

Informe Mensual



NÚMERO 297

¿Qué factores posibilitan la convergencia con la UE? Pág. 20

Desde la adhesión, España ha recortado notablemente el diferencial de renta con la media de la UE

El euro, el «Club Med» y la estabilidad macroeconómica prometida Pág. 33

La adopción del euro ha sido un éxito para España, pero no ha tenido los mismos resultados en Portugal o Italia

¿Está España integrada comercialmente en Europa? Pág. 57

El comercio exterior español sigue muy polarizado hacia la UE

Los Fondos Europeos: ¿se acabó lo que se daba? Pág. 63

España dejará de recibir buena parte de las transferencias europeas dirigidas a reducir el retraso económico

Previsiones

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

	2005	2006	2007	2005		2006			
				III	IV	I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
	Previsiones								
Producto interior bruto									
Estados Unidos	3,2	3,3	2,6	3,4	3,1	3,7	3,5	3,0	3,0
Japón	2,7	2,8	1,9	2,9	4,1	3,6	2,7	2,7	2,1
Reino Unido	1,9	2,6	2,4	1,8	1,9	2,3	2,6	2,7	2,7
Zona del euro	1,5	2,6	1,9	1,7	1,8	2,2	2,8	2,7	2,7
<i>Alemania</i>	1,1	2,5	1,3	1,5	1,7	1,9	2,7	2,8	2,6
<i>Francia</i>	1,2	2,0	1,8	1,4	0,9	1,4	2,6	1,8	2,1
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,4	3,2	1,9	3,8	3,7	3,7	4,0	3,3	1,9
Japón	-0,3	0,3	0,4	-0,3	-0,7	-0,1	0,2	0,6	0,7
Reino Unido	2,3	2,8	2,6	2,4	2,2	2,2	2,8	3,2	3,1
Zona del euro	2,2	2,2	2,0	2,3	2,3	2,3	2,5	2,1	1,8
<i>Alemania</i>	2,0	1,7	2,4	2,1	2,3	2,0	1,9	1,6	1,4
<i>Francia</i>	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,8	1,5	1,8	1,9
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
	Previsiones								
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	4,2	3,6	3,2	4,1	3,8	3,8	3,6	3,6	3,5
Consumo de las AAPP	4,8	4,2	4,3	4,5	4,9	4,3	4,2	4,2	4,2
Formación bruta de capital fijo	7,0	6,3	6,0	7,1	6,6	6,3	6,2	6,3	6,5
<i>Bienes de equipo</i>	9,0	9,2	8,2	8,3	8,6	8,6	9,1	9,5	9,6
<i>Construcción</i>	6,0	6,0	5,6	6,3	5,6	5,8	5,8	6,1	6,2
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,2	4,8	4,4	5,2	5,0	4,9	4,8	4,8	4,7
Exportación de bienes y servicios	1,5	5,2	4,2	2,5	2,3	9,5	4,9	3,2	3,5
Importación de bienes y servicios	7,0	7,9	6,3	7,7	6,6	12,4	7,6	6,0	6,0
Producto interior bruto	3,5	3,7	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8
Otras variables									
Empleo	3,1	3,1	2,7	3,3	3,2	3,2	3,1	3,0	3,0
Tasa de paro (% población activa)	9,2	8,5	8,1	8,4	8,7	9,1	8,5	8,1	8,2
Índice de precios de consumo	3,4	3,5	2,5	3,4	3,6	4,0	3,9	3,5	2,7
Costes laborales unitarios	2,2	2,6	2,2	1,9	2,3	2,5	2,7	2,6	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-7,5	-8,8	-9,7	-6,8	-7,0	-10,6	-8,2	-8,5	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-6,5	-7,9	-8,8	-6,0	-5,9	-10,3	-7,7	-7,9	
Saldo público (% PIB)	1,1	1,5	1,2						
MERCADOS FINANCIEROS									
	Previsiones								
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	3,2	5,0	5,1	3,4	4,0	4,4	4,9	5,3	5,3
Repo BCE	2,0	2,8	3,7	2,0	2,1	2,3	2,6	2,9	3,3
Bonos EEUU 10 años	4,3	4,8	5,2	4,2	4,5	4,6	5,1	4,9	4,7
Bonos alemanes 10 años	3,4	3,8	4,3	3,2	3,4	3,5	4,0	3,9	3,8
Obligaciones 10 años	3,4	3,8	4,3	3,2	3,4	3,5	4,0	3,9	3,8
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,25	1,26	1,35	1,22	1,19	1,20	1,26	1,27	1,29

INFORME MENSUAL

Diciembre 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	
Empleados	25.254
Oficinas	5.053
Terminales de autoservicio	7.208
Tarjetas	8.408.956

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2006	Millones €
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.

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 13 Brasil
 - 14 Argentina
- 16 Unión Europea
 - 16 Previsiones de la CE
 - 18 Zona del euro
- 20 *¿Qué factores posibilitan la convergencia con la UE?*
 - 22 Alemania
 - 24 Francia
 - 26 Italia
 - 26 Reino Unido
- 28 Mercados financieros
 - 28 Mercados monetarios y de capital
- 33 *El euro, el «Club Med» y la estabilidad macroeconómica prometida*
- 41 Coyuntura española
 - 41 Actividad económica
 - 47 Mercado de trabajo
 - 51 Precios
 - 56 Sector exterior
- 57 *¿Está España integrada comercialmente en Europa?*
 - 62 Sector público
- 63 *Los Fondos Europeos: ¿se acabó lo que se daba?*
 - 66 Ahorro y financiación
- 70 Índice del año

Europa nos sienta bien

La Unión Europea (UE) no atraviesa por uno de sus mejores momentos. En 2007 se celebrarán los 50 años de la firma de los tratados de Roma, pero hasta el logo que debe presidir las celebraciones ha creado discrepancias entre los Estados miembros. La Constitución Europea, el texto que debía fijar los valores, principios, competencias e instituciones de la Unión en un horizonte temporal a largo plazo, está en entredicho. Se previó que entrase en vigor a finales de 2006, pero ahora incluso ha desaparecido del principal portal de internet de la UE. Además, la ampliación a 27 miembros a partir del primero de enero y la perspectiva de futuras ampliaciones, Turquía incluida, no contribuyen a arraigar el sentimiento europeísta entre la ciudadanía.

Pero en España la percepción de la UE sigue siendo favorable. El tratado constitucional obtuvo un sí claro en referéndum (con una participación ciertamente baja), frente a las grandes reticencias que despierta en otros países. La opinión pública española considera que formar parte de la UE es algo bueno y que sopesando ventajas e inconvenientes el balance es francamente positivo. Según el último Eurobarómetro, los españoles somos los más entusiastas ante la ampliación a Bulgaria y Rumanía, después de los griegos, mientras que en Francia o Alemania, por ejemplo, la mayor parte de la población se opone a la misma.

¿De dónde surge este sentimiento europeísta? Quizás sea la reacción tras muchos años de vivir de espaldas a la realidad europea e internacional. Y habrá influido el horizonte de libertad, democracia y prosperidad que la construcción europea representaba en los años en que inició su andadura. Pero, sin duda, el factor clave es el económico. Veinte años en la UE han significado mayor crecimiento económico y reducción de la distancia en renta per cápita con la media comunitaria. Hemos recibido un importante flujo de fondos dirigido hacia las regiones más atrasadas y hacia inversión en infraestructuras básicas. La inflación y el paro se han reducido espectacularmente. La inversión directa en el exterior supera cómodamente el flujo de entrada de capital extranjero directo. La economía española se ha consolidado en el mapa económico mundial.

Pero formar parte de la UE no es un premio de una tómbola. Antes incluso de que Felipe González estampara su firma en el tratado de adhesión, tuvieron que iniciarse complicadas reformas para adaptar una economía intervenida y regulada a los parámetros de mercado a los que obliga el acervo comunitario. Liberalizar el comercio exterior, abrir los sectores productivos a la competencia interior y foránea, modernizar las estructuras de la administración pública, reducir el peso del Estado y la empresa pública en la economía y un largo etcétera de actuaciones jalonan los años de la participación española en el club comunitario. Empresas, sindicatos, funcionarios y otros muchos colectivos han sabido sacrificar algunos de sus intereses en aras del bien común. Cuando llegó el momento de la creación del euro, de nuevo la economía española se puso manos a la obra y el resultado ha sido un largo periodo de expansión del producto y de mejora de los indicadores, algo que otros países, que partían de una posición similar a la española, no han sido capaces de conseguir.

Formar parte de la UE garantiza poca cosa, es el rigor y la seriedad de todos los agentes económicos lo que permite avanzar en la senda de convergencia hacia la prosperidad. Esta es la lección que España puede ofrecer a los nuevos países que recientemente han entrado a formar parte de la Unión.

RESUMEN EJECUTIVO

La economía europea crece por encima de la americana, lo cual constituye una novedad.

En Estados Unidos es incierta la reacción del consumidor ante el retroceso del sector inmobiliario.

Al otro lado del Atlántico, la economía de la eurozona alcanzará en 2006 el crecimiento más elevado desde 2000.

Europa crece más que Estados Unidos

Si se tratara de un combate de boxeo, la crónica pondría el acento en la inesperada reacción del púgil que parecía a punto de tirar la toalla, logrando ganar su primer asalto después de muchos fracasos. El boxeador triunfante es la economía europea, hasta ahora por detrás de Estados Unidos, el peso pesado del cuadrilátero. La economía europea por primera vez consigue colocar algún buen golpe, en forma de tasa de crecimiento superior. Para acabar de animar la velada, el dólar, la potente arma americana, pierde pegada y experimenta un notable retroceso a finales de noviembre.

El caso es que los últimos datos de la economía estadounidense han dado alas a los escenarios pesimistas, en los que la recesión de la vivienda se traslada a los consumidores mientras que la Reserva Federal se ve obligada a subir los tipos de interés para atajar las tensiones inflacionistas, lo que a su vez agrava la tendencia negativa de la actividad e incluso desata la inestabilidad en los mercados financieros. Pero la realidad no es tan dramática. El empleo continúa subiendo, el paro está en mínimos y los mercados financieros reflejan la buena marcha de las empresas. Incluso el déficit comercial ha mejorado. A Bush la coyuntura política se le está torciendo (Irak, victoria demócrata en las legislativas...) pero la economía todavía resiste.

La clave está en el comportamiento de los consumidores estadounidenses en este contexto de retroceso del sector inmobiliario. Las familias mueven más de dos tercios de la economía y de momento parece que la alegría de la primera mitad

de año se ha enfriado considerablemente. Ahora que empieza la campaña de Navidad, cuando el comercio hace una buena parte de la caja de todo el año, vamos a ver hasta qué punto podemos seguir confiando en el músculo del consumidor americano para tirar de la economía mundial.

La otra cuestión clave está en la inflación. Ben Bernanke, el banquero central, ha expresado sus temores en este sentido. El índice de precios de consumo se desplomó en octubre hasta el 1,3%, desde el 4% del verano, y también se redujo el componente subyacente, aunque muy poco. Pero nadie ha hecho caso a las buenas noticias, sino que la evolución de la citada inflación subyacente y la subida de los costes laborales han creado una cierta inquietud sobre la reacción de la Fed si la cosa va a más.

Al otro lado del ring se encuentra la economía de la eurozona. Tras varios intentos de reacción fallidos, parece que esta vez sí se va a consolidar la recuperación. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) lo certifica: «El escenario central de los próximos dos años es de crecimiento estable algo por encima del potencial y de inflación suave, en un contexto de progresiva superación de las insuficiencias de la demanda agregada». También la Comisión Europea traza un escenario rosado en sus perspectivas de otoño. Tras confirmar que en 2006 la eurozona alcanzará el crecimiento más elevado desde el año 2000, un 2,6%, vaticina tasas algo por encima del 2% en los dos años siguientes, lo que sería un buen registro.

Los resultados macroeconómicos del tercer trimestre en la zona del euro no han sido

exactamente los esperados. El producto interior bruto creció un 2,6% en tasa interanual, una décima menos que en los tres meses anteriores. Pero es que en el segundo trimestre el crecimiento experimentó una fuerte aceleración, y por tanto consideramos que el resultado actual afianza la recuperación. Una novedad significativa es que por primera vez desde el año 2001 la economía alemana crece más que el promedio de la zona del euro, volviendo quizás así a su antiguo –y casi olvidado– papel de locomotora del continente. El contrapunto negativo lo aporta Francia, que sufrió una inesperada ralentización en dicho tercer trimestre.

Para la última parte del año podemos esperar resultados similares. Las ventas minoristas reflejan una cierta alegría del consumidor, el deterioro de la balanza comercial en los últimos meses parece frenarse y los principales sectores de actividad, como industria, construcción y servicios, muestran un buen tono. Mientras, los precios se hallan contenidos gracias a la súbita debilidad del barril de petróleo, y la inflación subyacente (el índice general menos alimentos y energía) se mantiene plana bastante por debajo del 2%.

Los temores que despierta la desaceleración americana, combinados con la sucesión de buenas noticias de la eurozona, han permitido al euro avanzar frente al dólar. De hecho, la divisa americana ha tenido un mal noviembre en general. Sobre el billete verde planea la amenaza de la diversificación de las reservas de divisas de las economías asiáticas emergentes que, con China a la cabeza, han acumulado un enorme volumen de activos denominados en dólares. La única alternativa sería el euro, si bien un proceso de este tipo sería muy paulatino.

Pero en el avance del euro en la última parte de noviembre han influido muy directamente las expectativas de nuevas subidas de los tipos de interés de referencia del eurosistema, frente al escenario de manteni-

miento y de recorte a partir de mediados de 2007 para la moneda americana. El euro se ha cotizado por encima de los 1,31 dólares, marcando el máximo en casi dos años. La exuberancia del euro se ha notado también ante el franco suizo y el yen japonés. Pero la fortaleza del euro es un arma de doble filo para nuestro boxeador europeo. Tomada en exceso puede perturbar su recuperación, al dificultar las exportaciones y abaratar, todavía más, las importaciones. De momento, los ministros de finanzas de la eurozona no han elevado la voz, pero si la tendencia no se corrige, sin duda todas las miradas se dirigirán hacia el Banco Central Europeo para reclamar que su actuación no avive el fuego de la revaluación.

Economía española: más razones para el optimismo

Comienza a ser una rutina. Cuando parece que el crecimiento de la economía española ha tocado máximos y que comienza una etapa de desaceleración, el Instituto Nacional de Estadística (INE) ofrece una cifra aún más positiva. En el tercer trimestre, el producto interior bruto (PIB) creció un 3,8% interanual, una décima más que en el trimestre anterior, una tasa que no se daba en los últimos cinco años. Como la inflación se ha reducido y la economía europea presenta buenas perspectivas, el ministro de Economía, Pedro Solbes, se atrevió a predecir que la fase de crecimiento actual se prolongará en los próximos dos o tres años.

El motor de la economía sigue siendo la demanda interna, en todos sus componentes. Hay que destacar especialmente la inversión en maquinaria y equipo de las empresas, que se ha acelerado nuevamente hasta tasas superiores al 9%. Llama también la atención el aumento de velocidad de la construcción, que se sitúa una décima por encima del 6% real. En este caso van bien todos los tipos de obra, en espe-

Por primera vez en cinco años, la economía alemana crece más que la media de la eurozona.

El euro gana terreno frente al dólar, por las perspectivas de movimientos de tipos de interés.

La fortaleza de la demanda interna sigue impulsando el crecimiento de la economía española.

La inversión en equipo y la construcción, lejos de desacelerarse, mantienen un comportamiento muy dinámico.

En los últimos tres años se han creado más de 1,5 millones de empleos netos, exclusivamente en el sector servicios (casi el 70% del total) y en la construcción (cerca del 30%).

Sorpresa positiva en el crecimiento de la productividad, aunque sea a costa del estancamiento del empleo industrial.

cial las infraestructuras y la edificación no residencial. Por lo que se refiere al consumo de los hogares, el ritmo de expansión es alto, un 3,6%, a pesar de que el gasto flojeara en determinados bienes duraderos, como los automóviles. En cambio, se observa un comportamiento más dinámico en alimentación, servicios y bienes semiduraderos, lo que contribuye a equilibrar el balance global. Por último, el consumo del sector público se ha estabilizado en cotas altas, más del 4% anual.

Los indicadores correspondientes al último trimestre del año son todavía muy escasos y se limitan al mes de octubre. Pero la impresión es buena. El consumo de electricidad sigue tirando hacia arriba, lo mismo que el consumo de cemento, las ventas de vehículos industriales y la demanda de crédito. Las ventas de turismos, por su parte, rompieron la tendencia bajista en octubre, si bien la cifra de octubre de 2005 fue inusualmente baja y la comparación puede llevar a conclusiones no ajustadas.

En cuanto al sector exterior, las cifras de la contabilidad nacional trimestral muestran una desaceleración tanto de las importaciones como de las exportaciones de bienes y servicios. Por esta razón, la contribución negativa de este componente al crecimiento del PIB se atenuó levemente. De todas formas, en los nueve meses transcurridos del año, el déficit por cuenta corriente se elevó al 9,1% del PIB, cerca de 1,5 puntos más que en el conjunto de 2005.

En lo tocante al empleo, las cifras del INE marcan un ligero perfil de desaceleración, con un crecimiento del total de empleos equivalentes a tiempo completo del 3,0%, lo que supone más de medio millón de empleos creados en el último año. La construcción es el sector que muestra un mayor dinamismo, con una tasa que alcanza ya nada menos que el 8%. Los servicios privados presentan también una tasa elevada, un 4,0%, si bien en este caso se

detecta una leve desaceleración. Por el contrario, los servicios públicos tienden a acelerarse en los últimos trimestres, si bien su ritmo de aumento se sitúa en el 2,1%. En la industria, en cambio, el tono del mercado de trabajo es todavía negativo, lo mismo que en las ramas agraria y pesquera.

De acuerdo con los datos de la contabilidad nacional, en los últimos tres años se han creado más de 1,5 millones de empleos netos equivalentes a tiempo completo, exclusivamente en el sector servicios (casi el 70% del total) y en la construcción (cerca del 30%), lo que pone de manifiesto, una vez más, que dichos sectores son los auténticos pilares del actual modelo de crecimiento español.

En materia de precios, los avances del tercer trimestre fueron bastante limitados, con un aumento del deflactor del PIB cercano todavía al 4% interanual, aunque en este caso la tendencia apunta a una suave desaceleración. Pero hay que destacar la mejora de la productividad aparente del factor trabajo (PIB por ocupado a tiempo completo), que sube dos décimas respecto al trimestre anterior y se sitúa en el 0,8% gracias al tirón de la industria, compensando de esta forma el avance prácticamente nulo de los servicios privados y el valor negativo de la construcción.

La economía española adolece de una baja tasa de productividad, un diferencial de precios con la eurozona elevado, una frágil competitividad exterior y un déficit exterior desmesurado. Pero ciertamente el resultado global y las perspectivas son positivas. Prueba de ello está en el último informe de la OCDE al respecto. En el mismo, se señala que el principal riesgo a corto plazo es el sector inmobiliario. Pero no por la posibilidad del estallido de una supuesta burbuja inmobiliaria. Al contrario, el riesgo está... en un fortalecimiento de la demanda de viviendas.

28 de noviembre de 2006

CRONOLOGÍA

2005

- 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** 4 Acuerdo del Gobierno con la patronal y los sindicatos para una **reforma laboral** con vistas a reducir la temporalidad en el empleo.
10 La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 5%.
- 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%.
- julio** 11 El Consejo de la UE autoriza a **Eslovenia** a que adopte el euro como divisa a partir del 1 de enero de 2007.
24 Suspensión indefinida de las negociaciones multilaterales de la **Ronda de Doha** de la Organización Mundial del Comercio para una mayor liberalización del comercio internacional.
- agosto** 3 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 3,00%.
8 El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 78,49 dólares por barril.
12 El Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas aprueba una resolución de **alto el fuego en Líbano** en el conflicto entre Israel y Hizbulá.
- septiembre** 26 La Comisión Europea da el visto bueno para la entrada en la Unión Europea de **Rumanía y Bulgaria** el primero de enero de 2007.
- octubre** 5 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 3,25%.
- noviembre** 17 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo histórico (12.342,6) con un alza del 15,2% en relación con el final del año 2005.
22 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (14.294,6) con una ganancia acumulada del 33,2% con relación al final de diciembre de 2005.
29 Publicación en el Boletín Oficial del Estado de la Ley 35/2006 del **Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas** y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos de Sociedades, sobre la Renta de los no Residentes y sobre el Patrimonio.

AGENDA

Diciembre

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
5 Índice de producción industrial (octubre).
7 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
12 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
15 IPC (noviembre). Balanza de pagos (septiembre). IPC armonizado de la UE (noviembre).
19 Ingresos y gastos del Estado (noviembre).
20 Coste laboral (tercer trimestre).
26 Precios industriales (noviembre). Comercio exterior (octubre).
29 Avance IPC (diciembre).

Enero

- 10 Índice de producción industrial (noviembre).
11 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
12 IPC (diciembre).
15 Balanza de pagos (octubre).
17 IPC armonizado de la UE (diciembre).
25 Precios industriales (diciembre).
26 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
31 Comité de Mercado Abierto de la Fed.

COYUNTURA INTERNACIONAL

La victoria demócrata modifica el escenario político de Estados Unidos.

Estados Unidos: aterriza como puedas

Nancy Pelosi, la nueva líder de la mayoría demócrata en el congreso tras las elecciones legislativas, no sólo estará presente en los sueños del presidente George Bush, sino también en los de Tom Schoewe, director financiero de Wal-Mart, el mayor distribuidor minorista del mundo, las autoridades chinas y también en los de Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal. La victoria demócrata de noviembre viene en un momento especial, en que la economía estadounidense está ajustando su ritmo de crecimiento y también sus expectativas, con el déficit comercial como telón de fondo. La cuestión está en si la desaceleración será un aterrizaje suave o algo más.

continúa dando signos de debilidad, y su fin se ve algo más lejos que hace unas semanas. Las viviendas iniciadas intensificaron sus caídas en octubre, con una pérdida del 27,4% interanual, y los permisos de construcción cedieron otro rotundo 25,9%. El ligero incremento en la venta de viviendas nuevas de septiembre fue menos significativo que la pérdida del 9,7% en precios, ya que los agentes inmobiliarios, muy incómodos por las existencias de viviendas por vender, están realizando importantes descuentos para acelerar las colocaciones. Las zonas más afectadas son las que más han crecido –Florida, Las Vegas y especialmente los distritos urbanos de California– donde ya se partía de unos precios altos antes del ciclo alcista.

El mercado de la vivienda aún no ve el final del túnel...

El mercado de la vivienda, principal contribuyente a la desaceleración económica,

La cuestión clave es cómo todo esto va a afectar el comportamiento de los consu-

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2006						
			IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB real	3,9	3,2	3,1	3,7	3,5	–	2,9	–	–
Ventas al por menor	6,2	7,2	6,3	8,3	6,6	4,8	6,3	5,2	4,5
Confianza del consumidor (*)	96,1	100,3	95,8	105,7	106,6	107,0	100,2	105,9	105,4
Producción industrial	4,1	3,2	3,0	3,3	4,6	5,0	5,0	5,8	4,9
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	60,5	55,5	57,0	55,6	55,2	54,7	54,5	52,9	51,2
Venta de viviendas unifamiliares	10,1	6,6	3,1	–11,6	–14,4	–28,0	–19,7	–14,2	...
Tasa de paro (**)	5,5	5,1	4,9	4,7	4,6	4,8	4,7	4,6	4,4
Precios de consumo	2,7	3,4	3,7	3,7	4,0	4,2	3,8	2,1	1,3
Balanza comercial (***)	–611	–717	–717	–740	–762	–771	–782	–781	...

NOTAS: (*) Valor.

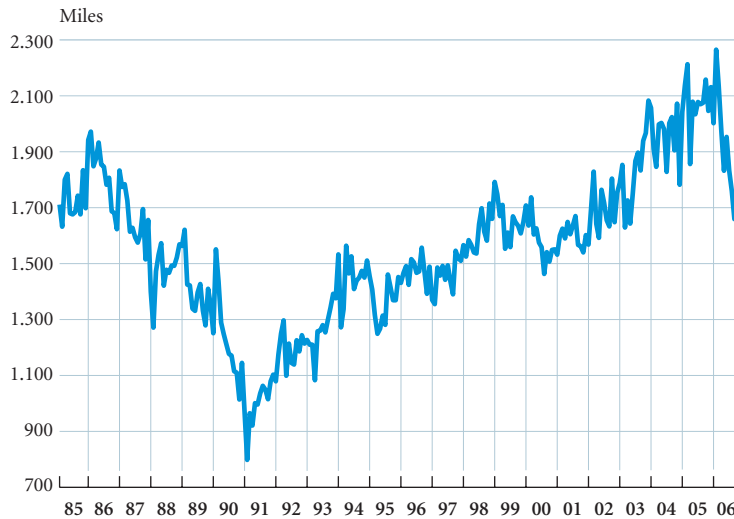
(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

ESTADOS UNIDOS: LA VIVIENDA SIGUE A LA BAJA

Viviendas iniciadas en términos anuales



FUENTES: Federal Housing Board, National Association of Realtors y elaboración propia.

midores estadounidenses, responsables con sus compras del 71% de la actividad económica. La debilidad de la vivienda se añade a la paulatina reducción del ahorro de las familias, que ahora ya es un desahorro, puesto que los hogares estadounidenses gastan un 0,5% por encima de su renta disponible. En consecuencia, parece que el público empieza poco a poco a aplacar sus ansias compradoras.

