	2,1	3,8	3,9
Inflación subyacente (**)	116,5	0,3	0,2	1,4	1,6	2,6	3,0
ÍNDICE GENERAL	**118,3**	**0,2**	**0,4**	**1,8**	**2,1**	**3,1**	**4,0**

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

Se complica el panorama de los precios de producción...

ajuste de los precios al mantenerse un más que notable vigor de la demanda.

El único aspecto positivo en este periodo lo constituye la notable moderación, no sin altibajos, de los precios de los alimentos frescos, que en la actualidad crecen hasta cuatro puntos menos que a principios de 2004. No obstante, la extremada volatilidad de este componente no permite albergar expectativas consistentes sobre su comportamiento futuro, pese a la aparente moderación de los precios agrarios y de los alimentos importados.

Los precios mayoristas, en máximos de diez años

El panorama de los precios de producción se complicó notablemente en mayo. Al margen del ya consabido impacto del precio de la energía sobre el índice de precios industriales, también el resto de productos experimentaron un comportamiento negativo que llevó a este indicador a crecer a razón de un 6,5% anual, el mayor valor desde mediados de 1995.

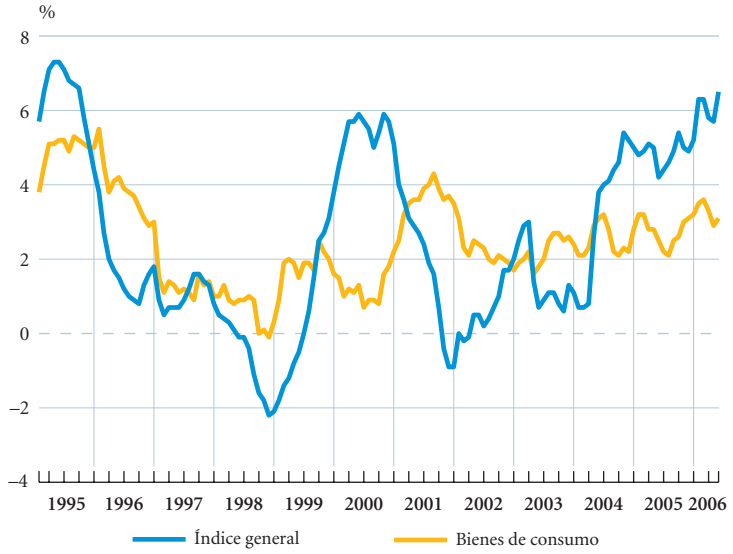
Esta alza generalizada en los precios a salida de fábrica parece obedecer más a la necesidad de las empresas de compensar los distintos incrementos en los costes de producción que a las posibilidades que en teoría otorga una demanda en expansión. El alza sostenida de los precios de la energía y de otros bienes intermedios, al margen de otros costes, han determinado a la postre un giro alcista de los precios de fábrica que, lógicamente, puede tener consecuencias negativas no sólo para el índice de precios de consumo sino también para la propia competitividad empresarial.

...pero su impacto económico puede verse atenuado por los precios de importación.

El impacto sobre los precios finales de consumo dependerá de los costes y márgenes de la cadena de distribución, pero las alzas experimentadas por los precios de base no constituyen el mejor preludio para una contención de la inflación. Con todo, los precios de las manufacturas de

BIENES DE CONSUMO NO ALIMENTICIO: SE ACABA LA MODERACIÓN

Variación interanual del índice de precios industriales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

consumo no alimenticias son los que muestran una mayor contención, probablemente por la presión de la competencia internacional. En mayo, su crecimiento interanual quedó en el 2,4%, prácticamente en el mismo nivel de los cinco meses precedentes. Sin embargo, lo cierto es que parece haberse truncado la tendencia a la desaceleración que habían mostrado en el segundo semestre de 2005.

Este panorama relativamente complicado queda parcialmente aliviado por los precios de importación. En los cuatro primeros meses de 2006 los precios de las manufacturas de consumo aumentaron únicamente un 0,9%, mientras que los de los alimentos importados cayeron un 2,7%.

Algo más incierta es la situación para los precios agrarios, por el interrogante que abre la climatología sobre determinadas producciones. Hasta abril, no obstante, el comportamiento fue claramente favorable habida cuenta de que el descenso medio de los productos agrarios ha sido del 3,6%.