Las ventas minoristas de octubre, excluyendo los importantes pero erráticos componentes de automóviles y gasolina, crecieron un 5,0% interanual, o un 2,2% si se excluyen las subidas de precios no energéticos, en clara desaceleración respecto al mes anterior. A esta relativa debilidad, se sumaron las revisiones a la baja de meses anteriores, con lo que se rompe con claridad la tendencia de fuerza sostenida que había venido predominando hasta el final de verano. Son significativas en este contexto las peores expectativas de Wal-Mart, la mayor empresa minorista mundial, y también las de sus rivales Home Depot y Target, por la mayor debilidad del mercado interior. De

aquí que la campaña demócrata «despierta Wal-Mart» de mejoras sociales pueda realmente quitar el sueño a más de uno.

El sentimiento empresarial es en general algo más sosegado, con un índice del Institute for Supply Management de octubre que en manufacturas retrocedió ligeramente hasta los 52,1 puntos, pero repuntó en servicios hasta el nivel de 57,1, el más alto desde mayo. El componente de precios sigue moderándose con fuerza, mientras que el de pedidos para la exportación gana fuerza. También la producción industrial mantiene un tono relativamente elevado. Pese a la momentánea desaceleración de octubre, creció un 4,9% interanual, con especial intensidad en los puestos de alto valor añadido.

También sosiego es lo que proporcionó la inflación de octubre, que fue mejor de lo esperado. Hubo una desaceleración grande y otra pequeña, pero fue precisamente esta última la más relevante. El índice general pasó a crecer un 1,3% interanual cuando en verano el ritmo de avance estaba en el

...mientras que los consumidores no parece que puedan forzar mucho más su gasto, visto el desahorro en el que incurren.

El sentimiento empresarial y la producción industrial apuntan sin embargo a una desaceleración más suave.

ESTADOS UNIDOS: LOS CONSUMIDORES RALENTIZAN EL GASTO

Variación interanual de las ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina (*)



NOTA: (*) Datos deflactados por el índice de precios sin energía ni alimentos.

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

La moderación de la inflación evitará tensiones, con permiso del mercado laboral.

4%, a causa de la moderación del precio del petróleo y por efectos de base. En otoño de 2005 la combinación del huracán *Katrina*, con la consiguiente tensión de los mercados energéticos, elevó los precios hasta una cima que, vista desde octubre de 2006, aún parecía muy alta, y de ahí los bajos incrementos interanuales. Pero es la moderación del componente subyacente lo que debe marcar tendencia y quitar presión a la Reserva Federal, donde las intenciones de Bernanke de establecer un objetivo explícito de inflación no son bien vistas por la nueva mayoría demócrata en el Congreso. Por sectores, ocio, alimentación y salud tienen una tendencia de estabilidad, y al alza están educación y alquileres.

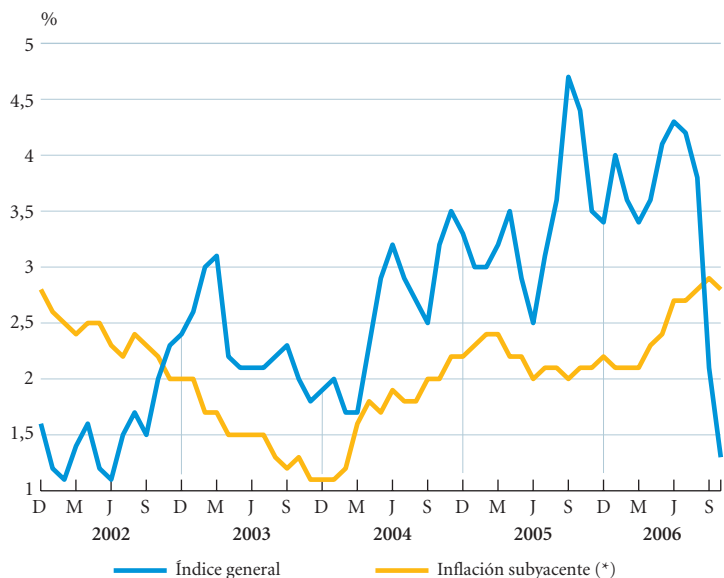
En el centro del debate sobre la evolución futura de los precios está el mercado laboral. La creación de empleo de octubre fue mejor de lo esperado, acompañada de revisiones al alza de meses anteriores. La tasa de desempleo del 4,4% es históricamente baja, y las anunciadas revisiones al alza sugieren que la fuerza del mercado laboral

es mayor de lo que parece en las estadísticas. Esto debería dar soporte al consumo y compensar en parte los efectos de la caída de la vivienda. El aspecto más inflacionista del mercado laboral es el incremento de los costes laborales unitarios, pero en un entorno de menor consumo las empresas tendrán problemas en traspasar los incrementos de costes a los consumidores.

El déficit exterior de agosto fue un 1,0% menor que el del mismo periodo del año anterior, algo que no pasaba desde marzo de 2002. La desaceleración de las importaciones, que ganaron un 9,4% interanual, fue el principal agente de esta reducción del déficit, mientras que las exportaciones se aceleraron creciendo un 15,8% interanual. La evolución de la demanda interna y la continuidad de los precios del petróleo deberían dar continuidad a este proceso y amansar los cantos de sirena proteccionistas que se oyen en el Congreso. La economía americana encara así su aterrizaje con menor consumo, pero con unos precios y un sector ex-

ESTADOS UNIDOS: BAJA EL IPC

Variación interanual del IPC



NOTA: (*) Excluye alimentos y energía.

FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

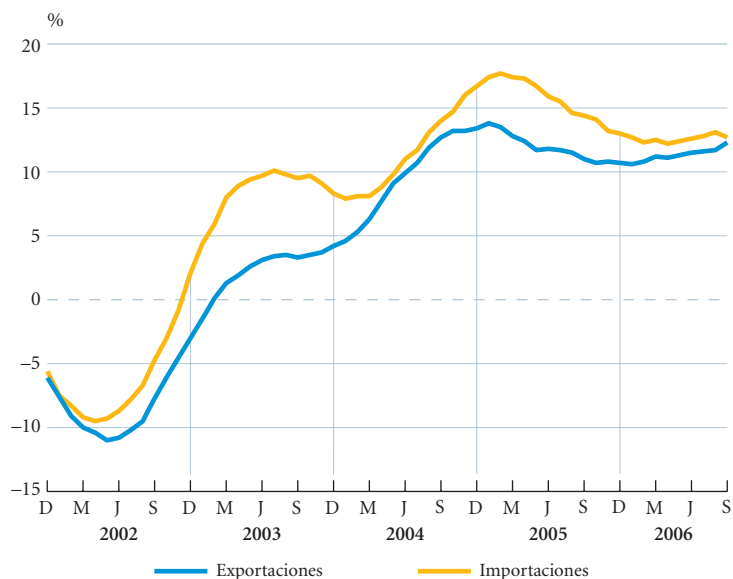
terior en la senda de la moderación que deben facilitar la tarea. La victoria democrata no debe afectar excesivamente a la agenda económica en la lucha contra la

inflación y en la reducción del déficit, otra cosa es el caso de Wal-Mart, que ilustra que el mayor riesgo está en un crecimiento a la baja.

El crecimiento a la baja es un riesgo mayor que la inflación.

ESTADOS UNIDOS: LAS EXPORTACIONES CIERRAN LA BRECHA

Variación interanual de la media mensual de los últimos 12 meses



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

La economía japonesa crece al 2,7%, pero el consumo interno flojea.

Japón mantiene el ciclo gracias a sus exportadores

Shimzo Abe, el flamante nuevo primer ministro de Japón, tiene una ambiciosa agenda que va más allá de los logros de su popular antecesor, Junichiro Koizumi. Después de jugar un papel más relevante de lo acostumbrado en la crisis norcoreana, los planes de Abe incluyen nada menos que intentar acabar con la economía dual del Japón, gracias entre otras cosas a una reducción selectiva de impuestos. En

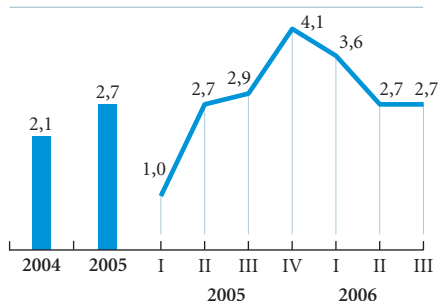
la economía del sol naciente conviven en efecto un sector exportador muy competitivo con una agricultura y unos servicios relativamente atrasados, lo que a menudo acaba afectando al crecimiento de la demanda interna.

A la vista de los datos del producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre, los planes del primer ministro no podían ser más oportunos. La economía siguió creciendo, un 2,7% interanual, mejorando así algunas expectativas agoreras que

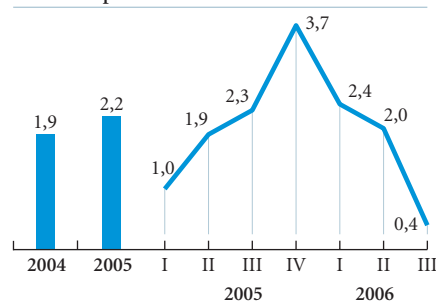
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

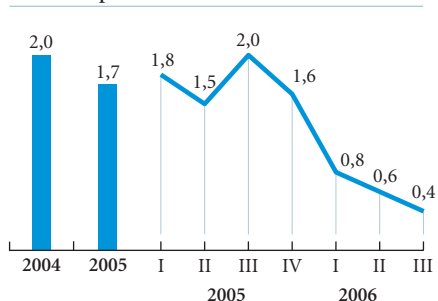
PIB



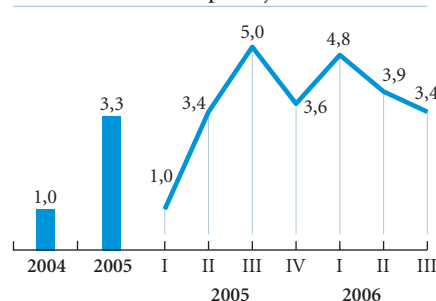
Consumo privado



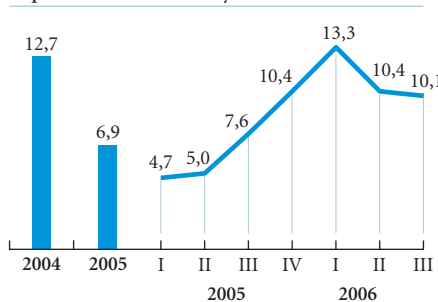
Consumo público



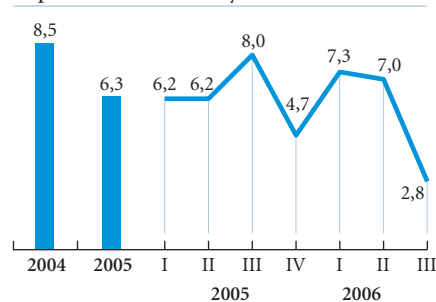
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



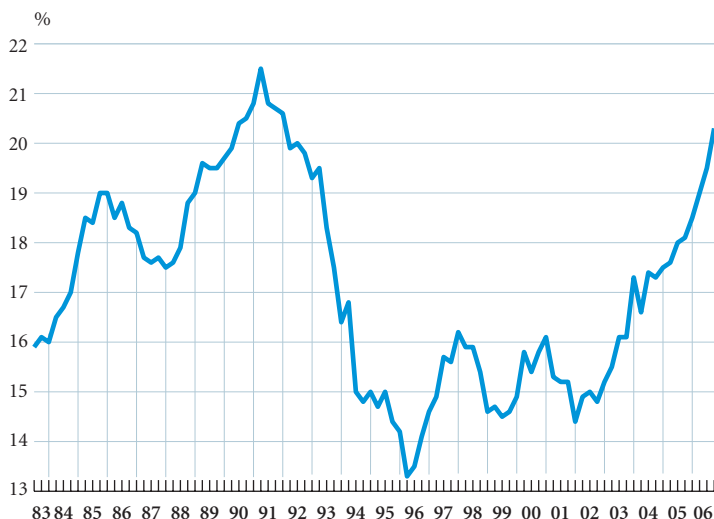
Importaciones de bienes y servicios



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

JAPÓN: UN PATRÓN YA CONOCIDO

Participación en el producto interior bruto del sector exterior más la inversión en equipo



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

apuntaban incluso al final del ciclo expansivo. Sin embargo, las buenas noticias acaban aquí. La recuperación se apoyó en un principio en el sector exterior, al abrigo del fuerte crecimiento de China y Estados Unidos. Esto revigorizó la demanda interna y así, durante 2005, el consumo privado ostentó el protagonismo del crecimiento. Sin embargo, la dicha ha durado poco y ahora los soportes de la expansión son otra vez los tradicionales, concretamente el sector exterior y la inversión en equipo, principalmente de las empresas exportadoras.

Ambos sectores contribuyeron a la práctica totalidad del crecimiento respecto al trimestre anterior. El consumo privado drenó crecimiento pero se vio compensado por el ciclo alcista en la acumulación de existencias. Reforzando este patrón, la participación de la inversión en equipo y el saldo comercial en el total de la economía ha pasado en cinco años desde el 14,4% hasta el 20,3%, el mayor nivel desde 1991. Con la diferencia de que en 1991 el consumo privado crecía cerca del 3%

interanual y ahora lo hace al 0,4%, un ritmo apático aun considerando los factores meteorológicos desfavorables del tercer trimestre. El sector público, condicionado por los niveles de deuda acumulados, sigue también drenando fuerzas al avance. La vivienda se estanca, aunque por el momento no pone excesivos palos a la rueda del crecimiento.

Los indicadores de demanda ya llevan cierto tiempo confirmando esta debilidad del consumo. Las ventas al por menor avanzaron en septiembre un mero 0,3% interanual, dentro de una tendencia de estancamiento que, si tenemos en cuenta la evolución de los precios, se transforma en un retroceso. Las ventas de automóviles de los doce últimos meses hasta octubre también siguieron disminuyendo. El mercado inmobiliario presenta señales algo más ambiguas. En Tokio continúa la reducción del número de ventas, pero los precios, más allá de vaivenes a corto plazo, aún mantienen una muy ligera tendencia al alza. Esta apatía de los indicadores de demanda contrasta con los apoyos

La inversión en equipo y el sector exterior soportan la totalidad del crecimiento.

Las ventas minoristas languidecen y las de coches siguen a la baja.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2006						
			IV	I	II	III	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	2,1	2,7	4,1	3,6	2,7	2,7	–	2,7	–
Ventas al por menor	–0,9	1,4	0,7	0,6	–0,2	0,5	0,0	1,1	0,3
Producción industrial	5,3	1,5	3,6	2,8	3,7	5,3	5,0	5,8	4,9
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	20,5	18,0	21,0	20,0	21,0	24,0	–	24,0	–
Viviendas iniciadas	2,6	3,8	6,9	4,9	8,8	–0,7	–7,7	1,9	4,0
Tasa de paro (**)	4,7	4,4	4,5	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2
Precios de consumo	0,0	–0,3	–0,7	–0,1	0,2	0,6	0,3	0,9	0,6
Balanza comercial (***)	13,9	10,2	10,2	9,5	9,1	8,9	9,2	9,2	8,9

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El buen comportamiento del mercado laboral coincide con un mayor ahorro.

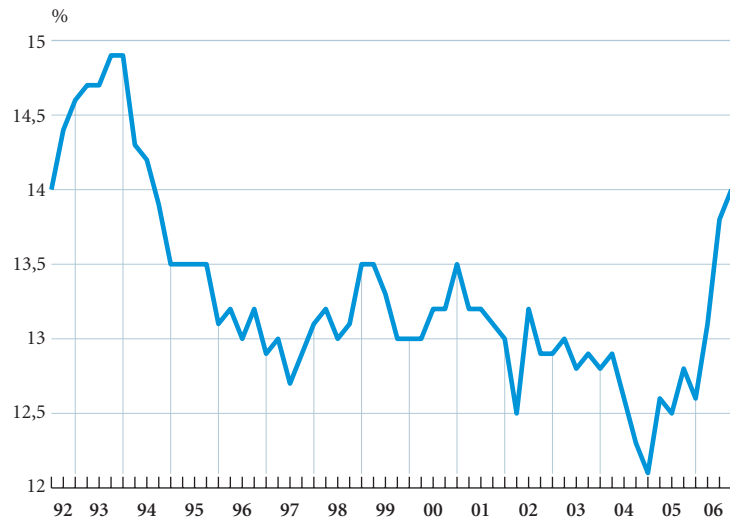
que llegan del mercado laboral, con una tasa de desempleo del 4,2% de la población activa y unos salarios que evolucionan al alza. Un contraste que sólo se explica por el aumento del ahorro de las

familias que ha venido dominando a lo largo de 2006.

La producción industrial da ya una imagen más vigorosa de la marcha económi-

LOS JAPONESES SON CAUTOS

Tasa de ahorro de los empleados respecto a los ingresos (*)



NOTA: (*) Media de los últimos 12 meses.

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

ca, con un crecimiento del 4,9% interanual que se sitúa en la banda alta de los últimos tres años. En este mismo contexto, los pedidos de maquinaria siguen al alza a pesar de efectos puntuales, y apuntan a cierta continuidad de la fuerza inversora, aunque en este respecto el monto de préstamos bancarios a grandes empresas continuó en octubre disminuyendo desde los niveles de julio.

Los precios siguieron en terreno positivo. Sin incluir los volátiles alimentos frescos, ganaron un 0,2% interanual. Persiste la tendencia al alza, aunque es menor de la prevista en verano y habrá que ver su comportamiento una vez queden mitigados los efectos del precio del petróleo. Donde esto último tendrá un claro efecto positivo será en el sector exterior. Los altibajos a causa del precio de la energía importada están desvirtuando la evolución del superávit comercial, pero en los últimos meses el protagonismo está con rotundidad en la creciente fuerza de las exportaciones, que ya rozan el 15% del total del PIB y son fiel exponente del Japón que en estos momentos está contribuyendo al avance de la economía. El problema de este patrón es la alta dependencia de China y de Estados Unidos en un momento donde ambas encaran la ralentización de sus respectivas demandas.

Brasil gana fuera lo que pierde dentro

La economía brasileña ha visto niveles de crecimiento muy bajos que no facilitan al nuevo gobierno de Lula el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, aunque para el tercer trimestre se espera una recuperación del crecimiento.

Los indicadores mensuales de demanda ofrecen una mejor imagen de cara al crecimiento del tercer trimestre, con unas ventas minoristas que en octubre se aceleraron hasta el 10,1% interanual. Las compras de automóviles también salieron con fuerza de su letargo, y crecieron un 14,8%. La cruz viene esta vez del lado de la oferta, con una producción industrial que languideció en octubre. Sin embargo, el pequeño retroceso de producción de bienes de inversión puede atribuirse a un alto en el camino después de dos meses previos con fuertes crecimientos.

La inflación sigue en su línea de moderación gracias al menor ritmo de actividad y a la tarea de contención del gasto gubernamental, con unos precios que en octubre ganaron un 3,3% interanual. Según los datos de la región de São Paulo, la tasa de desempleo también mejoró en septiembre hasta el 15,3% de la población activa; una mejora que, sin embargo, debe

Brasil espera una recuperación del crecimiento para el tercer trimestre.

La demanda gana fuerza en los últimos meses y baja el desempleo, aunque aún es alto.

El control de la inflación sigue dando sus frutos.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005		2006				
			IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB real	4,9	2,3	1,5	2,6	1,7	–	...	–	–
Producción industrial	8,3	3,1	1,3	4,6	0,9	3,5	3,2	1,3	...
Tasa de paro São Paulo (*)	18,8	17,0	16,4	16,3	16,9	16,7	16,0	15,3	...
Precios de consumo	6,6	6,9	6,1	5,5	4,3	4,0	3,8	3,7	3,3
Balanza comercial (**)	33,7	44,8	44,8	45,7	44,5	45,1	46,0	46,1	46,3

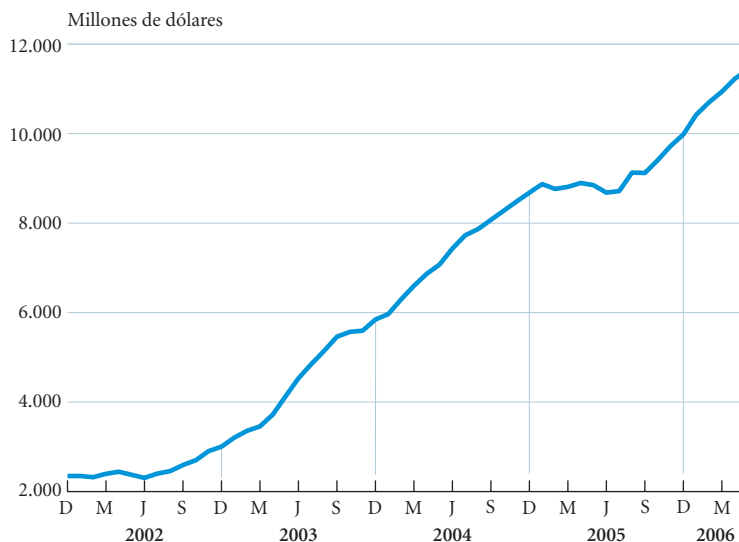
NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

BRASIL: CHINA SIGUE SIENDO UNA OPORTUNIDAD

Exportaciones de mercancías a China de los últimos doce meses



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

El sector exterior sigue siendo un punto fuerte gracias a China y a las materias primas.

Argentina espera la continuidad del crecimiento para el tercer trimestre.

Los indicadores de demanda avanzan hacia los niveles previos a la crisis.

continuar para el mantenimiento de la estabilidad.

Es en el sector exterior donde la economía brasileña muestra su cara más favorable. Después de una toma de aire en el segundo trimestre, las exportaciones volvieron a mostrar un tono fuerte, creciendo en octubre un 18,5% interanual. Así, el superávit comercial de los últimos doce meses hasta octubre siguió creciendo hasta los 46.300 millones de dólares. Son aquí significativas las ventajas que la economía de Brasil está obteniendo de la vitalidad China, con unas exportaciones de mercancías al gigante amarillo que no sólo se han prácticamente sextuplicado en cinco años, sino que cada vez representan una fracción mayor. En 2001 sólo un 0,9% del total de mercancías que llegaban a China venía de Brasil, mientras que a mediados de 2006 se ha llegado ya al 1,6%. En los últimos meses también ha mejorado la relación de intercambio, con exportaciones más caras en relación a las importaciones, debido en gran parte a la evolución de los mercados de materias primas. Sin embar-

go, esta mejora también pone de manifiesto la doble dependencia del sector exterior; tanto del crecimiento chino como de los precios de las materias primas.

Argentina espera continuar creciendo

La economía argentina continúa creciendo con fuerza y espera un tercer trimestre robusto que continúe con esta tendencia a la vista de los indicadores de los últimos meses. Sigue siendo la inflación el principal punto a corregir de la locomotora argentina.

Las ventas minoristas siguen creciendo a un ritmo vertiginoso después de unos tímidos titubeos a principios de verano. Así, en septiembre ganaron un 26,5% interanual en la región de Buenos Aires. Las ventas en grandes almacenes también crecieron un 21,6% en el mismo periodo. La adquisición de automóviles ejemplifica la fuerza de la recuperación argentina y su situación respecto a los niveles anteriores a la crisis. En los últimos doce meses

ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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.

hasta octubre éstas avanzaron un 28,3%, situándose ya en el 61,5% del máximo histórico de marzo de 1998. Queda pues camino por recorrer, pero hay que recordar que en 2004 el nivel estaba en el 37% y el punto más bajo estuvo en el 14%.

En el lado de la oferta, la expansión continúa con renovado vigor. La producción industrial de octubre se aceleró hasta el 7,7% interanual, con un mantenimiento

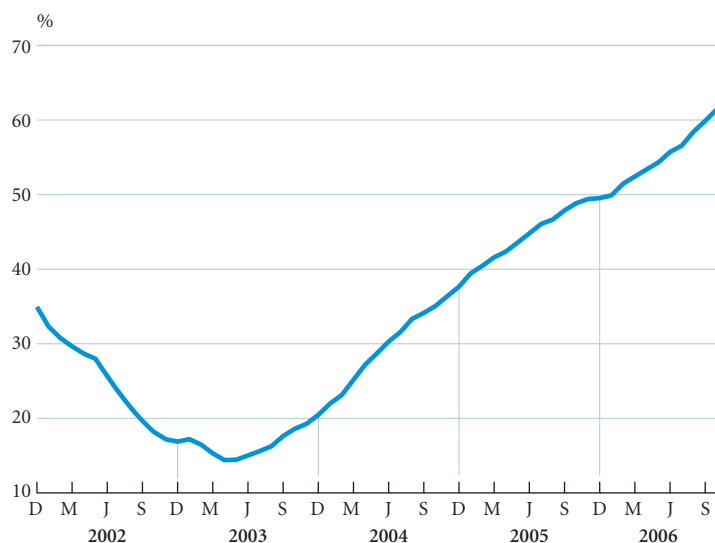
del índice de actividad industrial y cierta moderación en la construcción.

La inflación argentina sigue siendo la sombra del presente ciclo expansivo. En octubre, el avance del 10,5% interanual supuso una continuación de un nivel que sigue siendo alto en la región. La tasa de paro del tercer trimestre se redujo ligeramente hasta el 10,2% de la población activa, y el superávit comercial sigue estable.

La inflación sigue siendo el mayor riesgo.

LOS ARGENTINOS VUELVEN A COMPRAR COCHES

Ventas de automóviles de los últimos 12 meses en relación al máximo de 1998



FUENTES: INDEC y elaboración propia.

UNIÓN EUROPEA

La Comisión Europea prevé un crecimiento en la eurozona del 2,6% en 2006 y del 2,1% en 2007...

...sin que se produzcan excesivas tensiones en los precios.

La Comisión Europea augura un 2007 menos expansivo

Las previsiones de otoño de la Comisión Europea esbozan un escenario benigno para la Unión Europea (UE) y la zona del euro. Tras confirmar que este año el crecimiento será el mejor desde 2000, alcanzando el 2,8% y el 2,6%, respectivamente en la UE y en la zona del euro, las perspectivas para los dos próximos ejercicios son más contenidas. Concretamente, se espera que la UE crezca un 2,4% en 2007 y 2008, mientras que la zona del euro alcanzaría un 2,1% en 2007 y un 2,2% en 2008.

Dicho ritmo expansivo, por encima del potencial de crecimiento, no se hará a costa de un empeoramiento inflacionista,

toda vez que el incremento del índice de precios de consumo (IPC) armonizado cederá tres décimas entre 2006 y 2008 tanto en la Unión como en la zona del euro. Significativamente, a pesar de los altos precios de la energía, no se prevé que las tensiones inflacionistas se trasladen a otros componentes del IPC, es decir, no se esperan efectos de segunda ronda.

Esta senda de suave desaceleración económica deriva de un entorno económico global positivo pero en moderada ralentización y de un cierto tensionamiento de la política económica (tanto monetaria como fiscal). Con todo, subsisten factores positivos que proporcionarán un apoyo al crecimiento: unas condiciones financieras suaves y la positiva evolución de los beneficios empresariales. Todo ello debe-

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ZONA DEL EURO ⁽¹⁾

	2004	2005	Previsiones actuales otoño 2006			Diferencia con la primavera de 2006 ⁽²⁾	
			2006	2007	2008	2006	2007
Producto interior bruto	2,0	1,4	2,6	2,1	2,2	0,5	0,3
Consumo	1,5	1,4	2,0	1,6	2,1	0,3	0,2
Inversión	2,3	2,5	4,3	3,0	3,0	0,1	0,6
Empleo	0,7	0,7	1,4	1,2	1,1	0,5	0,4
Tasa de paro ⁽³⁾	8,9	8,6	8,0	7,7	7,4	-0,4	-0,5
Inflación ⁽⁴⁾	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	0,0	-0,1
Saldo público (% del PIB)	-2,8	-2,4	-2,0	-1,5	-1,3	0,4	0,8
Deuda pública (% del PIB)	69,7	70,6	69,4	68,0	66,9	-1,1	2,1
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	0,8	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,4
<i>Crecimiento del PIB en la UE-25</i>	<i>2,4</i>	<i>1,7</i>	<i>2,8</i>	<i>2,4</i>	<i>2,4</i>	<i>0,5</i>	<i>0,2</i>

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

(2) Un signo «+» («-») significa una cifra positiva más alta (más baja) o una negativa más baja (más alta) comparado con la primavera de 2006.

(3) Porcentaje de la población activa.

(4) Índice de precios de consumo armonizado.

FUENTE: Comisión Europea.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Otoño 2006

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Bélgica	2,7	2,3	2,2	2,4	1,8	1,7	8,6	8,5	8,4
Alemania	2,4	1,2	2,0	1,8	2,2	1,2	8,9	8,4	7,8
Grecia	3,8	3,7	3,7	3,3	3,3	3,3	9,3	8,9	8,6
España	3,8	3,4	3,3	3,6	2,8	2,7	8,1	7,9	7,4
Francia	2,2	2,3	2,1	2,0	1,8	1,9	9,3	9,0	8,7
Irlanda	5,3	5,3	4,3	2,9	2,7	2,2	4,3	4,5	4,8
Italia	1,7	1,4	1,4	2,3	2,0	1,9	7,1	7,0	7,0
Luxemburgo	5,5	4,5	4,2	3,2	2,2	1,8	4,6	4,4	4,1
Países Bajos	3,0	2,9	2,6	1,6	1,8	2,3	3,9	3,0	2,7
Austria	3,1	2,6	2,1	1,8	1,8	1,7	5,1	5,1	5,1
Portugal	1,2	1,5	1,7	2,9	2,2	2,1	7,6	7,7	7,7
Eslovenia	4,8	4,2	4,5	2,5	2,5	2,6	6,1	6,1	6,0
Finlandia	4,9	3,0	2,6	1,3	1,5	1,6	7,7	7,4	7,3
Zona del euro	2,6	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	8,0	7,7	7,4

NOTAS: (*) Porcentaje de variación real.

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

(***) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

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

Otoño 2006

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
República Checa	6,0	5,1	4,7	2,5	2,7	2,9	7,4	7,1	6,9
Dinamarca	3,0	2,3	2,2	2,0	2,0	1,9	3,8	3,5	3,5
Estonia	10,9	9,5	8,4	4,4	4,2	4,6	5,4	3,8	3,1
Chipre	3,8	3,8	3,9	2,4	2,0	2,4	5,4	5,5	5,6
Letonia	11,0	8,9	8,0	6,7	5,8	5,4	7,4	7,2	7,0
Lituania	7,8	7,0	6,5	3,8	4,6	3,3	5,9	5,2	5,2
Hungría	4,0	2,4	2,7	3,9	6,8	3,9	7,3	7,7	7,7
Malta	2,3	2,1	2,2	3,0	2,6	2,4	7,0	7,0	6,9
Polonia	5,2	4,7	4,8	1,4	2,5	2,8	13,9	12,2	11,6
Eslovaquia	6,7	7,2	5,7	4,5	3,4	2,5	14,3	13,3	12,9
Suecia	4,0	3,3	3,1	1,5	1,6	1,8	7,3	7,4	7,1
Reino Unido	2,7	2,6	2,4	2,4	2,2	2,0	5,3	5,0	4,8
UE-25	2,8	2,4	2,4	2,3	2,3	2,0	8,0	7,6	7,3
<i>EEUU</i>	3,4	2,3	2,8	3,4	2,5	1,9	4,7	5,1	5,4
<i>Japón</i>	2,7	2,3	2,1	0,3	0,4	0,7	4,3	4,3	4,3

NOTAS: (*) Porcentaje de variación real.

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

(***) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

Preocupa que el crecimiento mundial sea menor de lo previsto, el precio del petróleo y la evolución inmobiliaria.

La zona del euro crece un 2,6% en el tercer trimestre, un ritmo que se mantendrá hasta final de año.

ría conducir a un patrón de crecimiento en el cual los dos principales motores serían la formación bruta de capital fijo y la contribución del sector exterior en 2007, para dar paso a un mayor protagonismo del consumo en 2008.

El escenario que se dibuja, favorable, presenta ciertos riesgos a juicio del ejecutivo comunitario, entre los cuales se puede destacar la posibilidad de una desaceleración mundial mayor de lo previsto (especialmente, el riesgo de un peor comportamiento de lo esperado en Estados Unidos), la ocurrencia de nuevos episodios de tensionamiento del precio del crudo y una hipotética corrección del mercado inmobiliario.

Otro elemento significativo de las previsiones de la Comisión Europea es el referido a la distribución del crecimiento por países. En línea con lo ocurrido en los últimos ejercicios, los estados con mayor dinamismo siguen siendo la mayoría de los países de la ampliación, junto con Grecia e Irlanda. No obstante, la principal

novedad es que se espera una mayor contribución de dos de las grandes economías de la eurozona, Alemania y Francia, en 2008. En términos generales, al avanzar el escenario las diferencias de crecimiento en el seno de la Unión tienden a reducirse en parte.

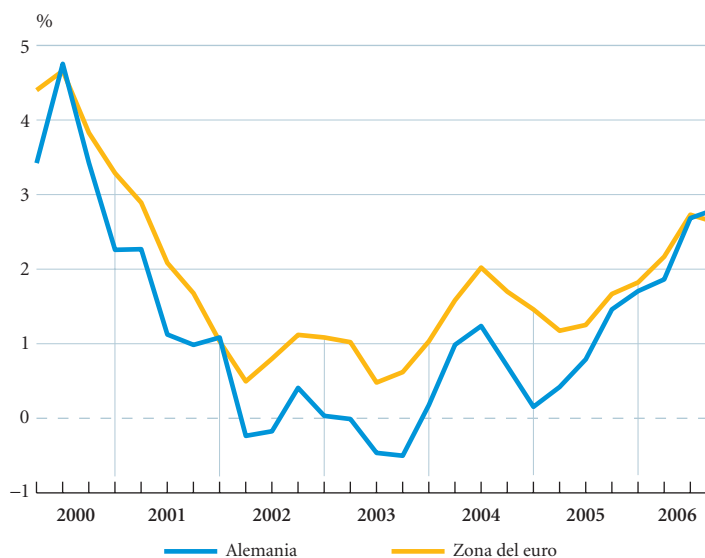
Finalmente, cabe destacar que la mejora de la actividad permitirá un ritmo de recaudación fiscal mayor de lo esperado, lo que facilitará una cierta corrección de los desequilibrios presupuestarios. En la eurozona se confía en pasar de un déficit público del 2,0% del PIB en 2006 al 1,3% en 2008, y en una senda similar discurrirá la UE en su conjunto.

Zona del euro: consolidando la expansión

La zona del euro creció un 2,6% interanual en el tercer trimestre, según estimación preliminar. Aunque ciertamente se trata de una cierta ralentización respecto al 2,7% del segundo trimestre, es un re-

ALEMANIA CRECE MÁS QUE LA EUROZONA POR PRIMERA VEZ EN CINCO AÑOS

Variación interanual del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat, Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

sultado esperado tras la fuerte aceleración del crecimiento en el primer semestre del año y que, de hecho, consolida la expansión económica. Una novedad significativa del tercer trimestre es que es la primera ocasión en que la economía germana crece más que la de la zona del euro desde 2001, indicativo de un mayor protagonismo germano en la expansión económica europea. El contrapunto negativo lo aporta Francia, que ha sufrido una inesperada ralentización en el tercer trimestre.

A partir de este punto, las previsiones apuntan a un final de año en un ritmo similar al del tercer trimestre, para después entrar en una fase de menor dinamismo al avanzar 2007. Aunque no se dispone todavía del detalle por componentes, los indicadores disponibles anticipan que la demanda interna habrá sido uno de los elementos clave en dicha consolidación cíclica.

Así lo indican, por ejemplo, el mejor tono relativo de las ventas al por menor en el tercer trimestre, una tendencia que podría tener su continuidad en el corto plazo según se desprende de la suave recuperación de la confianza del consumidor

hasta octubre. Otro componente de la demanda en buena línea es la inversión. Su indicador más significativo, la producción industrial de bienes de equipo, registró en septiembre un avance del 4,8% interanual, no excesivamente distinto del promedio del segundo trimestre.

Y si la demanda interna se va recuperando progresivamente, la demanda externa continúa capitalizando un entorno internacional favorable. En septiembre, las exportaciones se situaron en niveles un 9,5% superiores a los de hace un año. Esta evolución, junto a una moderada desaceleración de las importaciones, está permitiendo que la ampliación del déficit comercial (en saldo acumulado de doce meses) se mitigase en dicho mes de septiembre.

Los indicadores de oferta también confirman que la expansión se extiende a la mayoría de sectores. Junto al buen momento industrial –la suave desaceleración de la producción industrial en septiembre es fundamentalmente una corrección del resultado atípicamente fuerte de agosto– ahora se empieza a disponer de evidencia de un mejor tono de servicios y construc-

La demanda interna empieza a remontar el vuelo sin que el sector exterior abandone su papel fundamental.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005		2006					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB	1,7	1,5	1,7	1,8	2,2	2,7	–	2,6	–	–
Ventas al por menor	1,5	1,3	1,5	1,3	0,8	1,6	1,9	2,5	1,3	...
Confianza del consumidor (*)	–14	–14	–15	–13	–11	–10	–8	–9	–8	–8
Producción industrial	2,0	1,2	1,4	2,1	3,3	4,1	3,4	5,5	3,3	...
Sentimiento económico (*)	99,8	98,4	98,0	100,6	103,0	107,2	108,6	108,5	109,3	110,3
Tasa de paro (**)	8,9	8,6	8,6	8,5	8,1	7,8	7,8	7,8	7,8	...
Precios de consumo	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6
Balanza comercial (***)	80,4	43,6	36,6	24,9	6,2	–7,3	–18,1	–20,5	–19,8	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La energía facilita que la inflación se desacelere al 1,6%.

ción. En ambos casos, los indicadores de confianza respectivos apuntan a que la recuperación del segundo y tercer trimestres se mantiene en los inicios del cuarto.

La evolución en materia de precios también es satisfactoria. El IPC armonizado sigue beneficiándose de la evolución de la energía. Gracias a que dicho componente cayó, en términos interanuales, un 0,5%, el índice general se desaceleró en octubre

en una décima, del 1,7% de septiembre al 1,6%. A pesar de esta positiva evolución, las perspectivas para lo que resta del año son de cierto mayor tensionamiento, en parte debido a que el drenaje que está ejerciendo la energía se irá reduciendo en el tramo final del ejercicio. La tasa de paro, por su parte, se mantuvo en septiembre en el 7,8% de la población activa por quinto mes consecutivo.

¿Qué factores posibilitan la convergencia con la UE?

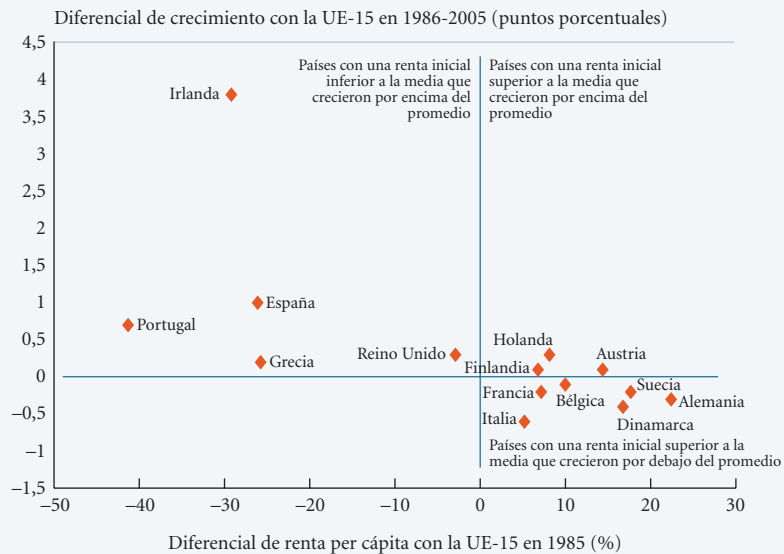
La gran esperanza de los países aspirantes a ingresar en la Unión Europea (UE) es la llamada convergencia real. El sueño que hoy comparten Bulgaria y Rumanía de recortar su diferencial de renta con los países de la UE era también el sueño de España y Portugal en 1985. ¿Es fundada esta esperanza? Este recuadro repasa los fundamentos teóricos que invitan al optimismo y analiza si realmente ha habido una tendencia a la convergencia en los últimos veinte años.

Una amplia gama de modelos teóricos de crecimiento económico predicen que la tasa de crecimiento de un país está inversamente relacionada con su nivel de renta. La causa fundamental para que los países pobres tiendan a crecer más rápidamente es la existencia de rendimientos decrecientes a la acumulación de capital. Es decir, el aumento de la producción resultante de una inversión en capital tiende a ser mayor cuanto menor es la cantidad de capital con el que ya cuenta la economía. Sin embargo, esta hipótesis no implica una convergencia a un mismo nivel de renta ya que los países pueden diferir en aspectos fundamentales que determinan el nivel de renta a largo plazo. La llamada convergencia condicional sólo postula que los países tenderán a crecer más rápido cuanto más alejados estén de su nivel de renta a largo plazo. ¿Y qué tiene que ver esto con la UE?

Este marco analítico sugiere que un país que ingresa en la UE puede incrementar su tasa de crecimiento a través de dos mecanismos: primero, la adhesión a la Unión puede favorecer una mejora en los aspectos fundamentales que determinan el nivel de renta a largo plazo. Entre estos factores se encuentran una mayor estabilidad política y macroeconómica, una mejora en el marco regulador y en el funcionamiento de la justicia, inversiones en infraestructuras y una apertura al comercio exterior. En segundo lugar, el libre flujo de capital y trabajadores dentro de la Unión podrá acelerar el ritmo de convergencia ya que el trabajo y el capital tenderán a moverse hacia aquellos países donde su remuneración es más alta (los países ricos para los trabajadores y los países menos ricos para el capital).

La experiencia de los últimos veinte años parece confirmar la existencia de convergencia real. Como se puede observar en el gráfico siguiente, los cinco países con una renta per cápita inferior a la de la UE-15 en 1985 (Portugal, Irlanda, España, Grecia y Reino Unido) experimentaron un crecimiento superior al promedio en los siguientes veinte años. Estadísticamente la correlación entre nivel de renta inicial y crecimiento es negativa y significativa (especialmente cuando se excluye a Luxemburgo, una economía que siendo relativamente rica ha experimentado un fuerte crecimiento gracias a la expansión del sector financiero).

LOS PAÍSES CON MENOR NIVEL DE RENTA EN 1985 CRECIERON POR ENCIMA DEL PROMEDIO EN 1986-2005

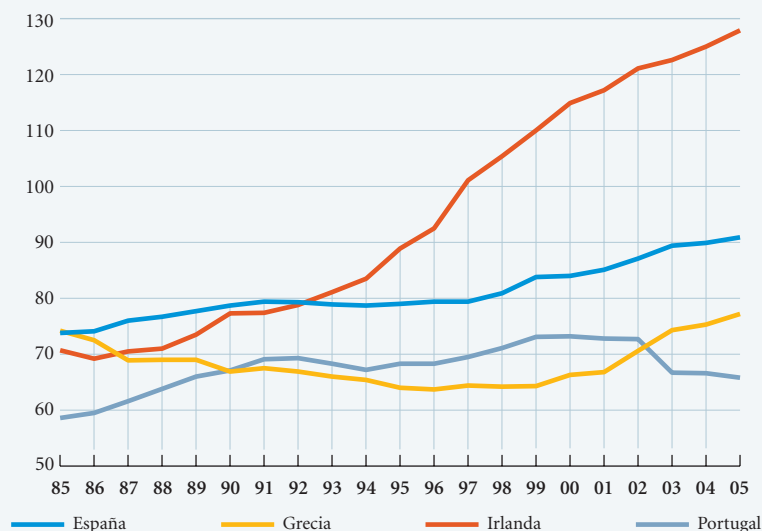


FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

Aun así, con la excepción del caso de Irlanda, el ritmo de convergencia ha sido lento. España, por ejemplo, tardó diecisiete años en reducir a la mitad su diferencial de renta con la UE-15, algo que Portugal y Grecia todavía no han conseguido. Después de un inicio prometedor, Portugal ha experimentado un estancamiento de su nivel re-

EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA EN LOS CUATRO PAÍSES MÁS POBRES DE LA UNIÓN EN 1985

En porcentaje del PIB per cápita en la UE-15



FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

lativo de renta desde inicios de los noventa. Irlanda, en cambio, con unas tasas de crecimiento espectaculares desde inicios de 1990 se ha convertido en el país más rico de la UE-15 por detrás de Luxemburgo. Según varios observadores, el milagro del «Tigre Celta» se fundamentó en un buen aprovechamiento de las transferencias de la UE, una serie de reformas en los mercados de trabajo y productos consensuadas entre los agentes sociales y una consolidación fiscal compatible con una reducción impositiva para trabajadores y empresas. Todo ello son reformas pendientes en nuestro país vecino.

La convergencia de España se ha acelerado desde finales de los noventa hasta situar el PIB per cápita en un 91% del nivel de la UE-15. El espectacular aumento de la tasa de empleo, de un 50% a un 65% de la población en edad de trabajar en los últimos diez años, ha sido clave para reducir el diferencial de renta. Y todavía queda margen para aumentar la tasa de empleo. La mala noticia es que la productividad del trabajo no sólo no ha contribuido a la convergencia sino que ha tenido una aportación negativa. En parte, esto es una consecuencia del rápido crecimiento del empleo, que ha supuesto la incorporación al mercado de trabajo de personas con menor formación y, dados los costes de ajuste en el stock de capital, un lento progreso en la acumulación de capital por trabajador. Pero también es sintomático de problemas más fundamentales relacionados con la calidad de nuestra educación, la falta de inversión en investigación y desarrollo y rigideces en mercados de productos y trabajo que limitan la capacidad de innovación en nuestra economía.

Las lecciones para los nuevos miembros de la Unión están claras. Formar parte del club no es una panacea y los países continúan teniendo un amplio margen para acertar o errar en las políticas que afectan al crecimiento. Bienvenidos y escojan con cuidado.

DIFERENCIAL DE RENTA ENTRE ESPAÑA Y LA UE-15

Puntos porcentuales

	1985	2005
Diferencial en PIB per cápita a precios corrientes	44,2	21,1
Diferencial en PIB per cápita ajustado por poder de compra	26,2	9,1
<i>Contribuciones de:</i>		
Diferencias en población en edad de trabajar	3,1	-3,0
Diferencias en la tasa de empleo	23,2	3,8
Diferencias en producto por trabajador	-0,1	8,3

NOTA: Para la descomposición del diferencial de renta se utiliza la identidad:

$$\frac{PIB}{persona} = \frac{Población\ en\ edad\ de\ trabajar}{Población\ total} \times \frac{Empleo\ total}{Población\ en\ edad\ de\ trabajar} \times \frac{PIB}{Empleo\ total}$$

FUENTE: Comisión Europea y elaboración propia.

Alemania crece un 2,8% en el tercer trimestre gracias al sector exterior y a la remontada del consumo...

Alemania: la locomotora europea ha vuelto

Alemania creció en el tercer trimestre un 2,8% interanual, en leve aceleración respecto al 2,7% del segundo trimestre. Se trata del mejor crecimiento desde 2000.

El mayor dinamismo alemán se debió exclusivamente al aumento de la contribución positiva del sector exterior, que aportó 0,7 puntos porcentuales a la variación del PIB (0,6 puntos porcentuales en el trimestre precedente).

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005			2006		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,8	1,1	1,7	1,9	2,7	2,8	–	...
Ventas al por menor	2,1	1,3	0,2	0,7	0,4	–0,1	...	...
Producción industrial	2,4	2,9	4,7	4,6	5,8	6,5	...	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,4	95,5	98,7	103,6	106,1	105,2	105,3	106,8
Tasa de paro (**)	10,6	11,7	11,4	11,3	11,0	10,6	10,4	...
Precios de consumo	1,6	2,0	2,2	2,1	1,9	1,6	1,1	...
Balanza comercial (***)	149	157,3	160,4	157,5	154,1	150,8	...	...

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.

En cambio, la demanda interna mantuvo invariado su crecimiento en el 2,1% interanual debido a que la expansión del consumo privado y público se vió compensada por la desaceleración de la inversión. El mayor impulso del consumo privado se debió al hecho de que las familias germanas están avanzando decisiones de gasto por la inminente subida del impuesto sobre el valor añadido en enero de 2007. Este proceso se extenderá al cuarto trimestre, lo que garantiza un final de año positivo en materia de crecimiento en Alemania.