Incertidumbre ante el futuro de los precios agrarios.

Sector exterior

Buen tono de las exportaciones a países terceros.

Se modera levemente el aumento del déficit comercial en abril

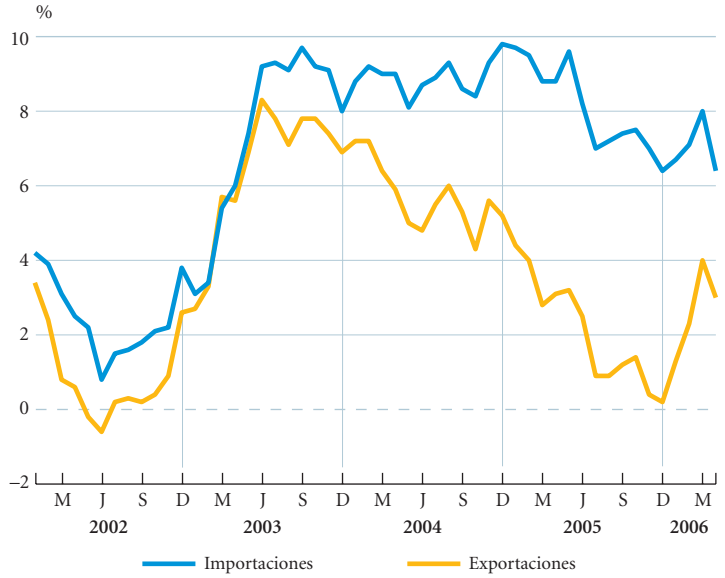
El comercio de mercancías con el exterior ofrece un panorama algo más positivo que en meses anteriores en lo que respecta a la intensidad del deterioro del saldo exterior. Así, en el conjunto de los cuatro primeros meses del año el déficit comercial de la economía española experimentaba un aumento nominal sensiblemente inferior al mostrado en meses precedentes, aunque todavía importante, un 20% nominal.

La sutil mejora del panorama del comercio exterior se fundamentó en una cierta recuperación del clima exportador, en particular en el ámbito de los países exteriores a la Unión Europea. Las ventas a América Latina, Estados Unidos y también al núcleo más activo de los países asiáticos y del Este de Europa están suponiendo un buen punto de apoyo frente al volumen de negocio que ofrece un mercado europeo sensiblemente más átono y con mayor competencia internacional. Así, las exportaciones a países terceros crecieron más de un 20% en volumen contra el 2,9% de las expediciones a la Unión Europea.

El dinamismo exportador se concentró especialmente en los bienes de equipo, aunque el tono de las ventas de bienes de consumo se mantuvo en cotas aceptables. En el periodo enero-abril, las exportaciones de bienes de consumo crecieron alrededor del 7% real (con dificultades para

LA MEJORA DE LAS EXPORTACIONES CONTIENE EL DÉFICIT COMERCIAL

Variación interanual del comercio exterior en volumen, acumulado doce meses



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-abril 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	13.478	44,0	16,2	2.571	54,7	4,6	–10.907	19,1
Bienes de consumo	23.464	14,2	28,1	20.609	6,5	37,2	–2.855	87,8
Alimenticios	*4.230*	*5,0*	*5,1*	*6.833*	*3,4*	*12,3*	*2.603*	*161,5*
No alimenticios	*19.234*	*16,1*	*23,1*	*13.775*	*6,4*	*24,9*	*–5.458*	*71,6*
Bienes de capital	8.598	3,7	10,3	5.438	35,7	9,8	–3.159	63,3
Bienes intermedios no energéticos	37.816	9,7	45,4	26.738	9,9	48,3	–11.078	70,7
Por áreas geográficas								
Unión Europea 25	49.371	8,8	59,2	39.377	5,7	71,1	–9.994	79,8
Zona del euro	*41.257*	*8,0*	*49,5*	*31.370*	*4,3*	*56,7*	*–9.887*	*76,0*
Otros países	33.985	24,5	40,8	15.979	32,4	28,9	–18.005	47,0
Rusia	*2.276*	*38,1*	*2,7*	*419*	*32,6*	*0,8*	*–1.857*	*18,4*
EEUU	*2.909*	*15,2*	*3,5*	*2.381*	*34,5*	*4,3*	*–528*	*81,9*
Japón	*1.869*	*–8,3*	*2,2*	*454*	*17,9*	*0,8*	*–1.415*	*24,3*
América Latina	*4.416*	*47,5*	*5,3*	*3.125*	*42,9*	*5,6*	*–1.291*	*70,8*
OPEP	*7.089*	*41,5*	*8,5*	*1.357*	*6,6*	*2,5*	*–5.732*	*19,1*
Resto	*15.426*	*17,9*	*18,5*	*8.243*	*34,3*	*14,9*	*–7.182*	*53,4*
TOTAL	**83.356**	**14,7**	**100,0**	**55.356**	**12,2**	**100,0**	**–28.000**	**66,4**