Esta expansión sigue su curso a caballo del final del tercer trimestre e inicios del cuarto. Desde la perspectiva de la demanda, el indicador más relevante en el momento actual a efectos de calibrar la intensidad del pulso germano es seguramente la confianza del consumidor. Significativamente, el deterioro anotado en octubre materializa la principal paradoja de la economía alemana: mientras que la situación actual se percibe como progresivamente mejor, los consumidores vislumbran una situación futura menos satisfactoria. Reflejo, en definitiva, de la incertidumbre

que genera el aumento fiscal de principios de 2007.

La situación se repite en el lado de la oferta. Así, a pesar de que el indicador IFO de actividad empresarial se mantiene en niveles elevados (106,8 puntos en noviembre), los empresarios encuestados perciben una coyuntura actual notablemente mejor que la que esperan en el futuro, debido a preocupaciones como el mencionado ajuste fiscal o el impacto de la apreciación esperada del euro en las exportaciones. En definitiva, el momento actual es positivo. Indicadores no cualitativos como la producción industrial, que creció un expansivo 6,3% interanual en septiembre, o la inflación, en el 1,1% interanual en octubre así lo indican. Pero el futuro se percibe con inquietud.

En cualquier caso, la recuperación está permitiendo mitigar alguno de los desequilibrios más acuciantes de la economía germana. Así, el aumento de la recaudación fiscal está facilitando la reducción del déficit público. Se trata de corregir una situación que el ministro de finanzas Peer Steinbrück calificó de «haber vivido

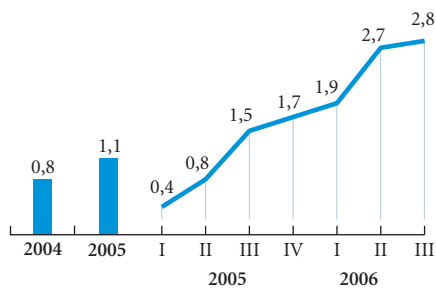
...una expansión que se prolonga al cuarto trimestre del año.

La expansión permite poner en cintura al déficit público.

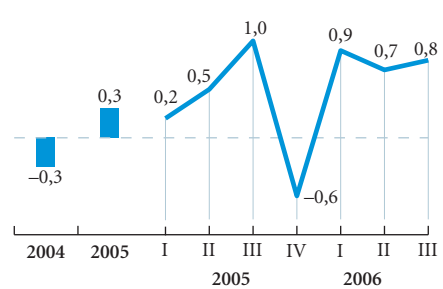
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ALEMANIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

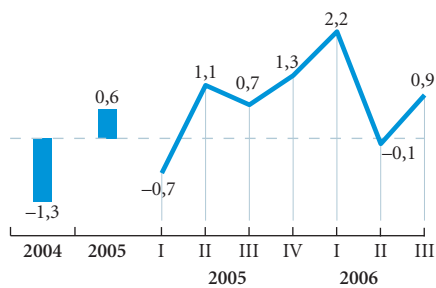
PIB



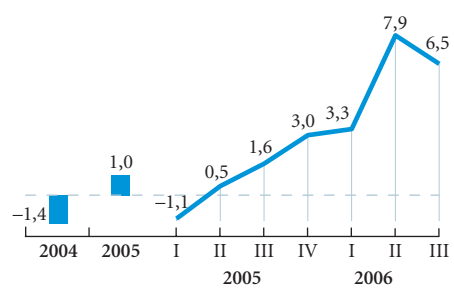
Consumo privado



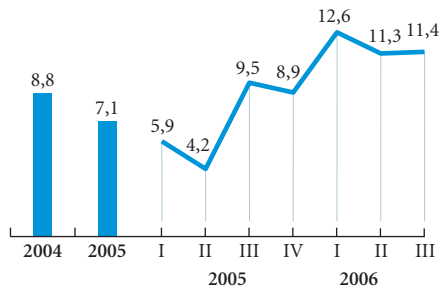
Consumo público



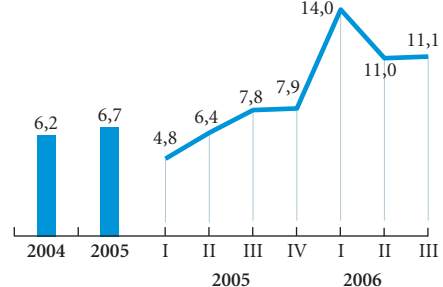
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

El crecimiento galo en el tercer trimestre, de sólo el 1,8%, decepciona y ensombrece las perspectivas inmediatas.

por encima de nuestras posibilidades». Las cifras avanzadas por el ministro son coherentes con las últimas estimaciones que maneja la Comisión Europea y que podrían permitir que el déficit público en 2006 fuese de sólo el 2,3% del PIB, ocho décimas menos de lo previsto en la primavera pasada. En 2005 el déficit público fue del 3,2%. Otro de los desequilibrios que paulatinamente se van cerrando es el paro: en lo que se lleva de año la tasa de paro ha caído un punto porcen-

tual, del 11,4% de enero al 10,4% de octubre.

Francia: pinchazo en el tercer trimestre

El PIB francés arrojó un decepcionante crecimiento nulo en el tercer trimestre respecto a los tres meses anteriores. Un resultado inesperado que ha sorprendido al propio equipo del ministro de econo-

mía, Thierry Breton, que califica este registro de «accidente estadístico». Desgraciadamente, la composición del cuadro macroeconómico del tercer trimestre no permite despachar el problema con tan débil argumento. Así, la pérdida de ritmo en todos los componentes de la demanda apunta a que la tónica de los próximos trimestres no será excesivamente positiva.

En tasa interanual, el crecimiento francés fue del 1,8%, ocho décimas menor que en el segundo trimestre. El componente de la demanda interna que cedió en mayor medida fue la formación bruta de capital fijo, que creció un 3,2% interanual frente al 4,5% anterior. Levemente inferior fue la desaceleración del consumo privado y público, dos componentes que retrocedieron, respectivamente, tres y cuatro décimas porcentuales respecto a las tasas de variación interanual del segundo trimestre. Por su parte, el drenaje a la variación del PIB del sector exterior alcanzó el punto porcentual, superior al freno del 0,6% del segundo trimestre.

Los indicadores mensuales publicados apenas compensan la percepción de súbito empeoramiento cíclico. Por el lado de la demanda, el elemento más destacable es la modesta mejora de la confianza del

consumidor, que en octubre ascendía hasta el nivel de los ocho puntos negativos (nueve puntos negativos en septiembre). También desde la perspectiva de la demanda, el dato de exportaciones es positivo, ya que crece un 7% interanual en septiembre, permitiendo estabilizar el déficit comercial acumulado de doce meses en los 2.400 millones de euros.

Estos modestos resultados quedan ensombrecidos por el mal dato, desde el lado de la oferta, de la producción industrial, que se situó en septiembre en niveles un 0,7% inferiores a los de un año antes. El principal responsable de este deterioro del sector secundario es la producción industrial de automóviles, que acumula una caída del 7,5% en lo que va de año.

Por lo que se refiere al frente de los precios, la tendencia a la estabilidad exhibida en los últimos meses se mantiene. Así, el IPC apenas crece un 1,1% interanual en octubre, similar al 1,2% de septiembre, mientras que el núcleo subyacente, que descuenta las partidas más volátiles, aumenta sólo un 1,2% respecto a un año antes. La tasa de paro también mejora ligeramente, cayendo dos décimas porcentuales en octubre y situándose en el 8,8% de la población activa.

Preocupan los indicadores de la actividad industrial, lastrada por la debacle de la producción de automóviles.

Mejora la inflación y se reduce la tasa de paro.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Italia consolida paulatinamente una cierta expansión, creciendo un 1,7% en el tercer trimestre.

La industria capitaliza la recuperación, ofreciendo los mejores resultados desde 2000.

El consumo privado puede estar empezando a cambiar de tercio, tras varios trimestres deprimido.

El crecimiento británico alcanza el 2,7% en el tercer trimestre gracias a la potencia del consumo...

Italia: la industria capitanea la mejora

Italia está entrando progresivamente en una etapa de cierta expansión económica. Aunque ciertamente las cifras se comparan con un 2005 muy pobre, que los propios italianos han bautizado como «annus horribilis», la estimación preliminar del tercer trimestre ha arrojado un crecimiento del 1,7% interanual. Esta cifra se ha visto acompañada de la revisión al alza del crecimiento en el primer semestre, que ahora se calcula en el 1,7% interanual. Cabe recordar que en 2005 el avance del PIB fue del 0,1%.

El principal beneficiario es la industria que, tras caer en términos de producción en todos y cada uno de los ejercicios de 2001 a 2005, este año está remontando el vuelo. Así, en septiembre, la producción industrial se situó en niveles un 1,8% superiores a los de hace un año. El mejor comportamiento de las exportaciones explica en parte este revivir del sector secundario.

Otro frente que tiende a mejorar es el del consumo privado. Hasta septiembre, las ventas al por menor crecían un 1,8% interanual, corroborando las expectativas positivas que había generado la recupera-

ción de la confianza del consumidor en los últimos meses. El mejor pulso de la demanda interna no ha comportado, hasta la fecha, un repunte de las tensiones inflacionistas, toda vez que el IPC se situaba en octubre en el 1,8% interanual, tres décimas por debajo de la cifra de septiembre.

Reino Unido: la inflación preocupa

El crecimiento del tercer trimestre, del 2,7% interanual (2,6% en el segundo trimestre), reafirma que la etapa de bonanza económica que Reino Unido disfruta se prolonga. En particular, el buen comportamiento del consumo privado (crecimiento del 2,4% interanual, 2,3% en el trimestre precedente) y del consumo público (pasa del 2,1% del segundo trimestre al 2,5% actual) provee de un fondo de resistencia que no expirará más que de forma paulatina en 2007. El tirón del consumo, junto con la menor aportación negativa del sector exterior, han permitido más que compensar la desaceleración de la inversión.

Este buen resultado se ha visto acompañado de la publicación de otros indicadores que reiteran la imagen de actividad sostenida, especialmente por el lado de la demanda. Las ventas al por menor crecie-

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005				2006			
			IV	I	II	III	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB	0,9	0,1	0,5	1,7	1,7	1,7	-	1,7	-	-
Ventas al por menor	-0,4	0,4	1,9	0,5	1,9	1,6	1,1	2,0	1,8	...
Producción industrial	-0,5	-0,9	0,4	2,7	1,7	1,4	1,1	1,4	1,8	...
Tasa de paro (*)	8,0	7,7	7,5	7,3	7,0	...	-	...	-	-
Precios de consumo	2,2	1,9	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	1,8
Balanza comercial (**)	-1,2	-9,4	-8,5	-12,9	-16,5	-21,3	-20,6	-21,4	-21,9	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

ron un 4,0% en octubre, prolongando el excelente registro del promedio del tercer trimestre (3,7%). La confianza del consumidor recupera en ese mismo mes de octubre los niveles positivos de inicios de 2006, mejorando más de tres puntos respecto a septiembre.

Fruto de este dinamismo, la tasa de paro se mantiene en el 3,0% entre marzo y octubre. Menos complaciente es la evolución de la industria, que apenas mejora. El crecimiento mínimo de la producción industrial en septiembre (0,4% interanual) es una recuperación demasiado

modesta respecto a los deprimidos niveles del primer semestre. Con todo, el principal reto actual de la economía británica es conseguir una progresiva reconducción de la situación de inflación relativamente alta sin afectar en demasía a la actividad. El mantenimiento de la inflación en el 3,2% interanual en septiembre y octubre, en fuerte contraste con la desaceleración acaecida en la mayoría de economías europeas, y las previsiones de tensiones inflacionistas en el horizonte explican la decisión reciente del Banco de Inglaterra de situar su tipo de intervención en el 5%.

...que se mantiene en los inicios del cuarto trimestre.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2006							
			IV	I	II	III	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB	3,3	1,9	1,9	2,3	2,6	2,7	–	2,7	–	–
Ventas al por menor	6,0	1,9	2,5	1,7	3,4	3,7	3,9	4,3	3,0	4,0
Producción industrial	0,8	–1,8	–2,6	–1,0	–0,7	0,2	–0,6	0,6	0,4	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Precios de consumo	2,2	2,2	2,3	2,2	2,8	3,2	3,1	3,3	3,2	3,2
Balanza comercial (**)	–56,1	–64,6	–67,3	–72,1	–76,0	–79,6	–79,1	–79,5	–80,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de libras esterlinas.

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

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Baja la inflación, pero los bancos centrales no se fían

El descenso del precio del petróleo desde el récord histórico alcanzado en agosto ha propiciado una moderación de la inflación en la mayoría de los países en los últimos meses. No obstante, aunque las distintas zonas geográficas están en diferentes fases del ciclo económico, en una cosa coinciden los principales banqueros centrales: en que no hay que bajar la guardia frente a la inflación.

En Estados Unidos, los indicadores macroeconómicos que han ido apareciendo en las últimas semanas han ofrecido contrastes en cuanto a la inflación y al creci-

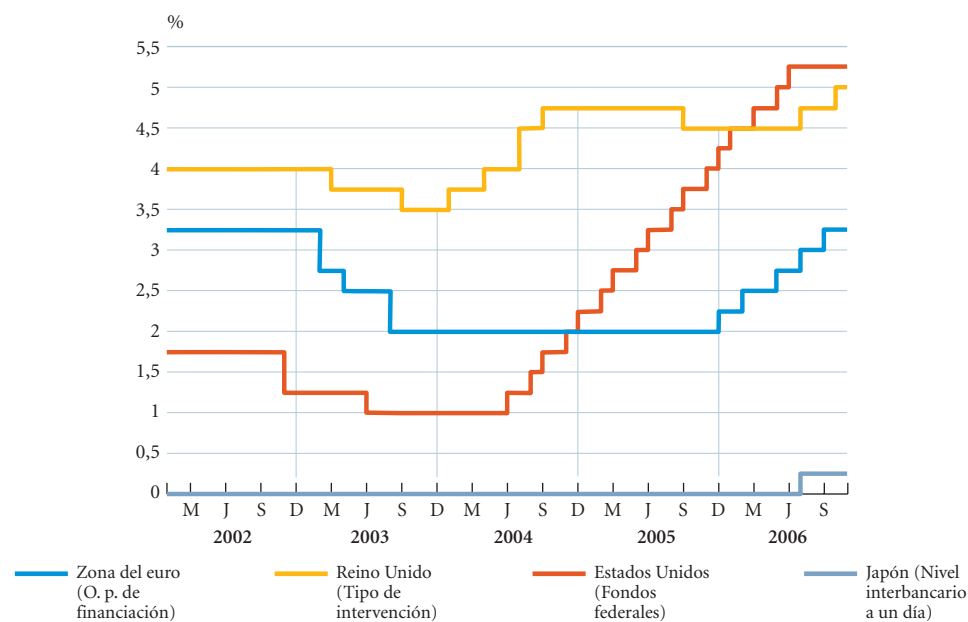
miento. De esta manera, la Reserva Federal continúa debatiéndose entre la necesidad de estar alerta frente a posibles riesgos inflacionistas y la conveniencia de dar apoyo a la actividad económica para evitar un brusco frenazo vía mercado inmobiliario. En conjunto, no obstante, parece que por el momento el escenario deriva hacia una senda de desaceleración económica relativamente suave.

En este marco, la Fed mantiene una postura de cautela, como atestiguan las actas de la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto. Así, lo más probable es que en la próxima cita del 12 de diciembre la Fed deje el tipo de interés ofi-

Perspectivas de mantenimiento del tipo oficial de la Fed en los próximos meses.

EL BANCO DE INGLATERRA ELEVA SU TIPO DE INTERÉS OFICIAL

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

cial en el 5,25% por cuarta vez consecutiva y que tampoco varíe esta posición en los primeros meses de 2007, antes de proceder a algún recorte.

El Banco Central Europeo (BCE) no modificó sus tipos de interés de referencia en la reunión de primeros de noviembre, tal como se esperaba. Sin embargo, el presidente Jean-Claude Trichet apuntó a una nueva elevación en la próxima reunión del 7 de diciembre, lo que situaría el tipo de interés del Eurosistema en el 3,50%. Su análisis se basaba en que en una coyuntura de recuperación económica y con unos agregados monetarios disparados, lo correcto era ir aproximando el tipo de interés oficial al nivel neutral. A lo lar-

go de noviembre, diversos dirigentes del BCE expresaron su preocupación por la inflación, a pesar de su caída hasta el 1,6% en octubre.

El mismo Trichet enfatizó la importancia del seguimiento de los agregados monetarios como indicadores de las tendencias futuras del nivel de los precios. Dado que el agregado monetario amplio M3 estaba expandiéndose a un ritmo anual del 8,5% en septiembre frente a la referencia del 4,5%, no es descabellado predecir que los tipos de interés del BCE van a seguir subiendo en 2007.

El Banco de Inglaterra no defraudó en su reunión del 9 de noviembre y procedió a

El Banco Central Europeo se apresta a subir tipos el 7 de diciembre.

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) Tres meses	Un año	Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	
2005									
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	2,76	2,99	3,40	5,03	5,38	0,31	4,50	4,73	1,48
Julio	2,80	3,10	3,54	5,25	5,50	0,40	4,50	4,73	1,53
Agosto	2,98	3,23	3,62	5,25	5,42	0,44	4,73	4,94	1,61
Septiembre	3,03	3,34	3,72	5,25	5,38	0,44	4,75	5,03	1,74
Octubre (*)	3,23	3,50	3,80	5,25	5,37	0,44	4,75	5,13	1,85
Noviembre (1)	3,30	3,63	3,85	5,25	5,37	0,49	5,00	5,24	1,94

NOTAS: (*) Cifras provisionales.

(1) Día 28.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 5-6-03 (2,00%), 1-12-05 (2,25%), 2-3-06 (2,50%), 8-6-06 (2,75%), 3-8-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%).

(3) Últimas fechas de variación: 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%), 29-6-06 (5,25%).

(4) Últimas fechas de variación: 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%), 3-8-06 (4,75%), 9-11-06 (5,00%).

(5) Tipo de interés interbancario de oferta.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

El Banco de Japón también elevará pronto su tipo de interés de referencia.

otra subida del tipo de interés con que remunerara los activos de caja bancarios en 25 puntos básicos, llevándolo hasta el 5,00%, la cota más alta de los últimos cinco años. La decisión de la autoridad económica británica fue debida a que el relanzamiento económico en curso ponía en peligro la estabilidad de los precios a medio plazo. Sin embargo, más tarde, presentó unas proyecciones para la inflación que la situaban en línea con el objetivo a medio plazo, lo que limita el alcance de posibles nuevos aumentos de los tipos de interés.

Las autoridades monetarias de India, Noruega y Australia restringen sus políticas.

El gobernador del Banco de Japón, Toshihiko Fukui, manifestó que el banco central nipón adoptará una postura preventiva para hacer frente a los riesgos inflacionistas. Por tanto, se espera otro aumento del nivel objetivo del tipo diario interbancario a un día, lo que lo colocaría en el 0,50%.

La desaceleración económica en Estados Unidos añade presión bajista al dólar.

Por otra parte, otros bancos centrales apretaron el freno de la política monetaria restrictiva en las últimas semanas, contribuyendo a reducir una liquidez global todavía abundante. Así, el día 31 de octubre el Banco de India subió uno de sus tipos

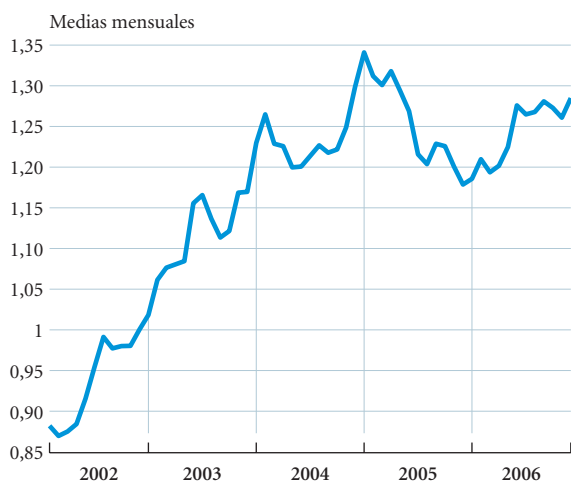
de interés de referencia, el de recompra, en 25 puntos básicos hasta el 7,25%. El día siguiente, el Banco de Noruega aumentó el tipo de interés de sus depósitos en un cuarto de punto hasta el 3,25% para mantener controladas las expectativas inflacionistas y para apoyar a la corona de este país nórdico. Una semana más tarde, el Banco de Australia también incrementó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta situarlo en el 6,25%.

El euro recupera vigor

En las últimas semanas, el dólar ha estado sometido a una cierta presión bajista a causa de la moderación de las expectativas sobre los tipos de interés de la Reserva Federal y al regresar el debate sobre el impacto de la diversificación de las reservas de divisas de los bancos centrales. En esta ocasión fueron unos comentarios del gobernador del Banco de China sobre un plan para diversificar sus reservas, las mayores del mundo, lo que debilitó a la moneda norteamericana, aunque, de hecho, no constituían una novedad. No obstante, el

EL EURO MARCA EL MÁXIMO DE LOS ÚLTIMOS VEINTE MESES RESPECTO AL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 28 de noviembre.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Octubre 2006

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 28-11-06
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2005	Anual	
Frente al dólar de EEUU							
Yen japonés	116,9	-1,0	118,6	1,2	0,2	3,3	116,2
Libra esterlina (1)	1,908	1,9	1,876	-0,5	7,5	6,3	1,952
Franco suizo	1,244	-0,5	1,260	1,3	-3,5	-2,1	1,203
Dólar canadiense	1,123	0,4	1,128	1,1	-2,9	-4,2	1,131
Peso mexicano	10,77	-1,9	10,89	-0,8	2,5	0,6	11,03
Índice efectivo nominal (4)	107,4	-0,7	108,4	0,3	-3,0	-2,9	106,8
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,270	0,3	1,261	-0,9	6,4	5,0	1,315
Yen japonés	149,6	0,2	149,7	0,4	6,5	8,4	153,0
Franco suizo	1,589	0,0	1,590	0,4	2,7	2,6	1,587
Libra esterlina	0,669	-1,4	0,673	-0,4	-1,0	-1,3	0,676
Corona sueca	9,212	-0,7	9,253	-0,1	-1,9	-1,8	9,068
Corona danesa (3)	7,454	-0,1	7,456	-0,1	0,0	-0,1	7,455
Zloty polaco	3,873	-2,5	3,901	-1,6	1,3	-0,5	3,837
Corona checa	28,22	-0,4	28,29	-0,3	-2,3	-4,7	28,06
Forint húngaro	260,2	-4,7	267,1	-2,7	5,7	6,1	258,6
Índice efectivo nominal (5)	103,6	-0,5	103,6	-0,5	2,9	2,2	105,4

NOTAS: (1) Unidades por libra esterlina.

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

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

(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: 1-1999 = 100.

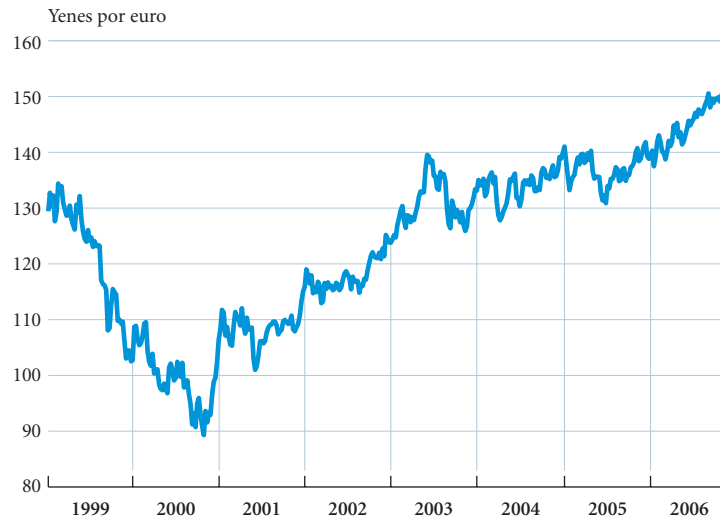
FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

billete verde ha soportado bastante bien la tensión apoyado en un diferencial de tipos de interés a su favor frente a las principales divisas y en unos datos del déficit comercial de septiembre mejores de lo esperado. Con todo, en la última semana de noviembre, el dólar se situaba alrededor del 5% por debajo del nivel inicial del año respecto a un amplio conjunto de monedas.

En noviembre, el euro ha tendido a fortalecerse al afirmarse la perspectiva de una nueva alza del tipo de interés del Eurosistema a primeros de diciembre y de otras posibles en 2007. De este modo, la mone-

da única europea recuperó terreno frente al dólar y llegó a cotizarse a más de 1,31 dólares en la última semana del mes, marcando el máximo de los últimos veinte meses. Asimismo, en la tercera semana del mes marcó la mayor cotización contra el franco suizo, en 1,60 francos, desde marzo del año 2000. Igualmente, la divisa europea anotó un récord histórico contra el yen japonés al pagarse a 153,0 yenes hacia el final del mes. Con relación a una amplia cesta de monedas de sus principales socios comerciales, el euro presentaba una subida de cerca del 5% sobre el final de diciembre de 2005.

EL EURO REGISTRA UN MÁXIMO HISTÓRICO CONTRA EL YEN EN NOVIEMBRE



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 23 de noviembre.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

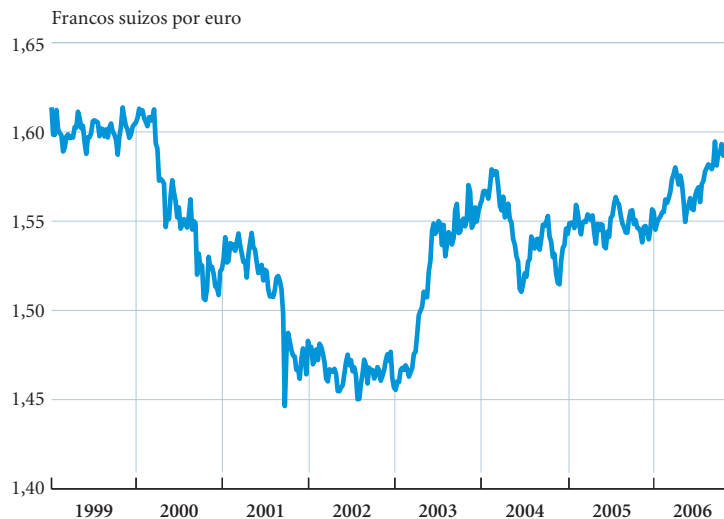
La libra esterlina anota la mayor cotización frente al dólar desde 1992.

Al otro lado del canal de La Mancha la libra esterlina se elevó con la subida del tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra el día 9 de noviembre. En la última semana del mes llegó a 1,952 dólares, la cota máxima desde septiembre de 1992; y en relación con un extenso grupo de divisas en la última semana del mes mostraba un aumento del 6% en el transcurso del ejercicio.

La otra gran divisa de reserva, el yen japonés, sigue deprimida, permaneciendo cerca de niveles mínimos e infravalorada. El amplio diferencial de tipos de interés en su contra la ha seguido presionando en noviembre. Así, frente al euro se había depreciado un 9% desde el principio de 2005.

El yen sigue infravalorado.

EL FRANCO SUIZO SE REPLIEGA FRENTE AL EURO



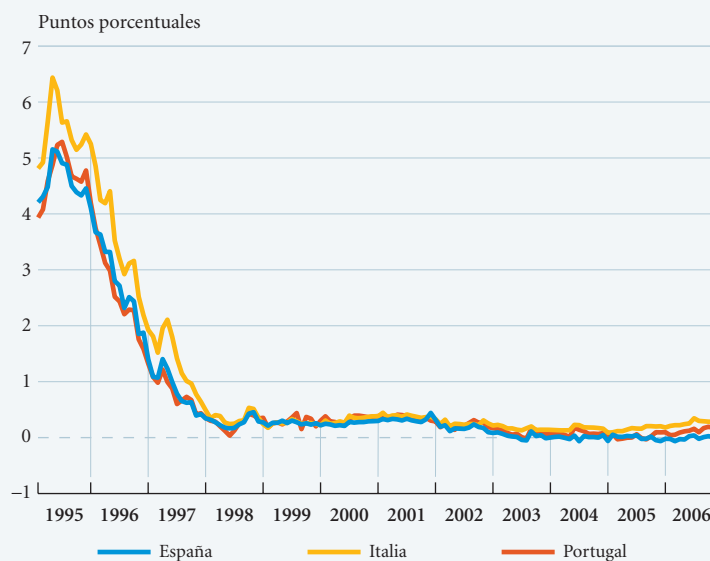
NOTA: Los datos alcanzan hasta el 24 de noviembre.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

El euro, el «Club Med» y la estabilidad macroeconómica prometida

La adopción de la moneda única exigía conseguir previamente la estabilidad macroeconómica, en el caso de aquellos países con un historial poco aceptable en ese frente, como España, Portugal o Italia. Estados con monedas débiles, frecuentes devaluaciones competitivas, bancos centrales con escasa autonomía y bajo prestigio antiinflacionista y una gestión de sus finanzas públicas que tendía a exacerbar más que a mitigar los desequilibrios recurrentes de sus economías. El proceso hacia el euro, en tanto que culminación de la Unión Económica y Monetaria (UEM), exigía a los estados que pretendían integrarse en él y abandonar sus monedas nacionales realizar un notable esfuerzo de equilibrio presupuestario, controlar las presiones inflacionistas, registrar un nivel de tipos de interés relativamente cercanos entre sí, ofrecer una cierta estabilidad cambiaria y blindar la autonomía de sus bancos centrales. Se trataba, en definitiva, de asegurar un grado de convergencia nominal suficiente que limitase los efectos perniciosos de ciertas prácticas nacionales sobre la estabilidad de la futura moneda única.

ESPAÑA, ITALIA Y PORTUGAL ENTRAN EN EL CLUB DE LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Diferencial del tipo de interés a 10 años nacional respecto al alemán



FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

Once estados, en un primer momento, más Grecia, posteriormente, superaron este reto. Entre ellos, los tres citados anteriormente debían ser los grandes beneficiados por la nueva cultura de estabilidad macroeconómica, precisamente por carecer de ella. En última instancia, dicha cultura de rigor macroeconómico debía redundar en un mayor crecimiento futuro. Sin embargo, sólo la economía española parece haber capitalizado este cambio, mientras que el comportamiento de Portugal e Italia ha sido, cuando menos, decepcionante. ¿Por qué?

Empecemos con Portugal. Las perspectivas de integración en la UEM, fruto del esfuerzo de convergencia nominal, condujeron a un descenso significativo de los tipos de interés a largo plazo (de 11,6% en 1995 al 4,1% en 1999, en términos nominales, senda que ha proseguido al situarse en el 3,7% en 2005). El efecto de este proceso fue rápido: entre 1995 y 2001, la economía creció a un ritmo medio anual del 3,8%, fruto de un auge notable del

consumo derivado en gran medida de un *boom* de crédito. La desaparición de la restricción exterior llevó a que desequilibrios internos como el crecimiento de los salarios por encima de la productividad, con el consiguiente deterioro de competitividad exterior, no tuvieran la compensación de una devaluación. El alcance del deterioro de competitividad lo demuestra el hecho de que los costes laborales unitarios nominales –salario por unidad de producto– se situasen en 2001 en niveles un 25% superiores a los de 1995. En abierto contraste, la zona del euro ofrecía un incremento del 7% en idéntico periodo.

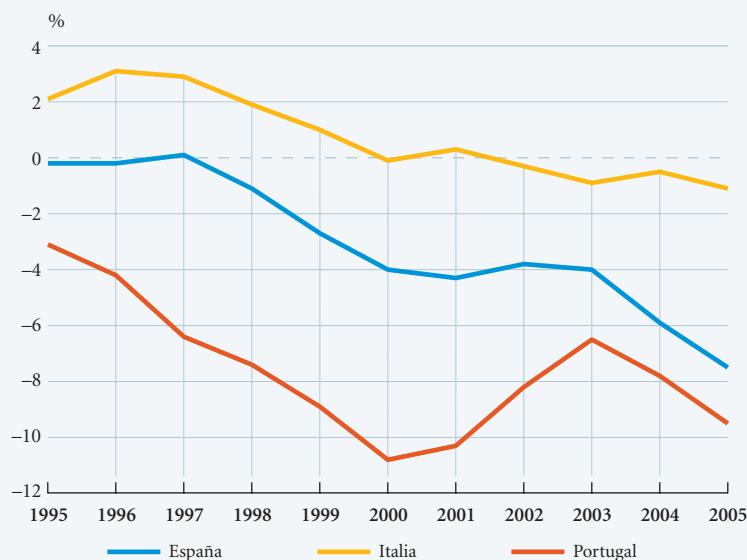
A partir de 2002 la economía de Portugal se para. El crecimiento medio anual entre 2002-2005 es de sólo el 0,3% debido a que la progresiva recuperación del ahorro privado deprime el consumo de las familias. Ello no impide que los desequilibrios anteriores tiendan a hacerse crónicos. Los salarios siguen creciendo por encima de la productividad y el déficit por cuenta corriente se mantiene en niveles elevados (9,5% del PIB en 2005). Además, otros desequilibrios emergen, siendo el más amenazante el déficit público, que alcanza el 6,0% del PIB en 2005.

El caso italiano es distinto. El déficit por cuenta corriente era apenas del 1,1% del PIB en 2005 y la tasa de paro se ha reducido en 3,5 puntos porcentuales en la última década. Pero el gran desequilibrio es el déficit público, muy ligado a la atonía y la falta de dinamismo económico. En la última década, el crecimiento ha sido sólo del 1,4%. Es el resultado, en gran medida, de una economía que pierde competitividad a marchas forzadas, ya que los costes laborales unitarios nominales crecen 27 puntos entre 1995 y 2005, cifra superior a la zona del euro en 14 puntos porcentuales.

España, por el contrario, ha escapado hasta la fecha del triste destino luso e italiano. Como es conocido, el crecimiento español en la última década –y especialmente en el periodo de 1997-2005 cuando la economía crece un 3,8% en media anual– ha sido notable, permitiendo reducir uno de los problemas tradicionales, el elevado nivel de paro. Pero también cabe recordar que en la fase final del actual ciclo la inflación ha vuelto a repuntar; los sa-

ESPAÑA Y PORTUGAL SE APROVECHAN DE ESTAR EN EL EURO PARA EVITAR LA RESTRICCIÓN EXTERIOR

Saldo de la balanza por cuenta corriente en porcentaje del PIB



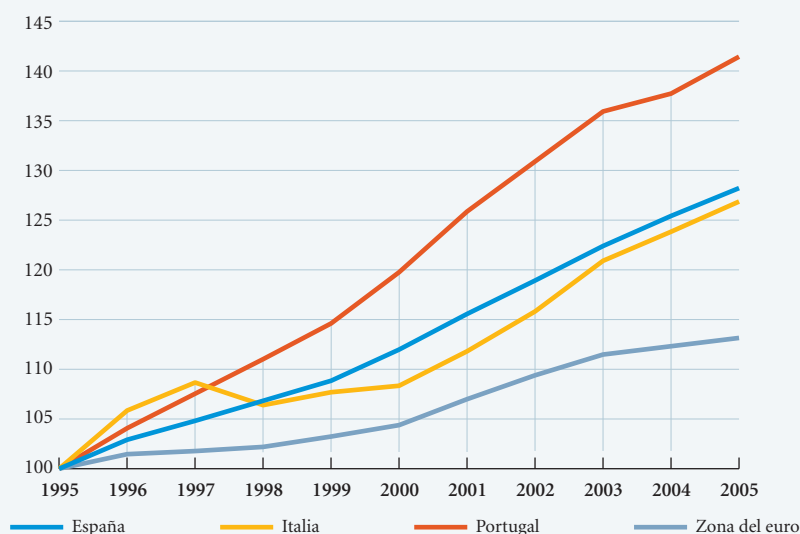
FUENTE: Comisión Europea.

larios nominales, aunque crecen con moderación, superan la media europea y, finalmente, el desequilibrio por cuenta corriente se ha disparado, fruto de un esfuerzo inversor muy orientado a la construcción.

¿Qué ha fallado en Portugal e Italia? ¿Si se han beneficiado del nuevo entorno de estabilidad, por qué no han sido capaces de aprovecharlo? No es fácil determinar inequívocamente un único responsable, pero del somero examen anterior sí se pueden descartar algunos sospechosos habituales. En ninguno de los tres países la evolución de la productividad ayuda a mejorar la competitividad exterior. Tampoco es que el historial inflacionista español sea envidiable, comparado con el italiano o el luso. Hechas estas constataciones, ya sólo cabe colegir que una diferencia notable es la del rigor presupuestario. A partir del advenimiento del euro, el proceso de convergencia nominal se invierte en el ámbito clave de las finanzas públicas en Portugal e Italia pero no en España.

TRES PAÍSES CON PROBLEMAS DE COMPETITIVIDAD EXTERIOR

Índice de costes laborales unitarios nominales (1995 = 100)



FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

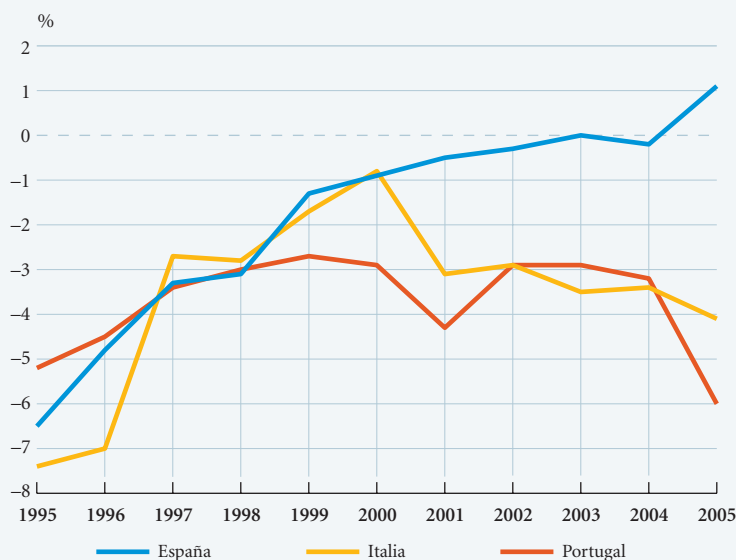
Concretamente, el déficit público portugués más que duplica el existente en 1998, a las puertas de la UEM. Italia, por su parte, registra en 2005 un nivel de déficit superior, del 4,1% del PIB, frente al 2,8% de 1998. España, por el contrario, ha sorprendido a propios y extraños sumando cinco ejercicios consecutivos con la corrección de las finanzas públicas, alcanzando un superávit presupuestario en 2005. ¿Es relevante este factor diferencial? ¿Cuál es el papel del rigor presupuestario en el mejor rendimiento económico español?

Desde un punto de vista teórico, es comúnmente aceptada la premisa de que una senda insostenible de déficit público tenderá a reducir en el futuro el crecimiento económico esperado debido a que se drenan recursos que se destinarían en ausencia de desequilibrio presupuestario a la inversión. De todas formas, en la zona del euro, el ahorro nacional ya no es el límite a la capacidad de inversión del país. Lo que ocurre cuando países que como Italia y Portugal no controlan su déficit es que los recursos procedentes del resto de la eurozona no los aprovecha el sector privado, algo que sí sucede en España. Un segundo canal por el cual un déficit público excesivo afecta al crecimiento es mediante una prima de riesgo-país superior a la que soportan los socios de la unión

monetaria con políticas más ortodoxas, situación que conduce a un tipo de interés más elevado. Finalmente, una tendencia creciente al desequilibrio presupuestario hace esperar a los agentes económicos futuros incrementos de la presión fiscal, cosa que tiene efectos negativos sobre la inversión y sobre la actividad económica en general.

ESPAÑA BATE EN RIGOR PRESUPUESTARIO A PORTUGAL E ITALIA

Saldo presupuestario público, en porcentaje del PIB



FUENTE: Comisión Europea.

Aunque ciertamente estos efectos deberían materializarse en el medio plazo, y por tanto, tener un impacto sólo moderado en el horizonte temporal que aquí se plantea, lo que parece indudable es que los agentes económicos vislumbran en gran medida la calidad de la cultura de estabilidad macroeconómica –y anticipan que se evitan los problemas enunciados anteriormente– en función de la seriedad y el rigor en la gestión de las finanzas públicas. En este campo, el recorrido español está siendo mejor que el italiano o el portugués. En otras palabras, aunque es cierto que la cultura de la estabilidad macroeconómica es lo que los economistas denominamos un bien público internacional que a España le viene dado por su pertenencia a la UEM, lo cierto es que ha hecho más que sus socios, Italia y Portugal, para aprovecharlo.

A pesar del buen sabor de boca que deja el trabajo bien hecho en el frente de la consolidación presupuestaria, éste puede quedarse corto a la hora de afrontar el futuro en una unión monetaria. De nuevo hay que sacar a colación lo mencionado anteriormente: España se ha beneficiado de la desaparición de la restricción exterior y ha absorbido sin excesivas tensiones la inflación, incluyendo la de activos. Asimismo, el *mix* sectorial español –con fuerte aportación de la construcción y del turismo– ha permitido capear con mejores resultados los años siguientes a la integración monetaria, especialmente en comparación con Italia, cuya especialización sectorial ha funcionado peor. No obstante, por delante queda la imprescindible recuperación de la competitividad exterior, que podrá hacerse por la vía difícil (la mejora de la productividad) o por la dolorosa (la moderación de salarios nominales).

Los rendimientos de los bonos públicos se colocan en niveles bajos

En el decurso del segundo semestre, las rentabilidades de los bonos públicos de Estados Unidos han tendido a moderarse una vez que se han detenido las subidas de tipos de interés de la Reserva Federal y que se ha puesto de manifiesto la ralentización del crecimiento económico. La caída del mercado inmobiliario ha pesado más en el mercado que las declaraciones alcistas de distintos dirigentes de la Fed, y ha puesto la mira en posibles recortes de los tipos de interés oficiales en 2007. Además, las expectativas de inflación han disminuido livianamente. Por otro lado, las compras de los bonos del Tesoro por parte de bancos centrales asiáticos y de inversores institucionales continúan presionando los rendimientos de la deuda pública hacia abajo.

La curva de tipos de interés estadounidenses continúa invertida, es decir, los ti-

pos de interés a corto plazo son superiores a los de largo, lo que no es habitual y apunta a que existen riesgos de recesión. No obstante, algunos factores distorsionadores limitan este diagnóstico.

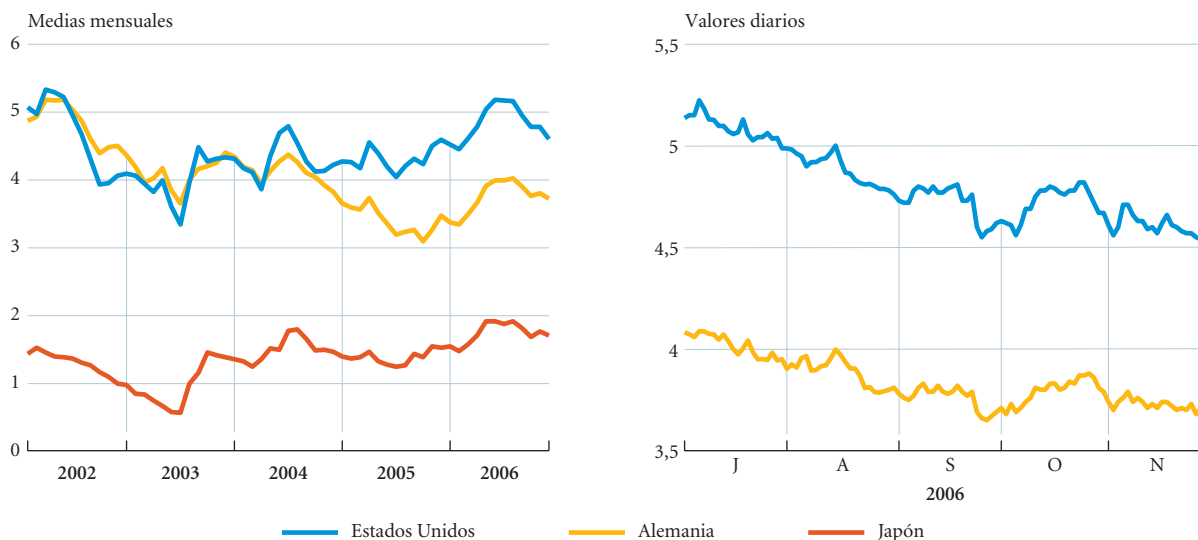
En Europa, las rentabilidades de los bonos alemanes a 10 años siguieron a las norteamericanas en las primeras semanas de noviembre. El diferencial de tipos de interés a largo plazo entre el dólar y el euro disminuyó levemente hasta unos 83 puntos básicos. Cabe señalar que, al final de la segunda semana del mes, la curva de tipos de interés de la deuda pública alemana entre los 2 y los 10 años se invirtió a consecuencia del repunte del más corto plazo por la expectativa de nuevas alzas del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo. No obstante, se trató de un fenómeno puntual. Con todo, el aplanamiento de la curva de tipos de interés en el último periodo apunta a que se está descontando que queda poco recorrido al alza para el tipo de interés del Eurosistema.

La curva de tipos de interés en Estados Unidos continúa invertida...

... y la alemana se invierte puntualmente en un tramo.

SE REDUCE LEVEMENTE EL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO ENTRE EL DÓLAR Y EL EURO

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



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 28 de noviembre.

FUENTES: Banco de España y Thomson Financial Datastream.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2004	2005	2006				
			I	II	III	Octubre	28 noviembre
Estados Unidos	4,31	4,33	4,61	5,13	4,96	4,78	4,51
Japón	1,50	1,39	1,58	1,90	1,80	1,76	1,66
Alemania	4,07	3,38	3,50	3,96	3,89	3,80	3,68
Francia	4,10	3,41	3,51	3,99	3,90	3,81	3,70
Italia	4,24	3,56	3,71	4,27	4,18	4,07	3,93
España	4,10	3,39	3,49	3,97	3,89	3,81	3,69
Reino Unido	4,93	4,47	4,23	4,65	4,67	4,67	4,53
Suiza	2,57	2,04	2,18	2,67	2,61	2,45	2,29

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

La buena racha lleva a numerosas bolsas a récords históricos en noviembre.

Las bolsas encaran el último tramo del ejercicio con optimismo

Una vez superado con éxito el mes de octubre, que tiene fama de aciago, los mercados bursátiles han continuado la buena racha en las primeras semanas de noviembre. Unos resultados empresariales mejor de lo esperado, una liquidez todavía abundante, el descenso del precio del crudo y una elevada dosis de fusiones y adquisiciones han sido la receta del éxito que ha llevado a numerosas bolsas a máximos anuales o históricos.

Subsisten riesgos para las bolsas norteamericanas.

En Estados Unidos, el índice tradicional Dow Jones Industrials ha continuado marcando nuevos récords históricos. El índice más amplio Standard & Poor's 500 todavía se sitúa por debajo del máximo del año 2000, pero presenta un notable balance acumulado. Todos los sectores económicos presentan considerables plusvalías sobre diciembre, encabezados por las telecomunicaciones. En el otro polo se encuentra el sector sanitario-farmacéutico, afectado negativamente por la victoria del partido demócrata en las recientes elecciones legislativas, dado que algunos de sus dirigentes declararon la intención de recortar los precios de los

medicamentos. El índice Nasdaq, representativo de los valores tecnológicos, también ha logrado una gran recuperación en los últimos meses —llegó a perder la par del ejercicio en mayo— aunque se halla lejos de las cumbres del año 2000. No obstante estos logros, subsiste el riesgo de una mayor desaceleración económica de lo esperado, que afectaría negativamente a las bolsas.

En la eurozona, el índice DJ Eurostoxx 50, que comprende a las mayores empresas de la eurozona, ha logrado también considerables avances en los once primeros meses del año. Los principales parques del continente mostraban ganancias sobre diciembre de dos dígitos.

Un consorcio de bancos de inversión reta a las bolsas europeas con una nueva plataforma de negociación.

Cabe notar que un consorcio de siete bancos de inversión, el Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS han anunciado el próximo lanzamiento de una nueva plataforma de negociación de acciones a nivel europeo a raíz de la directiva de mercados financieros (Mifid). Esto supondrá un nuevo reto para las bolsas europeas, ya inmersas en un proceso de consolidación, puesto que piensan recortar los precios de transacción.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

31-10-2006

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Cotización a 28-11-06	
					% variación acumulada	% variación sobre la misma fecha de 2003
Nueva York						
Dow Jones	12.080,7	3,4	12,7	15,7	13,2	24,1
Standard & Poor's	1.377,9	3,2	10,4	14,2	11,1	31,0
Nasdaq	2.366,7	4,8	7,3	11,6	9,4	23,1
Tokio						
Tokio	16.399,4	1,7	1,8	20,5	-1,6	57,0
Londres						
Londres	6.129,2	2,8	9,1	15,3	7,2	38,8
Zona del euro						
Zona del euro	4.004,8	2,7	11,9	20,6	11,1	51,1
Francfort						
Francfort	6.268,9	4,4	15,9	27,2	16,1	67,7
París						
París	5.348,7	1,9	13,4	20,6	12,5	54,9
Amsterdam						
Amsterdam	486,6	0,6	11,4	23,4	9,5	44,0
Milán						
Milán	30.392,0	3,3	13,5	21,3	15,0	53,1
Madrid						
Madrid	13.753,0	6,3	28,1	31,1	27,9	89,3
Zurich						
Zurich	8.569,7	1,7	13,0	21,8	11,6	59,1
Hong Kong						
Hong Kong	18.324,4	4,5	23,2	27,4	25,3	51,3
Buenos Aires						
Buenos Aires	1.781,7	8,8	15,4	10,7	23,6	91,4
São Paulo						
São Paulo	39.262,0	7,7	17,4	30,0	22,7	103,4

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.