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

aumentar precios) mientras que las de bienes de capital lo hicieron cerca del 30%. En el caso de los bienes de consumo fueron especialmente significativos los incrementos en electrónica de consumo (60,9% nominal), confección y componentes de automoción. El automóvil, en cambio, presentó un manifiesto estancamiento aunque continuó concentrando la mayor parte de la exportación (un 12,0% del total incluyendo motocicletas).

En el otro lado de la balanza, se aprecia una cierta moderación del aumento de las importaciones que, no obstante, siguieron creciendo vivamente, un 14,7% en valor hasta abril, influidas por la continuidad, por una parte, del crecimiento del petróleo importado y, por otra, de la avalancha de productos de consumo a bajo precio. Por lo que respecta al primer punto, el coste medio de la tonelada de petróleo importado llegó a los 358,5 euros en media del cuatrimestre, un 49,7% más que en el primer trimestre de 2005. En cuanto al segundo punto, las compras exteriores de bienes de consumo no alimenticio crecieron un 15,4% en volumen, con un incremento medio de precios del 0,9%. En este caso, textil, confección, calzado y electrónica de consumo fueron los grupos de productos con aumentos más significativos.

Moderación relativa de las importaciones no energéticas.

La recuperación de las exportaciones y la moderación relativa de las importaciones ha permitido una cierta ralentización en el crecimiento del déficit comercial. Este comportamiento se ha debido al déficit no energético ya que el desequilibrio energético siguió aumentando de manera exponencial.

El precio de la energía puede comprometer la incipiente contención del desequilibrio comercial.

El déficit corriente equivale casi al 8% del PIB

El déficit corriente sigue con su notable deterioro.

La balanza de pagos sigue por mal camino. Mes a mes, su déficit se acrecienta impulsado por sus distintas rúbricas, reflejando las dificultades del sector exterior. En marzo, la contribución más negativa correspondió a la balanza comercial aunque también el resto de partidas contribuyó a la ampliación del desequilibrio que, en términos relativos, supuso ya un 7,9% del producto interior bruto teniendo en cuenta el saldo acumulado de los doce últimos meses.

Las balanzas comercial y de servicios explican la ampliación del desequilibrio este año.

El deterioro de la balanza en marzo puede obedecer parcialmente al efecto de la Semana Santa, que en 2006 se retrasó hasta abril. Lógicamente, esta circunstancia jugaría a favor de una ampliación del déficit comercial por el mayor número de días laborables y también en contra del saldo turístico, en la medida en que en el presente ejercicio los datos de marzo no incluirían los potenciales ingresos por turismo asociados a las vacaciones de Pascua. Con todo, el deterioro del saldo corriente en el primer trimestre fue importante, 6.494 millones de euros más que en 2005. De esta cifra, el 63% correspondió a la ampliación del déficit comercial y el resto al saldo de servicios.

La caída del saldo por servicios en el primer trimestre, 2.428 millones de euros en total, responde en buena medida a la merma del superávit por turismo (1.022 millones menos) que se explica, a su vez, casi a partes iguales por la caída de ingresos y el aumento de los pagos de los españoles en el exterior.

BALANZA DE PAGOS

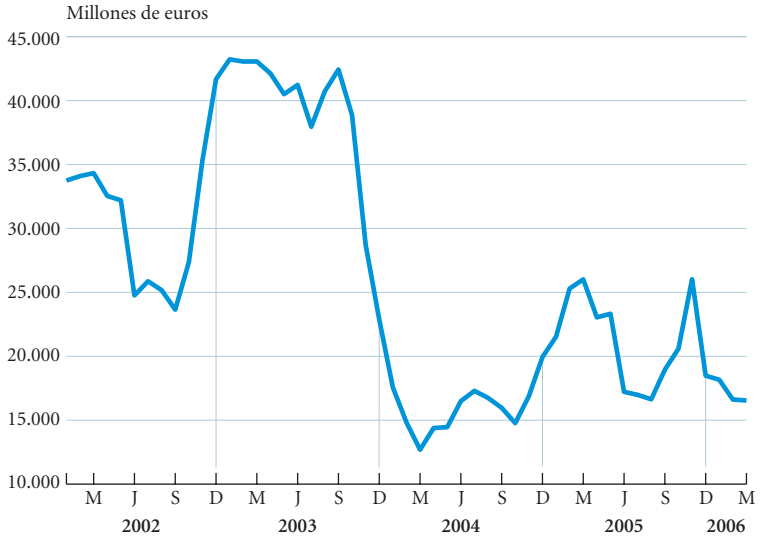
Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Marzo 2005	Marzo 2006	% variación
Balanza corriente			
Balanza comercial	–57.445	–73.072	27,2
Servicios			
Turismo	*26.314*	*25.347*	*–3,7*
Otros servicios	*–4.173*	*–5.141*	*23,2*
Total	22.141	20.207	–8,7
Rentas	–14.103	–17.230	22,2
Transferencias	–1.481	–3.026	104,3
Total	**–50.888**	**–73.121**	**43,7**
Cuenta de capital	**8.395**	**7.629**	**–9,1**
Balanza financiera			
Inversiones directas	–28.074	–34.625	23,3
Inversiones de cartera	89.707	75.495	–15,8
Otras inversiones	–10.701	41.144	–
Total	**50.932**	**82.014**	**61,0**
Errores y omisiones	–492	–2.565	421,8
Variación de activos del Banco de España	–7.947	–13.956	75,6

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.

BAJA EL TONO DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN ESPAÑA

Saldo acumulado de doce meses



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El déficit corriente se compensó en una proporción mínima con el superávit de la balanza de capital, 711 millones de euros en los tres primeros meses del año. La necesidad de financiación de la economía española se situó, por tanto, en 23.729 millones de euros, un 40,5% más que en 2005.

En el ámbito financiero, la inversión extranjera directa en España cayó un 20,1% en el primer trimestre, en particular, la empresarial. En inmuebles, en cambio, pareció frenarse la tendencia al descenso de meses anteriores. La inversión española directa en el exterior frenó su carrera alcista en el ámbito de empresa pero continuó fuerte en el inmobiliario, como respuesta a la necesidad de diversificación del riesgo en activos situados en otros países.

La inversión extranjera directa va a la baja y la española en el exterior presenta un perfil positivo, en especial en el inmobiliario.

Sector público

Los ingresos públicos mantienen su crecimiento en los primeros meses de 2006

Los ingresos impositivos desbordan el crecimiento de la demanda interna.

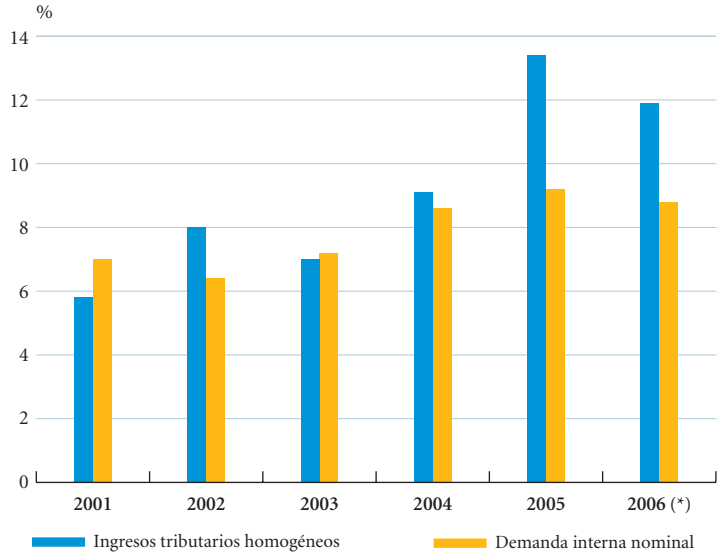
La recaudación tributaria del Estado por la vía de impuestos generales sigue viento en popa. En los cinco primeros meses de 2006 los ingresos por impuestos alcanzaron los 72.201 millones de euros, un 10,0% superior respecto al mismo periodo del año anterior. Este crecimiento sería algo superior, concretamente de un 12,6%, de calcularse con cifras homogéneas, es decir, básicamente eliminando las distorsiones derivadas de cambios en el calendario o de ritmo de devoluciones. Así pues, la recaudación fiscal, al igual que en ejercicios anteriores, avanza significativamente por encima del ritmo de expansión nominal de la demanda interna, un 8,8% en el primer trimestre, aunque parece constatarse una incipiente moderación de su crecimiento.