En España, el índice IBEX 35 siguió deslumbrando y encadenando diez semanas de alzas consecutivas hasta la tercera de noviembre. Un impresionante ascenso de los beneficios de las grandes empresas y operaciones empresariales continuó impulsando el selectivo español hacia nuevos récords. Así, el IBEX 35 sobrepasó transitoriamente los 14.000 puntos en la segunda semana de noviembre y en la última semana de noviembre superaba un aumento acumulado del 27%.

Fuera de la eurozona, el mercado británico también cosechó un máximo anual en la tercera semana de noviembre. En cam-

bio, la bolsa japonesa era la única entre las principales que no lograba levantar cabeza. Así, en la última semana del mes presentaba números rojos, en parte como resaca de la espectacular subida del 40,2% experimentada en 2005.

Los mercados de los países emergentes también se han situado en máximos históricos, en general, reflejando la buena coyuntura por la que atraviesan. En particular, las bolsas de Polonia, Hong Kong, India, Indonesia, Singapur, Sudáfrica, Brasil, México y Venezuela anotaron cotas máximas históricas en noviembre.

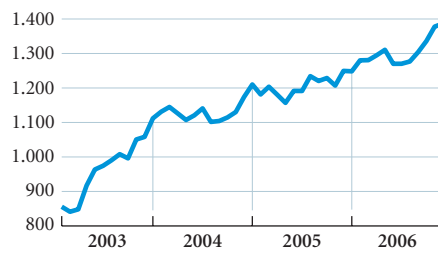
EL IBEX 35 encadena nuevos máximos históricos.

Las bolsas emergentes también se colocan en cotas máximas.

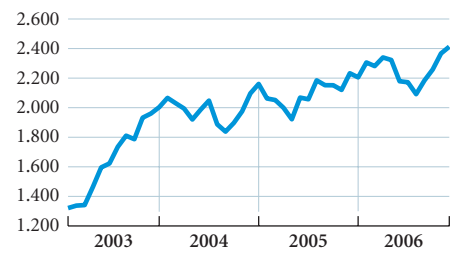
BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes

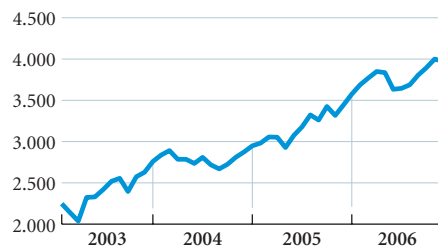
Nueva York (Standard & Poor's 500)



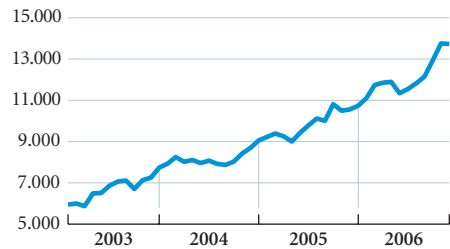
Índice Nasdaq de Estados Unidos



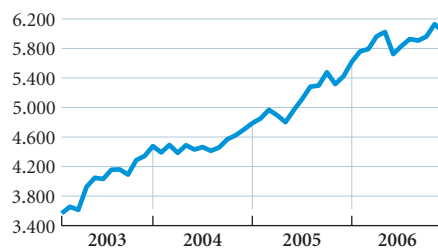
Zona euro (DJ Eurostoxx 50)



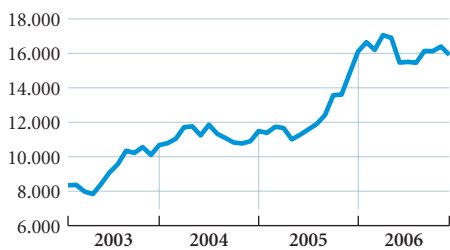
Madrid (IBEX 35)



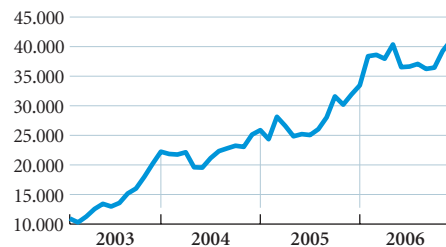
Londres (Financial Times 100)



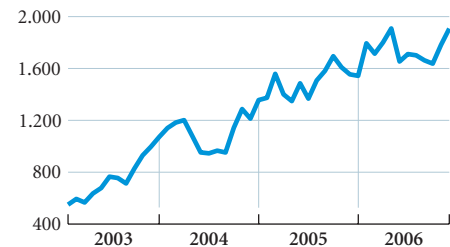
Tokio (Nikkei 225)



São Paulo (Bovespa)



Buenos Aires (Merval)



NOTA: Noviembre 2006, día 28.
FUENTES: Bolsas nacionales.

Actividad económica

La economía española se halla todavía en franca expansión

En el tercer trimestre del año actual, el producto interior bruto (PIB) generado por la economía española elevó su tasa de crecimiento interanual al 3,8%, una décima más que en el trimestre precedente. Esta suave aceleración respondió exclusivamente a la aportación menos negativa del sector exterior, que restó un punto porcentual al crecimiento del PIB (una décima menos que en el periodo anterior). La contribución de la demanda nacional se mantuvo estable en 4,8 puntos.

El vigor de la demanda interna se generalizó a casi todos sus componentes, pero de modo muy destacado en la inversión, tanto en bienes de equipo como en construcción, que aceleraron su ritmo expansivo. Por su parte, el consumo final de los hogares estabilizó su crecimiento global en el 3,6%, a pesar de que el gasto flojeara en determinados bienes duraderos, como los automóviles. En cambio, se observó un comportamiento más dinámico del gasto en alimentación, servicios y bienes semiduraderos, lo que contribuyó a equilibrar el balance global.

El crecimiento del PIB continúa aumentando gracias a la menor contribución negativa del sector exterior.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005		2006			
			III	IV	I	II	III	Octubre
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	-0,1	0,9	1,4	0,9	0,6	2,1	1,6	...
Importación de bienes de consumo (**)	13,4	7,9	7,8	8,6	20,5	5,9	2,4	...
Matriculaciones de automóviles	9,8	0,8	2,3	-4,5	2,4	-4,3	-5,3	5,8
Crédito al consumo de bienes duraderos	5,5	15,0	17,3	19,7	17,6	15,6	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-10,5	-10,8	-11,4	-11,2	-12,5	-12,7	-13,7	-11,0
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	1,9	-0,1	-1,3	0,8	6,7	7,6	7,5	...
Importación de bienes de equipo (**)	14,9	20,4	13,5	8,2	10,0	-5,0	6,5	...
Matriculación de vehículos industriales	11,7	13,2	13,9	11,5	7,4	-0,2	0,5	10,0
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	9,8	6,0	4,7	4,5	13,7	4,7	8,9	...
Exportaciones	5,2	0,2	1,2	0,1	12,7	3,7	1,7	...

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

(**) En volumen.

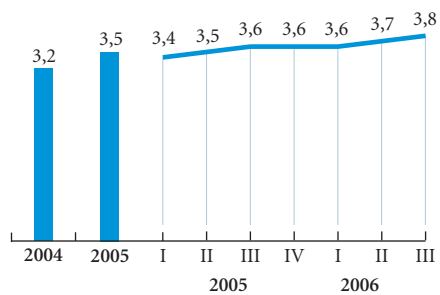
(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

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

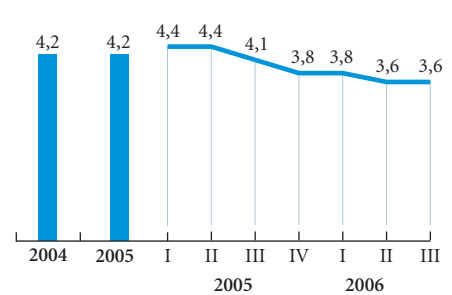
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

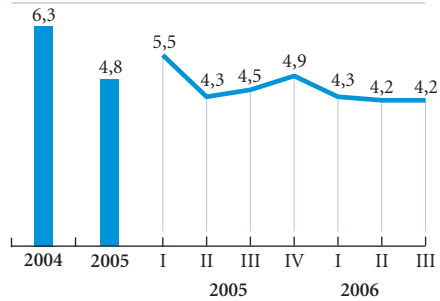
PIB



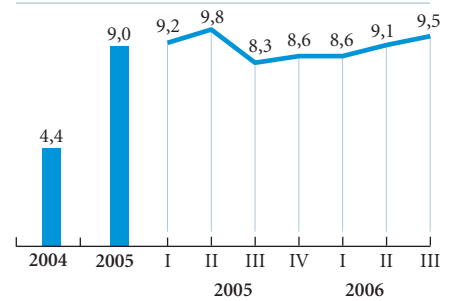
Consumo de los hogares



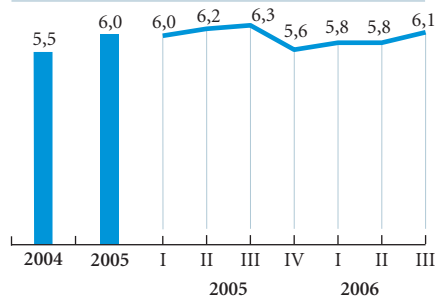
Consumo público



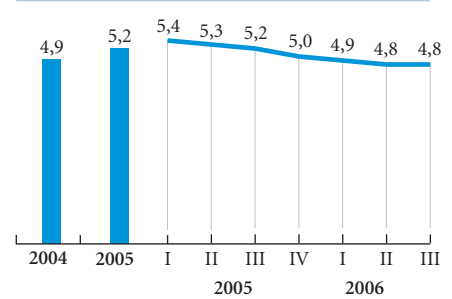
Inversión en bienes de equipo



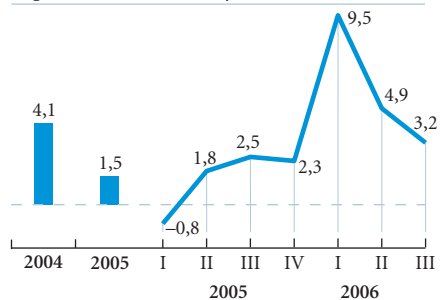
Inversión en construcción



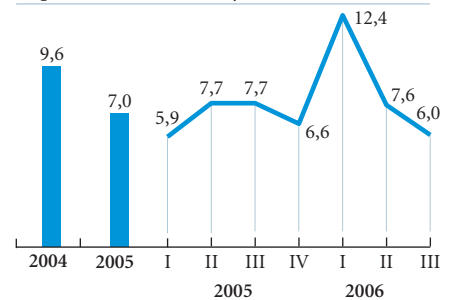
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Esta situación apenas ha variado en la recta final del año. Cabe advertir, al respecto, que el crecimiento interanual de las ventas de automóviles en octubre es poco significativo, al ser objeto de comparación con la cifra inusualmente baja de octubre de 2005. El crecimiento estable que mantiene el consumo privado se explica, en gran medida, por el avance continuado del empleo y la evolución de la remuneración de asalariados, sin que esté afectando demasiado, por el momento, el exi-

guo nivel de confianza que vienen mostrando los consumidores desde hace varios meses.

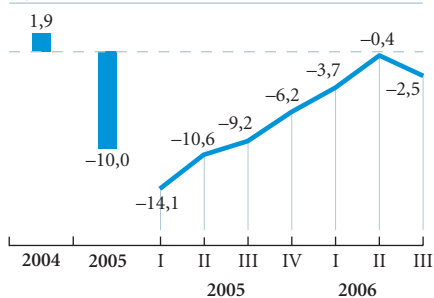
En el ámbito público, el avance de la remuneración de asalariados compensó la desaceleración de la adquisición de bienes y servicios, lo que dio como resultado la estabilización de la tasa interanual en el 4,2%. En cuanto a la inversión, cabe destacar la notable aceleración de la demanda de bienes de equipo, que anotaron un

La inversión, tanto en bienes de equipo como en construcción, mantiene un fuerte dinamismo.

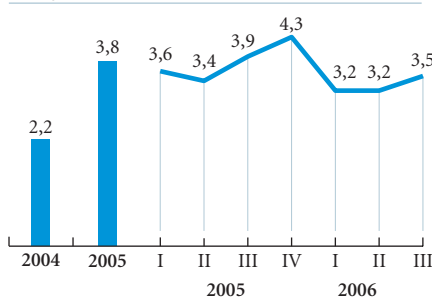
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

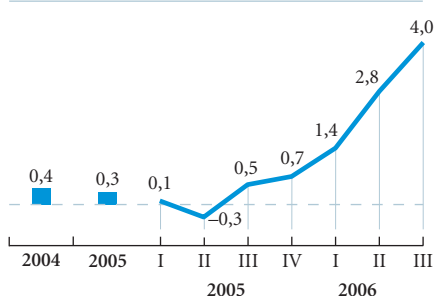
Agricultura



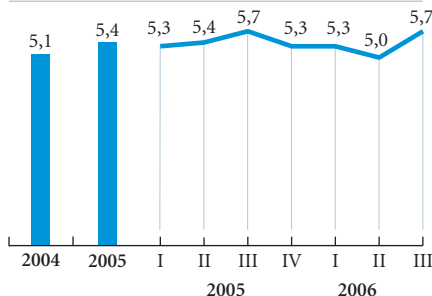
Energía



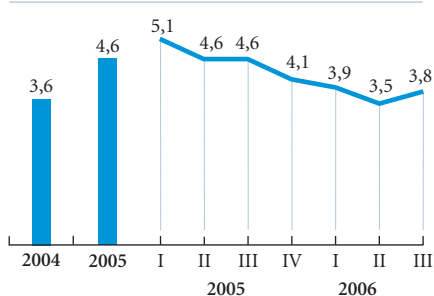
Industria



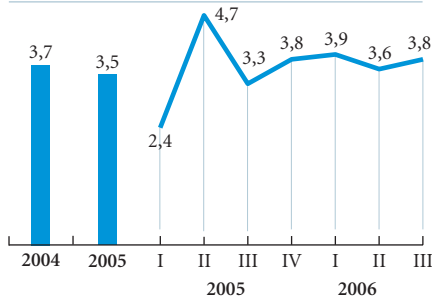
Construcción



Servicios de mercado



Servicios de no mercado



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

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005		2006			
			III	IV	I	II	III	Octubre
Industria								
Consumo de electricidad (1)	4,2	3,4	2,9	2,7	2,0	3,2	5,8	4,2
Índice de producción industrial (2)	1,6	0,7	0,7	1,6	2,6	4,0	4,0	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,5	-4,9	-4,8	-4,0	-5,4	-2,7	-2,3	-2,0
Utilización capacidad productiva (4)	79,8	80,2	81,1	80,7	79,7	80,5	80,3	81,6
Importación bienes interm. no energ. (5)	6,6	1,6	0,6	1,1	10,3	6,4	13,8	...
Construcción								
Consumo de cemento	3,9	7,3	7,8	6,1	17,1	2,7	4,0	12,0
Indicador de confianza en la construcción (3)	13,6	22,4	22,7	28,3	15,3	11,7	14,7	13,0
Viviendas (visados obra nueva)	8,0	6,2	2,8	10,6	18,5	6,3	23,7	...
Licitación oficial	18,3	18,5	3,1	36,9	15,0	34,6	17,3	...
Servicios								
Ventas comercio minorista	5,5	4,4	4,4	3,8	5,2	3,8	5,9	...
Turistas extranjeros	3,1	6,5	8,1	4,8	0,6	9,5	3,7	3,6
Ingresos turismo	3,8	5,8	13,9	4,9	-7,6	3,0	3,3	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,5	-3,2	-2,3	11,0	8,1	-2,7	-3,3	...
Tráfico aéreo pasajeros	8,0	9,2	10,3	9,2	5,2	10,1	4,5	6,1
Consumo de gasóleo automoción	6,7	5,0	5,2	4,3	8,7	4,5	3,9	...

NOTAS: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

(4) Encuesta de Coyuntura: porcentaje de utilización inferido de las respuestas.

(5) En volumen.

FUENTES: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Se acelera el crecimiento del VAB de la industria...

crecimiento interanual del 9,5% en el tercer trimestre, casi medio punto más que en los tres meses precedentes, de forma coherente con la evolución de los indicadores de actividad correspondientes.

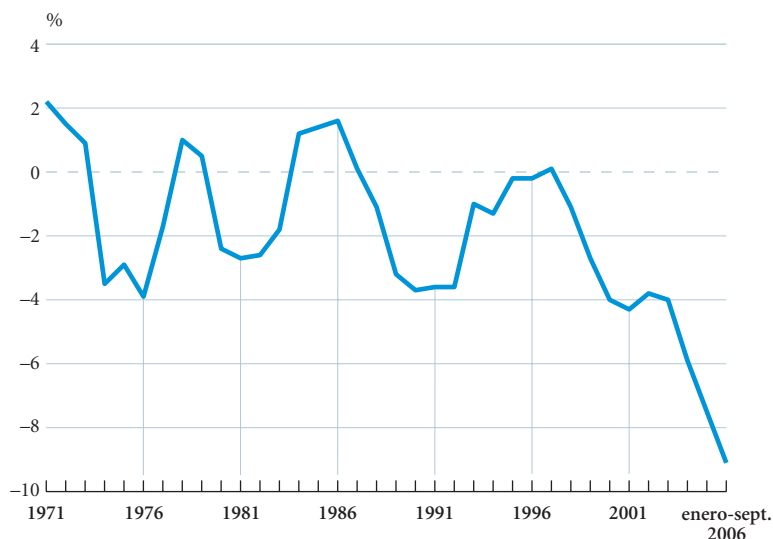
También la inversión en construcción aumentó su ritmo expansivo al 6,1% (tres décimas más que en el segundo trimestre), con una contribución significativa de todos los tipos de obra, pero en especial, de la obra civil y la edificación no residencial. Los indicadores más avanzados relativos a la construcción de viviendas (visados de obra nueva) y la obra pública (licitación oficial) siguen apuntando a un

ritmo de construcción elevado en los próximos meses.

Por el lado de la oferta, junto al renovado dinamismo de la construcción, cuyo valor añadido bruto (VAB) creció un 5,7% (siete décimas más que en el trimestre anterior) acorde con la fortaleza de la demanda, cabe destacar también la aceleración del crecimiento de la industria (pasó del 2,8% al 4,0% interanual). Las perspectivas de dicho sector, en la recta final del año, continúan siendo favorables, de acuerdo con los índices de utilización de la capacidad de producción y la situación de la cartera de pedidos al comienzo del cuarto trimestre.

EL DÉFICIT EXTERIOR CONTINÚA AUMENTANDO

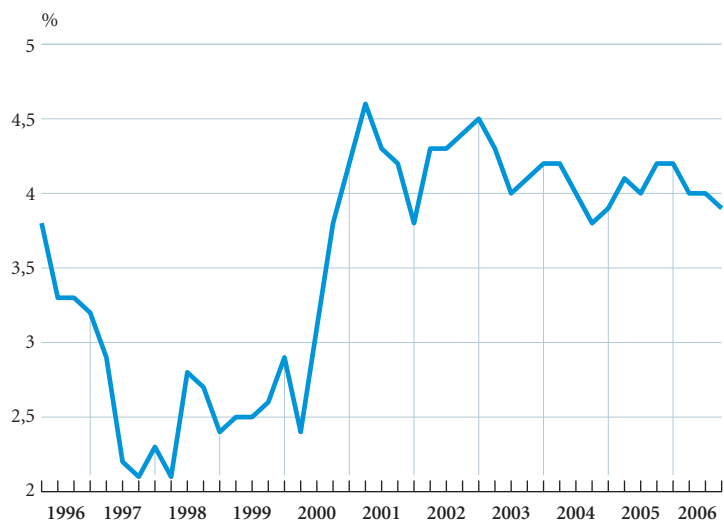
Déficit por cuenta corriente sobre el PIB



FUENTES: INE y elaboración propia.

LOS PRECIOS TIENDEN A DESACELERARSE LIGERAMENTE

Variación interanual del deflactor del PIB



FUENTES: INE y elaboración propia.

También los servicios intensificaron su ritmo de avance durante el tercer trimestre (del 3,5% al 3,8%), de modo muy similar en las ramas de mercado y en las restantes. Las actividades que mostraron un mayor dinamismo fueron las vinculadas con el turismo, la intermediación fi-

nanciera, los servicios a empresas y, en menor medida, el comercio minorista. Finalmente, apartándose de la pauta general de la economía, las ramas agraria y pesquera intensificaron sus tasas negativas, en consonancia con la evolución de las actividades correspondientes.

...y también aumenta el ritmo de avance en los servicios.

El déficit exterior apenas mejora...

...pero el crecimiento de la productividad del trabajo aumenta dos décimas, debido exclusivamente al buen comportamiento de la industria.

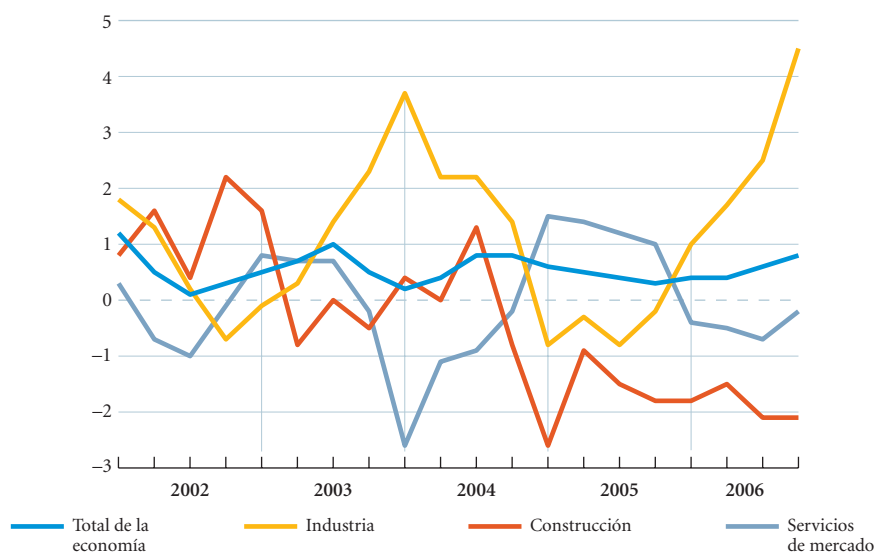
En el sector exterior, se registró una sensible desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones, pero el mayor peso de estas últimas explica la mejora en una décima de la contribución de dicho sector al crecimiento del PIB. Se trata de un progreso muy limitado, que apenas incide en la mejora del desequilibrio global del sector. Así, en los nueve meses transcurridos del año, el déficit por cuenta corriente se elevó al 9,1% del PIB, cerca de 1,5 puntos más que en el conjunto de 2005.

En materia de precios, los avances hasta el tercer trimestre fueron también bastante

limitados, con un aumento del deflactor del PIB cercano todavía al 4% interanual, aunque en este caso la tendencia apunta a una suave desaceleración. Por otra parte, la variación interanual de la productividad aparente del factor trabajo (PIB por ocupado a tiempo completo) aumenta dos décimas y se sitúa en el 0,8%, gracias al tirón de la industria, cuya productividad creció a un ritmo del 4,5% en el tercer trimestre, compensando el avance prácticamente nulo de los servicios de mercado y el valor negativo de la construcción, tal como puede apreciarse en el gráfico adjunto.

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ESTÁ CONDICIONADA POR EL LENTO AVANCE DE LA PRODUCTIVIDAD

Porcentaje de variación del PIB por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo



FUENTES: INE y elaboración propia.

Mercado de trabajo

El empleo mantiene un renovado dinamismo

La excelente coyuntura que vive la economía española se refleja en el fuerte dinamismo que mantiene el mercado de trabajo. En este contexto, el total de afiliados a la Seguridad Social creció un 3,1% interanual en octubre. Cabe advertir que la desaceleración que ha sufrido dicha tasa en los últimos meses es más aparente que real, puesto que el proceso de normalización de trabajadores extranjeros desarrollado en 2005 (que hizo aflorar empleo ya existente) hinchó las cifras de afiliación correspondientes a dicho año.

Una vez que ya han cesado los efectos de dicha regularización, el total de afiliados extranjeros sigue creciendo todavía a un ritmo muy alto (8,4% interanual en octubre). Pero también en el colectivo de trabajadores españoles, que no se vio afectado por dicha regularización, el crecimiento del total de afiliados se ha mantenido bastante estable en los últimos tres años, en torno a una tasa ligeramente inferior al 2,5%, que incluso ha tendido a acelerarse en los últimos meses.

Como se ha dicho al principio, el crecimiento sostenido de la economía española, alimentado en la última etapa por el

El total de afiliaciones a la Seguridad Social continúa en ascenso...

...gracias al crecimiento sostenido de la economía.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005		2006			
			III	IV	I	II	III	Octubre
Afiliados a la Seguridad Social								
Asalariados	2,7	4,8	5,9	6,3	6,3	5,3	3,9	3,4
<i>Industria</i>	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,0	-0,0	0,0
<i>Construcción</i>	5,6	8,6	10,0	10,9	11,0	9,5	7,5	6,9
<i>Servicios</i>	3,9	5,7	6,4	6,8	6,6	5,8	4,6	3,9
No asalariados	3,2	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,2
Total	2,8	4,4	5,3	5,6	5,5	4,8	3,6	3,1
Población ocupada (*)	3,9	5,6	5,9	5,6	4,9	4,2	3,7	-
Puestos de trabajo (**)	2,6	3,1	3,3	3,2	3,2	3,1	3,0	-
Contratos registrados (***)								
Indefinidos	11,8	8,7	10,0	16,1	25,6	16,1	46,6	61,7
Temporales	11,4	4,6	9,7	8,9	13,7	5,5	0,5	6,1
Total	11,5	5,0	9,8	9,5	15,0	6,4	4,1	11,1

NOTAS: (*) Estimación de la encuesta de población activa (las variaciones correspondientes a 2005 están corregidas del impacto de los cambios metodológicos).

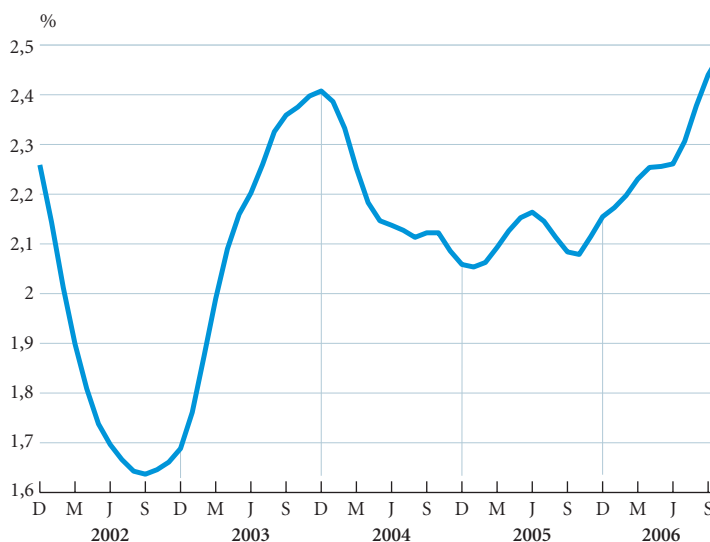
(**) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(***) En el INEM.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Instituto de Empleo y elaboración propia.

SE ACELERA EL CRECIMIENTO DEL TOTAL DE AFILIADOS ESPAÑOLES A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación interanual del total de trabajadores españoles afiliados a la Seguridad Social



NOTA: Serie de ciclo tendencia.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Aumentan los contratos indefinidos, tras las medidas adoptadas por el Gobierno para la mejora del crecimiento y el empleo.

fuerte aumento de la población extranjera, explica el avance espectacular del total de afiliados al sistema de la Seguridad Social. En los últimos tres años, este aumento se ha cifrado en más de dos millones de personas (cerca de 900.000 son trabajadores extranjeros). Gracias a este fuerte ritmo de afiliación, se prevé que el superávit de la Seguridad Social alcance este año los 11.900 millones de euros (en torno al 1,2% del PIB), superando los cálculos iniciales más optimistas.

Pero el buen momento actual no debería ocultar el importante reto que deberá afrontar a medio y largo plazo el sistema público de pensiones, derivado del aumento de la esperanza de vida y la baja tasa de fecundidad que se registran en nuestro país. A pesar del balón de oxígeno que ha supuesto la inmigración, las proyecciones realizadas por el grupo de trabajo creado por la Comisión Europea apuntan a un fuerte incremento del gasto público en pensiones a partir de 2020, y que, según los citados cálculos, podría

aproximarse al 16% del PIB en el horizonte de 2045, el doble que en la actualidad.

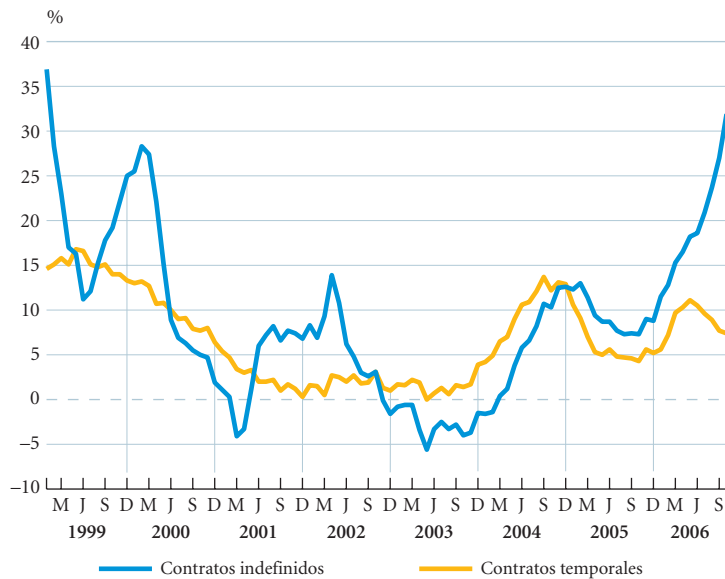
Volviendo al momento presente, uno de los puntos débiles del mercado laboral español, la elevada tasa de temporalidad, parece que ha adquirido últimamente un giro más favorable. En efecto, el total de contratos indefinidos está creciendo aceleradamente en los últimos meses, con el apoyo de las medidas de fomento previstas en el acuerdo para la mejora del crecimiento y el empleo, que suscribieron el Gobierno, la patronal y los sindicatos, el pasado mes de mayo.

En lo tocante al empleo, las cifras de la contabilidad nacional trimestral confirman las impresiones expresadas anteriormente. En el tercer trimestre, el total de empleos equivalentes a tiempo completo creció un 3,0% (tasa muy similar a la correspondiente a las afiliaciones a la Seguridad Social), marcando también un ligero perfil de desaceleración. Desde el punto de vista de la ocupación, la cons-

La construcción es el sector que mantiene el ritmo de creación de empleo más intenso.

FUERTE CRECIMIENTO DE LOS CONTRATOS DE DURACIÓN INDEFINIDA

Contratos registrados en el INEM: variación del acumulado de los últimos 12 meses con respecto al mismo periodo del año anterior



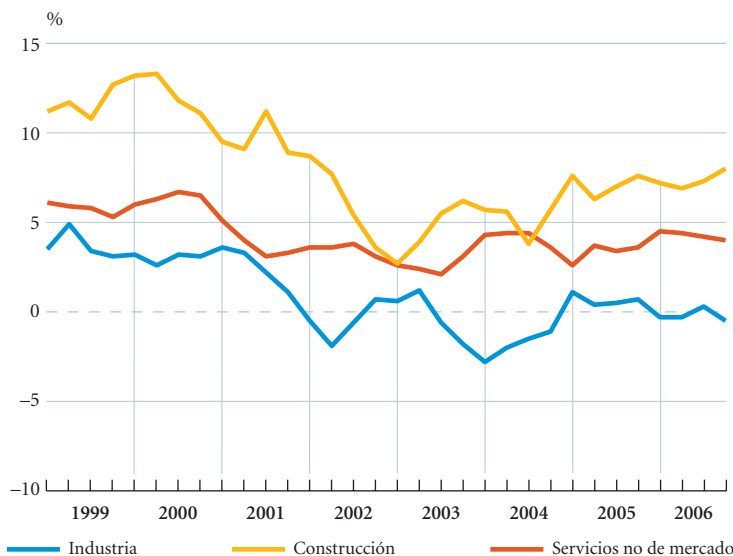
FUENTES: Instituto de Empleo y elaboración propia.

trucción es el sector que muestra un mayor dinamismo, con un aumento del empleo equivalente del 8,0% interanual, que se muestra además en continua aceleración. El empleo recuperó también un

tono más dinámico en los servicios no de mercado, con un crecimiento interanual del 2,1%, frente al 1,0% registrado en el trimestre anterior. La industria, por su parte, mantuvo la tónica de estancamien-

INTENSO RITMO DE CREACIÓN DE EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN

Variación interanual de los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo



FUENTES: INE y elaboración propia.

to mostrada en los trimestres precedentes, con una ligera caída, esta vez, del 0,5%.

De acuerdo con los datos de la contabilidad nacional, en los últimos tres años se han creado más de 1,5 millones de empleos equivalentes a tiempo completo, exclusivamente en el sector de servicios (casi el 70% del total) y en la construcción (cerca del 30%), lo que muestra, una vez más, que dichos sectores son los auténticos pilares del actual modelo de crecimiento español.

En otro orden de cosas, la remuneración de asalariados creció en conjunto un 6,6%, como consecuencia del aumento del empleo asalariado (3,0% interanual) y el incremento de la remuneración media, que se situó en el 3,4%, una décima más que en el periodo precedente. Estos resultados unidos al lento avance de la productividad de la economía española (a pesar de la leve mejoría observada en el transcurso del año actual) determinaron un crecimiento del coste laboral por unidad

de producto del 2,6%, una décima inferior al correspondiente al ejercicio precedente, por encima todavía del correspondiente a la media de la Unión Europea.

El paro registrado refleja una clara tendencia a la baja

En octubre, la cifra de parados registrados en las listas del Instituto de Empleo (INEM) sufrió un aumento estacional de 26.670 personas, con respecto al mes precedente. De acuerdo con este carácter puntual, los sectores en los que se concentró dicho aumento fueron los servicios (22.294 parados más), afectados por la finalización de la temporada alta turística, y los demandantes de un primer empleo (5.922), entre los que figuran aquellos que se incorporan por primera vez al mercado laboral, tras la finalización de su periodo de estudios.

Hecha esta salvedad, lo cierto es que el paro registrado señala una clara tendencia descendente en los últimos meses.

Aumento estacional del paro registrado en octubre.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Octubre 2006

	Parados	Variación sobre diciembre 2005		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	62.937	-2.290	-3,5	-3.199	-4,8	3,2
Industria	276.553	-24.766	-8,2	-16.571	-5,7	13,9
Construcción	213.405	-31.695	-12,9	-7.177	-3,3	10,7
Servicios	1.215.596	-50.793	-4,0	-34.380	-2,8	61,0
Primer empleo	224.345	-557	-0,2	1.302	0,6	11,3
Por sexos						
Hombres	762.491	-89.472	-10,5	-41.286	-5,1	38,3
Mujeres	1.230.345	-20.629	-1,6	-18.739	-1,5	61,7
Por edades						
Menores de 25 años	250.284	-25.611	-9,3	-27.817	-10,0	12,6
Resto de edades	1.742.552	-84.490	-4,6	-32.208	-1,8	87,4
TOTAL	1.992.836	-110.101	-5,2	-60.025	-2,9	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Precios

El IPC cae al menor nivel de los últimos dos años y medio

Los precios tuvieron una evolución positiva en octubre. De este modo, la tasa de inflación de precios de consumo bajó por tercera vez consecutiva hasta mostrar una variación anual del 2,5%, el nivel más bajo de inflación desde marzo de 2004. Este descenso fue debido sobre todo a la caída de los carburantes y lubricantes a consecuencia de la bajada del precio del petróleo. También influyó favorablemente una marcada reducción de los precios de los paquetes turísticos. La inflación subyacente, que constituye el núcleo más estable de la inflación, disminuyó en una décima hasta el 2,8%. De esta forma, la

inflación general se colocó por debajo de la subyacente por primera vez en dos años y medio.

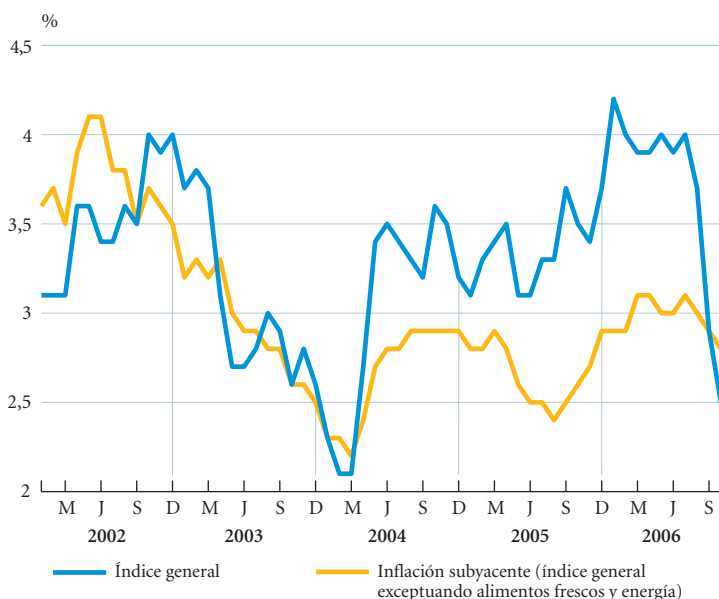
La disminución de los precios de los carburantes fue notable, con un decremento en los últimos doce meses del 7,4%, la menor tasa anual desde diciembre de 2001. La evolución de otros productos energéticos no fue tan favorable, pero, con todo, el conjunto de los productos energéticos cayó el 1,9% en los doce últimos meses.

Los alimentos moderaron ligeramente la progresión de sus precios y presentaron un alza anual del 4,4%. Esto fue posible por la desaceleración de los precios de los

La inflación baja por tercera vez consecutiva hasta el 2,5%.

EL ÍNDICE GENERAL BAJA POR DEBAJO DE LA SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

FUERTE CAÍDA DE LOS CARBURANTES EN LOS ÚLTIMOS MESES

Variación interanual del grupo de carburantes y lubricantes del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Los paquetes turísticos y el pescado ayudan a moderar la inflación.

alimentos frescos, cuya tasa de variación interanual bajó cuatro décimas gracias al descenso del pescado y de la carne de ovino, entre otros. Con todo, los precios de los alimentos sin elaborar crecían el 5,2% en el último año. Estas tensiones de los

precios alimentarios parecen atribuibles sobre todo a una mayor demanda a causa del turismo y del crecimiento demográfico. Caso aparte es el aceite, con una subida anual del 20% por algunas restricciones en la oferta. De todas formas, la palma

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	0,2	2,3	3,9
Julio	-0,6	1,5	3,3	-0,6	1,7	4,0
Agosto	0,4	1,9	3,3	0,2	1,9	3,7
Septiembre	0,6	2,5	3,7	-0,2	1,7	2,9
Octubre	0,8	3,4	3,5	0,4	2,1	2,5
Noviembre	0,2	3,5	3,4			
Diciembre	0,2	3,7	3,7			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Octubre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2005	2006	2005	2006	2005	2006
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	122,4	0,2	-0,1	2,2	2,5	2,9	4,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	122,8	0,2	0,0	4,9	0,8	4,9	0,9
Vestido y calzado	119,7	8,9	9,1	-0,5	-0,6	1,6	1,3
Vivienda	122,7	0,6	-0,3	5,9	4,8	5,8	4,9
Menaje	111,4	0,4	0,4	1,5	2,0	2,2	2,6
Medicina	108,0	0,0	0,1	0,7	1,5	0,8	1,5
Transporte	118,7	-0,7	-1,9	9,1	1,7	7,1	-1,0
Comunicaciones	90,5	-0,1	-0,2	-1,5	-1,0	-1,9	-1,2
Ocio y cultura	102,7	-0,5	-1,1	-0,2	-1,2	-0,2	-0,3
Enseñanza	125,6	2,4	2,4	3,8	3,7	4,5	4,0
Hoteles, cafés y restaurantes	125,9	-0,0	0,0	3,9	4,1	4,3	4,4
Otros	119,2	0,2	0,2	3,0	3,6	3,2	4,0
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	119,6	0,2	0,0	2,5	2,1	2,9	3,4
Alimentos sin elaboración	128,3	0,2	-0,2	2,7	2,6	3,6	5,2
Conjunto no alimentario	117,0	1,0	0,6	3,6	2,1	3,6	2,0
Bienes industriales	112,6	1,8	1,1	3,8	1,0	3,5	0,4
<i>Productos energéticos</i>	<i>121,6</i>	<i>-0,7</i>	<i>-3,5</i>	<i>15,4</i>	<i>2,9</i>	<i>11,2</i>	<i>-1,9</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>125,9</i>	<i>-0,9</i>	<i>-4,7</i>	<i>20,4</i>	<i>2,2</i>	<i>14,6</i>	<i>-4,1</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>109,8</i>	<i>2,8</i>	<i>2,7</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>1,1</i>	<i>1,3</i>
Servicios	122,1	0,1	-0,0	3,5	3,3	3,8	3,8
Inflación subyacente (**)	117,0	1,1	0,9	2,1	2,0	2,6	2,8
ÍNDICE GENERAL	118,3	0,8	0,4	3,4	2,1	3,5	2,5

NOTAS: (*) Base 2001 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

se la llevan las patatas, que se elevaron el 23% en el mismo periodo. En cambio, el tabaco sólo subió el 0,2% en los últimos doce meses a pesar de la subida de los impuestos, ya que las tabaquerías no la repercutieron en su totalidad.

Los bienes industriales no energéticos continuaron contenidos a causa de la competencia internacional. Así, la tasa de variación anual de sus precios permaneció en el 1,3%.

Por su parte, los servicios, más resguardados de la competencia, crecieron a una tasa de casi el triple, el 3,8%, si bien esta tasa disminuyó una décima de punto. Es destacable que en un marco de intensificación de la competencia los precios de las comunicaciones se redujeron un 1,2% en los últimos doce meses. Por el contrario, los hoteles y restaurantes siguieron presentando aumentos de precios del 4,4% en el mismo periodo.

REDUCCIÓN DEL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA EUROZONA

Puntos porcentuales de variación interanual



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El IPC probablemente terminará el ejercicio con un alza menor del 3%.

El diferencial de inflación con la eurozona disminuye hasta un punto porcentual.

Los precios industriales se moderan sobre todo por el componente energético.

La buena marcha de los precios –cabe recordar que en julio aumentaban el 4,0% anual– podría proseguir en los próximos meses gracias a la moderación de los precios de los alimentos. No obstante, el comportamiento de los precios energéticos probablemente no será tan favorable. De este modo, es posible que el IPC termine el ejercicio cerca de los niveles actuales, por debajo del 3%, lo que representaría una mejora respecto al 3,7% de 2005.

Por otro lado, el índice de precios armonizado con la Unión Europea subió el 2,6% desde octubre de 2005 a octubre de 2006. Dado que en el mismo periodo el IPC armonizado de la Unión Monetaria Europea ascendió el 1,6%, el diferencial de inflación disminuyó hasta un 1 punto porcentual, lo que no sucedía desde hacía un año. Cabe apuntar que la reducción de este diferencial en los últimos meses es debida en parte al superior peso que tienen en el IPC español los carburantes.

Desaceleración de los precios mayoristas

Los precios industriales continuaron moderando su crecimiento en el mes de octubre, de modo que su tasa de variación interanual bajó hasta el 3,4%, la más baja desde mayo de 2004. Este descenso se debió sobre todo al fuerte retroceso de los precios de la energía, cuyo aumento interanual se redujo al 0,6%, cuando en mayo se situaba en el 17,8%. Además, también contribuyó la ralentización de los precios de los bienes de consumo hasta el 2,3% anual.

En cambio, los precios de los bienes intermedios apenas se han desacelerado. Su tasa de variación anual ha pasado del 7,2% de agosto al 6,9% en octubre, de modo que sólo han repercutido parcialmente hasta el momento el decremento de los precios de la energía. Destaca que los precios metalúrgicos presentaban un alza interanual del 22,1% en octubre, a consecuencia principalmente del extraordinario ascenso de los precios de los metales.

Por el lado de los precios exteriores se aprecian igualmente unas menores presiones inflacionistas. Así, los precios de importación sólo subieron el 0,8% en los doce últimos meses hasta septiembre, de acuerdo con los datos de las aduanas. De acuerdo con esta fuente, los bienes de capital redujeron sus precios en un 5% en el mismo periodo.

Por otra parte, a mediados de noviembre, el Instituto Nacional de Estadística publicó por primera vez series de índices de precios de exportación y de importación de productos industriales con una metodología basada en encuestas a las empresas exportadoras e importadoras, similar

a la utilizada para el cálculo de las estadísticas de los precios industriales. El nuevo índice de precios de importación recoge asimismo una desaceleración de los precios de importación en los últimos meses, hasta registrar una variación del 3,1% en el periodo septiembre 2005-septiembre 2006. Los precios de los bienes de equipo también caen, pero en menor medida, un 0,2% sobre el mismo mes del año anterior.

Finalmente, los precios percibidos por los agricultores se mostraron contenidos en los meses de verano, con un alza interanual de sólo el 0,6% en agosto. Esta moderación podría trasladarse a los precios alimentarios de consumo en algunos meses.

La nueva serie de precios de importaciones también indica una ralentización de los precios.

Contención de los precios agrarios en origen.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Total	Precios de importación			Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos		Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios	
2005											
Agosto	9,2	4,9	2,5	1,8	2,9	16,4	6,1	-0,3	-0,3	11,1	4,2
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	4,1
Diciembre	2,1	5,2	3,2	2,0	3,2	15,6	7,1	0,9	10,2	8,9	-
2006											
Enero	4,0	6,3	3,5	2,1	3,6	20,6	5,6	-6,5	-5,1	15,2	-
Febrero	0,8	6,3	3,6	2,1	3,9	20,1	6,6	2,5	3,2	9,2	4,0
Marzo	-10,2	5,8	3,3	2,0	4,6	16,4	6,0	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	-3,6	6,6	3,2	2,3	6,1	17,8	6,1	4,2	-0,6	8,2	4,0
Junio	6,0	6,3	3,5	2,3	6,8	14,6	1,7	-1,5	-3,2	4,2	-
Julio	0,7	6,4	3,6	2,4	7,0	13,9	1,1	0,5	-7,3	3,1	-
Agosto	0,6	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	2,3	-0,6	-0,5	4,0	3,8
Septiembre	...	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	0,8	2,4	-5,0	1,0	-
Octubre	...	3,4	2,3	2,4	6,9	0,6	...	...	...	...	-

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

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

Sector exterior

El déficit comercial sigue, pero el ritmo de crecimiento de las exportaciones se acerca al de las importaciones.

El déficit comercial sigue amenazante

El déficit comercial acumulado de los últimos doce meses fue en septiembre un 17,9% superior al del mismo periodo del año anterior. Aun considerando el nivel alcanzado y este ritmo de avance, la senda de la corrección ya ha empezado. La incipiente desaceleración que empezó en primavera de 2005 sigue y la principal novedad de los últimos meses continúa siendo

el despertar de las exportaciones. Aunque éstas todavía crecen por debajo de las importaciones, fruto de la siempre fuerte demanda interna, sus tasas de avance han pasado de los niveles cercanos al 5% que prevalecieron hasta finales de 2005 hasta rozar ahora ritmos del 10%. La ligera relajación de septiembre parece en estos momentos puntual. La práctica totalidad de esta mejora del tono exportador está en los bienes de consumo, que han aban-

COMERCIO EXTERIOR

Acumulado 12 últimos meses hasta septiembre de 2006

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	39.618	32,4	15,6	7.633	28,2	4,6	-31.986	19,3
Bienes de consumo	71.665	10,1	28,3	61.735	5,5	37,2	-9.930	86,1
<i>Alimenticios</i>	14.416	5,0	5,7	19.729	6,9	11,9	5.314	136,9
<i>No alimenticios</i>	57.250	11,5	22,6	42.006	4,8	25,3	-15.244	73,4
Bienes de capital	27.583	5,2	10,9	17.030	21,8	10,3	-10.553	61,7
Bienes intermedios no energéticos	114.435	9,7	45,2	79.675	8,9	48,0	-34.760	69,6
Por áreas geográficas								
Zona del euro	124.609	6,2	49,2	93.207	5,4	56,1	-31.401	74,8
Resto Unión Europea 25	24.997	12,9	9,9	23.708	8,4	14,3	-1.289	94,8
Rusia	7.007	43,3	2,8	1.381	35,1	0,8	-5.626	19,7
EEUU	8.030	0,5	3,2	7.259	20,2	4,4	-772	90,4
China	13.197	21,2	5,2	466	119,1	0,3	-12.732	3,5
Japón	5.793	-1,5	2,3	1.249	8,3	0,8	-4.543	21,6
Resto Asia	22.651	25,1	8,9	6.504	5,8	3,9	-16.147	28,7
América Latina	21.334	32,6	8,4	4.309	-0,5	2,6	-17.025	20,2
OPEP	14.209	46,5	5,6	10.144	37,9	6,1	-4.065	71,4
Resto	11.474	-8,8	4,5	17.846	19,0	10,7	6.372	155,5
TOTAL	253.301	12,3	100,0	166.073	9,6	100,0	-87.229	65,6

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

donado su apatía, y en la continuada fuerza de los bienes de capital. Ambas partidas han visto fuertes incrementos en sus tasas de crecimiento, mientras que los bienes intermedios, prácticamente la mitad de las exportaciones no energéticas, mantienen el ritmo de los últimos años.