La imposición directa crece a un ritmo elevado, en particular, el impuesto de sociedades.

El buen tono de la recaudación fiscal es común a las principales figuras impositivas con la excepción de los impuestos especiales. Así, los ingresos por renta de personas físicas crecen un 11,8% en términos homogéneos con las retenciones de los fondos de inversión como componente más dinámico aunque no más relevante. Los avances bursátiles de los primeros meses de 2006 han permitido que esta partida crezca un 28,6%. Menos intenso es el aumento de los ingresos provenientes de las retenciones del trabajo, un 11,9%, pero su volumen cubre casi la

LOS INGRESOS TRIBUTARIOS CRECEN MÁS QUE LA DEMANDA INTERNA

Variación interanual de los ingresos tributarios y de la demanda interna nominal



NOTA: (*) Acumulado periodo disponible.
FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

tercera parte de los ingresos tributarios totales. En este apartado, los crecimientos más notables se concentraron en las pequeñas y medianas empresas y administraciones públicas. Por último, también las retenciones por alquileres y las de capital han aumentado a un ritmo ligeramente superior al 10%.

Dentro de la imposición directa, los ingresos por el impuesto de sociedades crecen también de manera espectacular, un 20,8% en términos homogéneos, gracias a los buenos resultados empresariales.

En el ámbito de la imposición indirecta los recursos por el impuesto sobre el valor añadido (IVA) crecen un 14,7% destacando el mayor dinamismo de la recaudación en el segmento de grandes empresas. Los impuestos especiales, en cambio, pierden comba principalmente por el impacto negativo del descenso de consumo de tabaco sobre la recaudación del impuesto sobre este producto. No obstante, otras figuras como el impuesto especial sobre hidrocarburos presentan también un avance de la recaudación mínimo, un 1,9%, atribuible a la moderación y cambio de pauta en el consumo de carburantes.

Crece mucho la recaudación por IVA pero pinchan los ingresos por tabaco y gasolina.

Ahorro y financiación

La financiación al sector privado avanza con vigor

Los tipos de interés bancarios continúan repuntando, pero se sitúan en niveles reducidos.

Los tipos de interés bancarios continúan ascendiendo, trasladando paulatinamente la secuencia de aumentos del tipo oficial iniciada por el Banco Central Europeo en diciembre. Así, en promedio los tipos de interés de los préstamos y créditos concedidos por las entidades de crédito al sector privado se incrementaron en 41 puntos básicos en el primer cuatrimestre. No obstante, los tipos de interés bancarios siguen en niveles bajos en general, tanto en niveles nominales como reales, es decir, descontando la tasa de inflación, pues sólo la superan en algunas décimas.

El crédito a empresas se eleva el 26% en el último año, la tasa más alta por lo menos desde hace diez años.

En abril, el tipo de interés de los préstamos y créditos otorgados a las empresas no financieras por las entidades de crédito se situaba en el 3,97%, apenas superando a la inflación. El tipo de interés de los préstamos para la vivienda concedidos a las familias se colocaba en el 3,93%, al mismo nivel que la inflación, o sea, prácticamente a tipo de interés cero. El tipo de interés para la adquisición de bienes de consumo era un poco más elevado, del 6,69%, pero las entidades financieras están aplicando facilidades de pago para este tipo de crédito.

En este entorno, la demanda de financiación del sector privado sigue siendo ro-

PROSIGUE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS

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

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

busta. En abril, la financiación total a las sociedades no financieras y a los hogares aumentó el 22,1% con relación al mismo mes de 2005, un punto más que en diciembre. Los fondos destinados a las empresas crecieron más que los canalizados a las familias en los últimos doce meses, el 22,8% frente al 21,4%. Destaca la expansión del crédito a empresas, que se elevó el 25,8% respecto a abril del año pasado, la mayor tasa de crecimiento por lo menos desde hace diez años.

El principal componente de la financiación a los particulares, el crédito para la vivienda, apenas mostró signos de ralentización, aumentando a una tasa interanual próxima al 24% en abril. La demanda de crédito hipotecario continúa fuerte, espoleada por unos tipos de interés reales casi nulos y por la buena marcha de la economía y del empleo, junto con variables demográficas.

Pero además, el crédito a las familias para otros fines distintos de la casa, como para adquirir bienes de consumo duradero (coches, motocicletas, muebles, viajes, etc.), valores y terrenos, sigue una senda de aceleración. Así, estos préstamos a los hogares aumentaron el 14,7% en el último año hasta abril, 1,4 puntos más que en diciembre.

La financiación al consumo también muestra dinamismo.

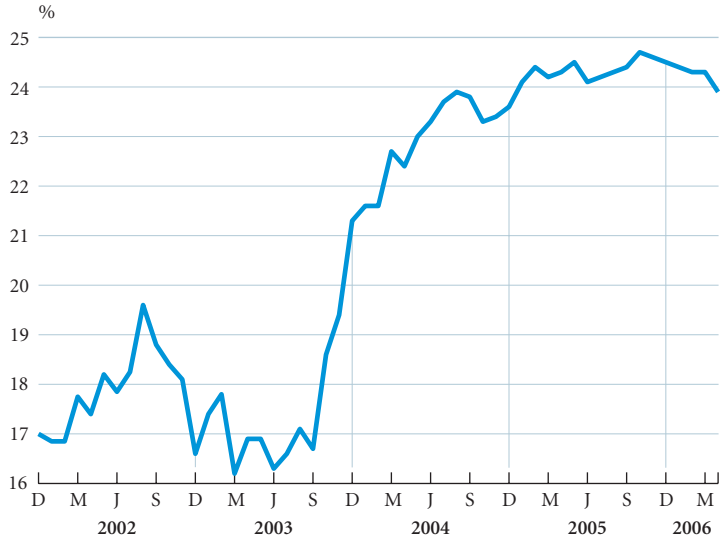
Sostenida expansión de los depósitos bancarios

Por otro lado, los depósitos bancarios de las empresas y las familias muestran una gran expansión, más del doble que en la zona del euro, reflejando el dinamismo de la economía. Destaca el crecimiento de las cuentas a plazo a más de dos años, que gozan de una bonificación de los intereses del 40%. Las cuentas a la vista y de ahorro, que tienen una retribución menor, aumentaron el 11,7% en los últimos doce meses hasta abril.

Otro instrumento financiero del que se dispone de información puntual son las

EL CRÉDITO BANCARIO PARA LA VIVIENDA APENAS SE DESACELERA

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



FUENTE: Banco de España.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Abril 2006

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (**)	396.684	494	0,1	41.573	11,7	40,9
A plazo hasta 2 años (*)	203.587	13.067	6,9	33.721	19,9	21,0
A plazo a más de 2 años (*)	275.320	34.713	14,4	127.299	86,0	28,4
Cesiones temporales	69.737	–3.309	–4,5	–188	–0,3	7,2
Total (*)	**945.329**	**44.965**	**5,0**	**202.406**	**27,2**	**97,5**
Depósitos en monedas no euro	**23.776**	**8.137**	**52,0**	**17.621**	**286,3**	**2,5**
TOTAL (*)	**969.105**	**53.102**	**5,8**	**220.027**	**29,4**	**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.

Cae el volumen de activos de los fondos de inversión mobiliaria en mayo por la desfavorable evolución de las bolsas.

participaciones en los fondos de inversión. El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se situó en 252.868 millones de euros al final del mes de mayo, con una caída de 2.287 millones respecto a abril. Sin embargo, en el conjunto de los cinco primeros meses del ejercicio este patrimonio aumentó en 7.012 millones de euros, el 2,85% sobre diciembre, y anotando un alza del 10,1% con relación a mayo de 2005. La disminución del volumen de activos de los fondos de inversión mobiliaria en mayo fue debida a la mala evolución de las bolsas en el mes, ya que se registraron unas entradas netas de dinero (excluyendo a las salidas) de 649 millones de euros.

Empieza a funcionar el Mercado Alternativo Bursátil para las sociedades de inversión mobiliaria.

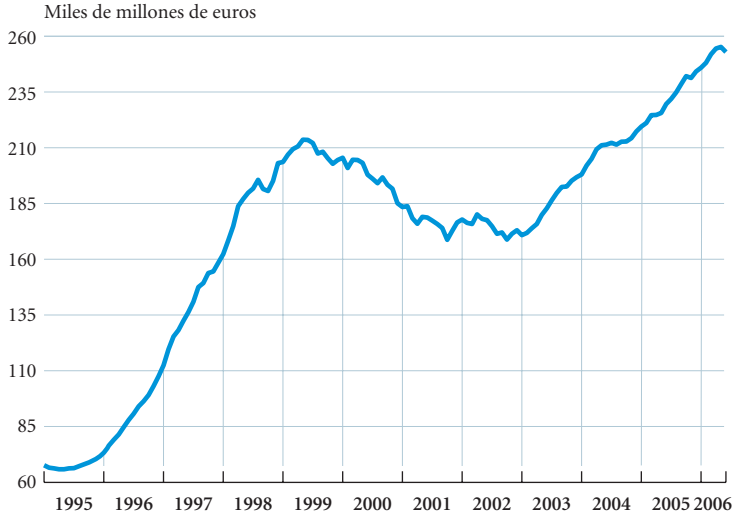
Las preferencias de los inversores continuaron dirigiéndose a los fondos globales, que con una estrategia flexible permiten obtener mayores ganancias, aunque asumiendo más riesgo. No obstante, a diferencia del primer cuatrimestre, es destacable que una parte de los ahorradores se decantaron por los fondos de dinero y de renta fija a corto plazo, con un perfil conservador, probablemente influidos por las turbulencias de los mercados financieros en mayo.

La rentabilidad media lograda por los fondos de inversión mobiliaria en los doce últimos meses hasta mayo fue del 3,85% en promedio, pero presentando una gran variación según las distintas categorías. Así, la renta fija a largo plazo experimentó minusvalías del 0,54%. Los fondos centrados en la renta variable de los países emergentes encabezaban la clasificación, con el 37,0%, a pesar del castigo recibido en el último mes. La renta variable de Japón se situaba en segundo lugar, con el 28,8%, y la renta variable nacional conseguía el 21,5%, colocándose en el tercer puesto.

Por otra parte, el patrimonio de las sociedades de inversión mobiliaria, modalidad de institución de inversión colectiva para grandes inversores, alcanzó 28.691 millones de euros al final del primer trimestre, última cifra disponible. El número de sus accionistas a esa fecha era de 421.522. Como novedad, al final de mayo empezó a funcionar el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para sociedades de inversión mobiliaria, y que se ampliará en un futuro para otros instrumentos. De esta forma, las sociedades de inversión mobiliaria tienen a su disposición la cotización

DESCENSO DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN MAYO

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.

en un nuevo mercado con negociación electrónica que les representa menores costes con respecto al sistema tradicional de los corros bursátiles.

Finalmente, el volumen del patrimonio de los fondos de inversión inmobiliaria ascendió hasta 7.565 millones de euros en mayo, con un aumento mensual del 2,5%, y del 16,8% en relación con el final de 2005. Esta clase de fondos de inversión contaba con 146.228 partícipes, el 7,8% más que en diciembre. El rendimiento medio de estos fondos en el último año resultó del 6,20%.

El patrimonio de los fondos de inversión inmobiliaria aumenta el 17% en los últimos cinco meses.

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**

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)

■ **COLECCIÓN DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"**

1. **El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación?** Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino
   Junio 2006

■ **COLECCIÓN "la Caixa" ECONOMIC PAPERS**

1. **Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid** Jordi Gual and Sandra Jódar
   June 2006

Consejo Asesor del Servicio de Estudios

El Consejo Asesor orienta al Servicio de Estudios en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Carles Boix
  Universidad de Chicago
- Josep M. Carrau
  Ex director del Servicio de Estudios de "la Caixa"
- Antón Costas
  Universidad de Barcelona
- Juan José Dolado
  Universidad Carlos III
- Jordi Galí
  Universitat Pompeu Fabra y MIT
- José Luis García Delgado
  Universidad Complutense
- Teresa Garcia-Milà
  Universitat Pompeu Fabra
- Andreu Mas Colell
  Universitat Pompeu Fabra
- Víctor Pérez Díaz
  Universidad Complutense
- Xavier Vives
  IESE e ICREA-UPF