Sin embargo, en el lado importador las cosas tienen algo más de inercia. La desaceleración de las importaciones no energéticas, el 85% del total, sigue siendo lenta, si es que aún existe. La desaceleración más importante de los últimos meses está en las compras energéticas.

Por países y áreas geográficas, las exportaciones a América Latina, que sólo son un 6,1% del total, contribuyeron sin em-

bargo a la mitad de la aceleración, mientras que las destinadas a la zona del euro, que representan un 56% del total, sólo aportaron una cuarta parte.

En este sentido, las importaciones por áreas geográficas constituyen el reverso de la moneda, y es que nuestras compras a Asia contribuyeron a la cuarta parte en términos absolutos del crecimiento interanual registrado en los últimos doce meses hasta septiembre, ya prácticamente lo mismo que la zona del euro, nuestro principal socio comercial. Así, por ejemplo, importamos de China 28 veces más de lo que exportamos. También ganaron dinamismo las importaciones del resto de la Unión Europea, donde crece la importancia relativa de los nuevos miembros.

Las ganancias exportadoras se centran en América Latina, pero se dejan Asia.

Crecen las importaciones de Asia y del este de Europa.

¿Está España integrada comercialmente en Europa?

El comercio exterior español ha protagonizado una de las principales transformaciones económicas desde el ingreso de España en la entonces Comunidad Económica Europea (CEE). Con el tratado de adhesión, se acordó un desmantelamiento gradual de los aranceles que culminaría en enero de 1993 y coincidiría en el tiempo con la consolidación de un mercado único europeo. Veinte años es tiempo suficiente para hacer balance y analizar si la disminución de las barreras comerciales se ha traducido en una mayor integración del mercado español en Europa, a nivel de volumen de comercio y a nivel de precios.

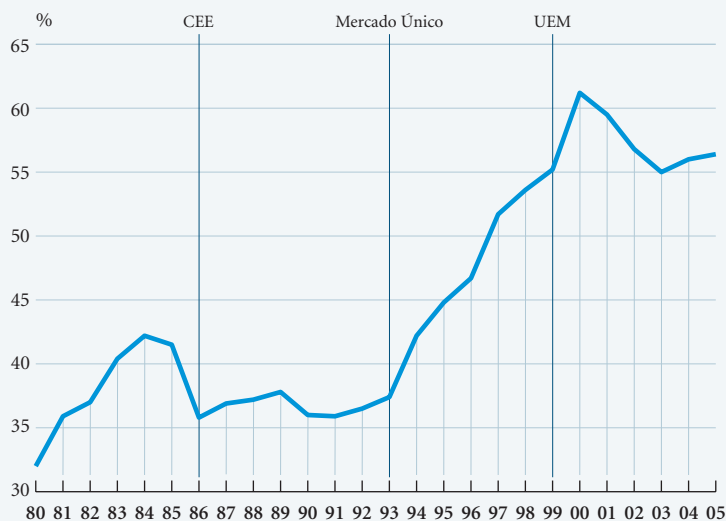
En general, si un país elimina un arancel, aumentan las importaciones y el consumo interno del bien afectado, y se reduce la producción interna del mismo. Si la liberalización es preferencial, es decir, si la reducción del arancel se aplica no de forma general sino sólo a un grupo de países como en el caso de la Unión Europea (UE), puede tener un doble efecto: creación de comercio y desviación de comercio. Si la unión genera sustitución de producción doméstica menos eficiente por importaciones de bienes procedentes de otros países miembros, creará comercio. Si, en cambio, la liberalización preferencial genera sustitución de importaciones procedentes de países terceros más eficientes por importaciones desde países miembros que se ven favorecidos por la liberalización, el resultado será una desviación de comercio.

La adhesión de España a la CEE conllevó no sólo una liberalización preferencial con los países miembros sino también una reducción de los aranceles con otros países, consecuencia de la adopción de la política arancelaria comunitaria, menos proteccionista que la española. Por ello, esperaríamos un aumento neto del comercio aunque con la posibilidad de cierta desviación consecuencia de la liberalización preferencial a nivel de la UE. La evidencia apunta a que, en el caso de España, ambos efectos han sido importantes.

El gráfico siguiente sugiere que la mayor creación de comercio ocurrió a partir de la entrada en vigor del mercado único europeo en 1993, a pesar de que la liberalización comercial española había empezado en España mucho antes. El desmantelamiento gradual de los aranceles españoles con la CEE y la reducción de los mismos con el resto del mundo se habían iniciado en 1986, y el 90% ya se había culminado en enero de 1992. En cuanto a las restricciones cuantitativas (cuotas) entre España y la CEE, tenían 1990 como fecha límite y la mayoría se habían anulado ya en 1986. Desde 1993 se registra un elevado crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones, de manera que la tasa de apertura comercial de la economía, medida como porcentaje de las importaciones más exportaciones totales sobre el PIB, pasó del 41% en 1985 al 56% en 2005.

MÁS ABIERTOS AL EXTERIOR

Exportaciones e importaciones sobre el PIB



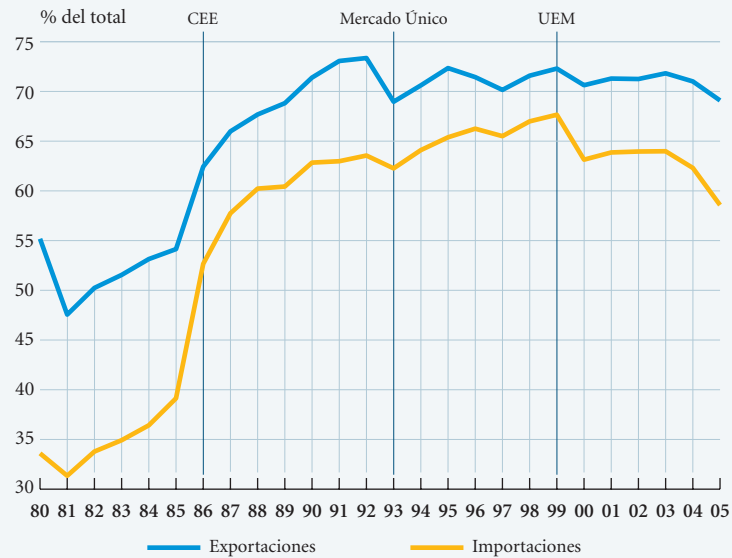
FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

En el periodo previo a 1993, en cambio, el fenómeno de la desviación de comercio parece dominar. Tal y como muestra el gráfico que figura a continuación, el cambio de patrón comercial es notable a partir de 1986. Mientras que la apertura comercial varió poco, los intercambios con la UE ganaron peso. El porcentaje de nuestras exportaciones que se dirigía a la UE-15 pasó de una media anual del 50% entre 1976-1985 a más del 70% en 1992. En cuanto a las importaciones, pasaron de una media del 34% del total durante el primer periodo al 63,5% en 1992.

En general, ha bajado el peso relativo del comercio con el resto de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y Estados Unidos es una de las «víctimas» más notables. Entre 1981 y 2005, el porcentaje de las exportaciones españolas destinadas a Estados Unidos bajó del 10% al 4%, mientras que la cuota de las importaciones norteamericanas en nuestro mercado pasó del 10,9% inicial al 3,4% en 2005.

MÁS INTEGRADOS COMERCIALMENTE

Exportaciones e importaciones con la UE-15

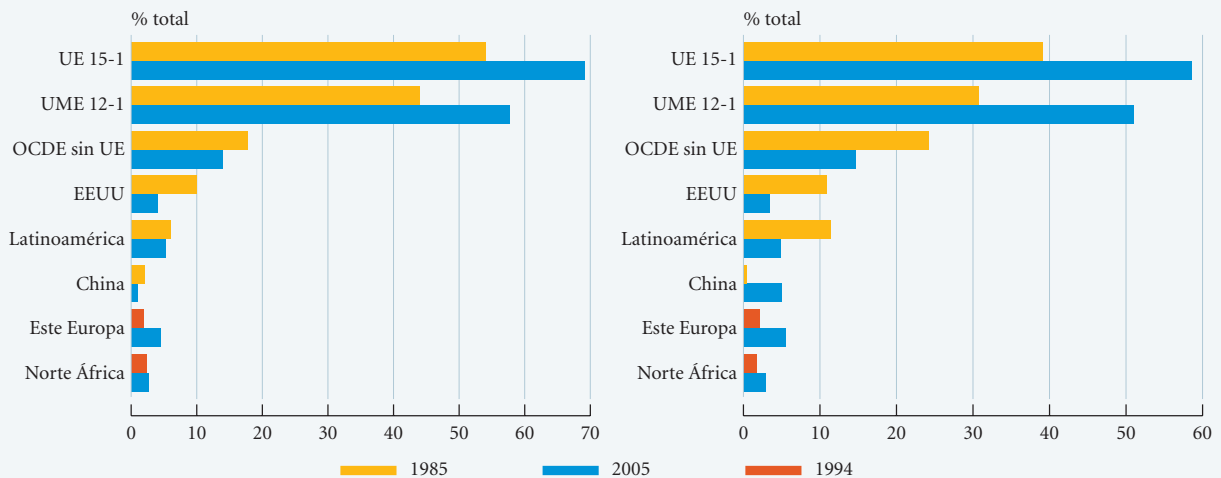


FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

EL COMERCIO EXTERIOR SE POLARIZA HACIA LA UE

Destino de las exportaciones españolas

Origen de las importaciones españolas



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Además de un aumento del comercio con los socios comunitarios, otro de los resultados esperados de rebajar las barreras al comercio y de una mayor integración de los mercados sería la convergencia de los precios de bienes comerciables dentro de la UE.

Imaginemos el caso extremo en que tanto los costes de transporte como los de distribución fueran cero y que los impuestos fueran los mismos en todos los países miembros. En ese caso, el precio de un coche producido en Alemania reflejaría solamente los costes de producción y esperaríamos que fuera el mismo en un concesionario alemán o en un concesionario español o en un concesionario francés. Es obvio que ni los costes de transporte ni los de distribución son cero y que los impuestos varían de un país a otro, pero sí es cierto que no hay aranceles ni barreras aduaneras desde 1993 entre España y la UE, que los costes de transporte se han reducido, que internet ha facilitado la comercialización y que se ha avanzado en la armonización de los impuestos y de las políticas a nivel de unión. Por ello esperaríamos que la dispersión de los precios dentro de la unión se hubiera reducido.

La evidencia empírica apoya esta hipótesis. Varios estudios aportan datos que indican que el nivel de convergencia en los precios de bienes comerciables a nivel de UE y de Unión Económica y Monetaria (UEM) fue especialmente evidente a principios de los noventa. Aún habiéndose ralentizado, la convergencia en precios de bienes comerciables ha continuado en la última década. En un artículo reciente, John Rogers, del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, analiza la convergencia de precios entre los países de la UE sector por sector y concluye que la dispersión de los precios de los bienes comerciables se redujo notablemente en Europa entre 1990 y 2001 y que la reducción más importante tuvo lugar entre 1991 y 1994.⁽¹⁾ El mismo estudio atribuye la menor dispersión de precios a la mayor armonización de impuestos y a la menor dispersión en rentas por cápita entre países europeos y, en menor medida, a la mayor apertura comercial y a la política monetaria común. Rogers también argumenta que, como consecuencia de este proceso, la dispersión de precios en el área del euro es ahora bastante similar a la que existe en Estados Unidos.

Los precios de los bienes comerciables en España también han tendido a converger con los de la Unión Europea. Tal y como muestra la tabla adjunta, los precios de ropa y calzado, equipamiento para el hogar y maquinaria, que se situaban entre un 84% y un 93% de la media en UE-15 en 1995, aumentaron hasta alcanzar entre un 96% y un 100% de la media en 2004. Los precios de los alimentos y las bebidas no alcohólicas, que se han alejado de la media de la Unión, son la excepción a este patrón.

En definitiva, el aumento significativo de nuestros intercambios comerciales con la UE, en parte a costa de un menor volumen relativo de comercio con el resto del mundo, muestran una mayor integración de nuestra economía en Europa. Los datos de precios, aunque tal vez menos concluyentes, apuntan también en la misma dirección.

PRECIOS DE LOS BIENES COMERCIABLES EN ESPAÑA

Media UE-15=100

	1995	2004
Alimentos y bebidas no alcohólicas	90,2	81,3
Bebidas alcohólicas y tabaco	64,4	69,6
Ropa y calzado	92,5	100,2
Equipamiento del hogar	89,6	98,1
Maquinaria	84,0	96,3
Total bienes (comerciables y no comerciables)	84,5	89,6

FUENTE: Eurostat.

(1) Rogers, J., 2006, «Monetary Union, Price Level Convergence, and Inflation: How Close is Europe to the United States?», Journal of Monetary Economics (forthcoming) and International Finance Discussion Paper 2002-740, Board of Governors of the Federal Reserve System.

El déficit corriente sigue pero cambian los culpables

El déficit por cuenta corriente siguió creciendo en septiembre, con un acumulado de los últimos doce meses que sobrepasó los 80.000 millones de euros. Pero lo más llamativo de lo que llevamos de 2006 es que el componente que más había contribuido al crecimiento del déficit en los últimos años, la balanza comercial, es ahora, gracias al lado de los ingresos, el que frena su crecimiento, mientras que es la balanza de servicios la que más contribuye a acelerarlo. Dentro de servicios, el turismo, permanente estrella mediática en el país, tiene sin embargo una contribución pasiva desde inicios de 2006, mientras que son el resto de servicios los que

más contribuyen a empeorar la balanza corriente. Del empeoramiento en términos absolutos de 20.390 millones de euros del déficit corriente en el último año, 13.009 corresponden al mayor déficit comercial y 3.054 al de servicios.

La balanza financiera siguió reposando sobre las inversiones de cartera. Las inversiones directas netas siguieron a la baja a causa de la fuerte inversión española en el exterior. Las entradas en España siguen una tendencia de lenta recuperación desde los mínimos de finales de 2004, pero continúa el declive en el componente de inmuebles. El sector, que representa algo más de la cuarta parte de las entradas totales, se situó en septiembre un 31% por debajo del máximo de 2003.

Se ralentiza el déficit comercial, pero la balanza de servicios no turísticos incrementa sus pérdidas.

La entrada de inversión directa crece con parsimonia.

BALANZA DE PAGOS

Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Agosto 2005	Agosto 2006	% variación
Balanza corriente			
Balanza comercial	-64.580	-77.589	20,1
Servicios	22.542	19.487	-13,6
<i>Turismo</i>	25.900	25.558	-1,3
<i>Otros servicios</i>	-3.358	-6.070	80,8
Total			
Rentas	-16.099	-18.422	14,4
Transferencias	-1.745	-3.748	114,8
Total	-59.882	-80.272	34,1
Cuenta de capital	7.661	6.139	-19,9
Balanza financiera			
Inversiones directas	-30.679	-40.629	32,4
Inversiones de cartera	81.711	173.571	112,4
Otras inversiones	1.321	-35.928	
Total	51.199	97.559	90,5
Errores y omisiones	146	-4.700	
Variación de activos del Banco de España	876	-18.725	

NOTA: El saldo resultante de la suma de la balanza corriente, de la cuenta de capital y de la balanza financiera se compensa por la variación de activos del Banco de España más los errores y omisiones.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

Los ingresos tributarios crecen a buen ritmo.

Aumenta el superávit público hasta octubre

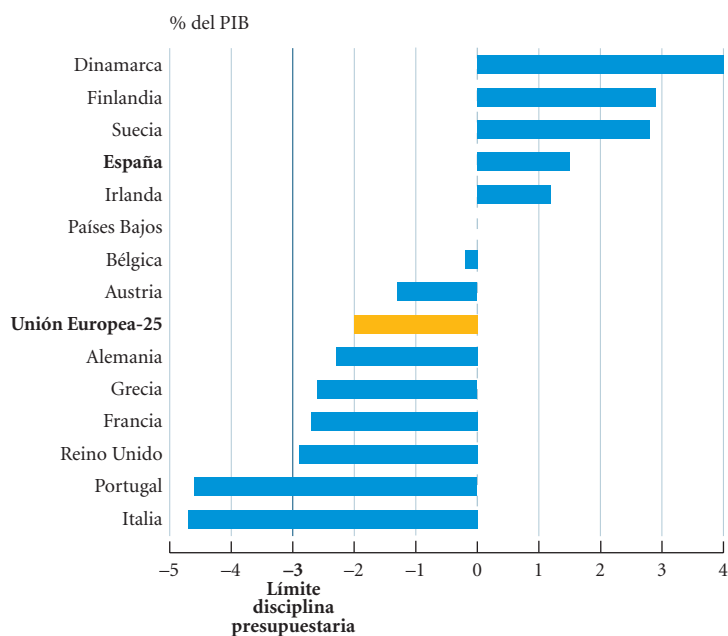
Las cuentas públicas continúan evolucionando de forma favorable. Los ingresos no financieros del Estado aumentaron hasta 123.850 millones de euros en los diez primeros meses del año, con un alza del 10,7% en relación con el mismo periodo de 2005 en términos homogéneos. Es destacable el crecimiento del 14,8% de la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas, tanto por las retenciones del trabajo como por la liquidación anual del ejercicio 2005. Los ingresos por el impuesto de sociedades crecieron el 15,9% hasta octubre, reflejando la bue-

na marcha de los resultados empresariales. En cuanto a los impuestos indirectos, las entradas subieron el 8,7%. De ellos, el impuesto sobre el valor añadido se elevó el 11,6%, mientras que los impuestos especiales sólo se incrementaron el 0,7%.

Por otro lado, los gastos siguen una progresión bastante contenida, con un crecimiento acumulado del 5,9%, gracias sobre todo a una caída del 11,5% de los pagos por intereses de la deuda. De este modo, el Estado logró un superávit de 18.587 millones de euros. En términos de contabilidad nacional, o sea contabilizando los ingresos y gastos según su devengo, el superávit registrado en los primeros

ESPAÑA, EN EL LADO VIRTUOSO

Saldo del sector público previsto para 2006



FUENTE: Comisión Europea.

diez meses del ejercicio ascendió al 2,5% del producto interior bruto (PIB), frente al 2,2% del PIB en el mismo periodo de 2005. A pesar de esta evolución favorable, hay que tener en cuenta que en los próximos meses van a aumentar los gastos de inversión y también los corrientes, con lo

que el superávit probablemente se reducirá en términos relativos. De esta forma, el saldo del conjunto de las administraciones públicas se colocará en línea con las previsiones de la Comisión Europea, que sitúan a España en el grupo de cabeza en cuanto a este indicador macroeconómico.

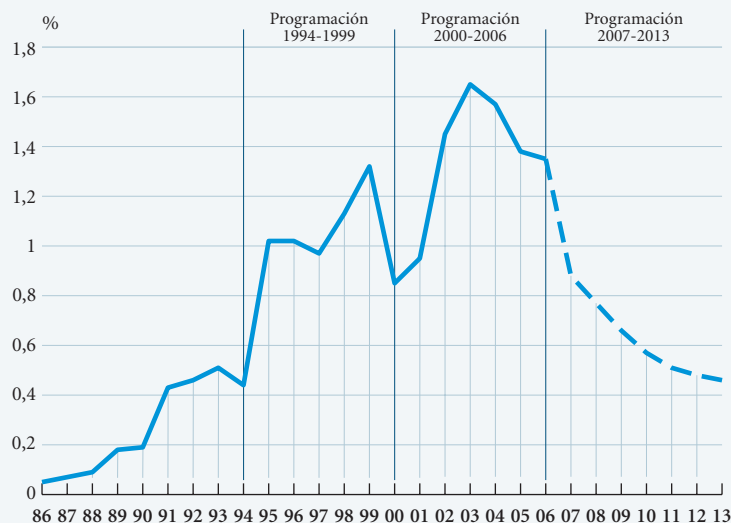
Los Fondos Europeos: ¿se acabó lo que se daba?

Desde su entrada en la Comunidad Europea, España ha recibido un volumen considerable de Fondos Europeos. Estas transferencias han sido equivalentes en promedio a un 0,8% del PIB anual y llegaron a representar un máximo del 1,6% del PIB en 2003. Sin embargo, el crecimiento de la economía española y la ampliación de la Unión a 25 miembros significará una reducción paulatina de recursos provenientes de Bruselas. ¿Cuál ha sido el efecto de estas transferencias sobre la economía española? ¿Qué impacto supondrá su reducción en los próximos años?

Empecemos por una breve introducción a los Fondos Europeos. Este término aglutina distintos programas de transferencias de la Unión Europea (UE) –los llamados Fondos Estructurales y el Fondo de Cohesión– cuya finalidad principal es reducir el retraso económico de aquellos miembros más desfavorecidos. Los Fondos Estructurales se otorgan para programas que persiguen principalmente tres objetivos: facilitar la convergencia de las regiones más rezagadas, facilitar la reconversión económica y social de zonas con problemas estructurales y, por

LOS FONDOS EUROPEOS PIERDEN PESO

Fondos Europeos recibidos por España con relación al PIB (*)



NOTA: (*) Fondos Europeos y PIB medidos a precios constantes de 2004.

FUENTES: Datos para 1986-1994, Correa y Manzanedo-López (2002); datos para 1995-2005, Banco de España; datos para 2006-2013, Comisión Europea. Elaboración propia.

último, promocionar la creación de empleo y mejorar la formación de los trabajadores. A diferencia de los Fondos Estructurales, los de Cohesión son concedidos para proyectos específicos realizables en cualquier punto del territorio del estado miembro. En ambos casos, la ayuda europea suele ir condicionada a la co-financiación de parte de los proyectos con fondos nacionales y fondos privados.

En 20 años, España ha recibido más de 91.000 millones de euros (en precios de 2004), sumando los Fondos Estructurales y los de Cohesión. El país partía como uno de los más rezagados de la UE, con un PIB per cápita que representaba el 73% de la media de la UE-15 (medido en paridades del poder de compra). Tras la ampliación de la Unión a 25 miembros, la posición relativa de España ha mejorado significativamente, con lo que el volumen de recursos provenientes de Bruselas disminuirá. Cabe señalar, sin embargo, que la evolución positiva de la economía española implicaría por sí sola una disminución de las ayudas europeas. Por un lado, el PIB per cápita del conjunto del país supera el 91% de la media de la UE-15 en 2006, con lo que España dejaría de ser candidata a recibir Fondos de Cohesión –el límite de PIB per cápita para recibirlos se sitúa en el 90%–. Por otro lado, el número de regiones elegibles como objetivo 1 para los Fondos Estructurales se redujo de 7 a 4 entre 1995 y 2003.

¿Cuál ha sido, pues, el papel de los Fondos Europeos en el desempeño de la economía española? Los Fondos Europeos han afectado a la economía española a través de varios canales. Por una parte, su efecto más inmediato es sobre la demanda agregada. En la medida en que las ayudas europeas no sean un mero sustituto de inversiones que se hubieran realizado de igual modo internamente, la demanda por parte del sector público aumenta y, con ella, el PIB. Este efecto tiende a ser mayor cuanto menor es la capacidad de utilización de los factores de producción domésticos. Si, por el contrario, la economía está operando a su máximo potencial, un mayor gasto tenderá a incrementar la inflación y las importaciones.

Los proyectos financiados con Fondos Europeos tienen también un impacto positivo y a largo plazo sobre el producto. Éste se deriva de una mayor acumulación de capital, entendido en sentido amplio –capital público (infraestructuras, etc.) y capital humano o conocimiento–. Estos «nuevos» tipos de capital permiten mejorar el rendimiento que se extrae del resto de factores de producción. A su vez, dada la mayor productividad de estos factores «tradicionales», las empresas los acumulan en mayor medida, con lo que el crecimiento de la producción es todavía mayor. La magnitud del efecto final depende de la composición de estas inversiones. En general, es más probable que inversiones en infraestructuras productivas, capital humano o proyectos de I+D tengan un impacto mayor que otro tipo de gastos, como por ejemplo las ayudas directas a empresas o sectores en dificultades (los cuales, por definición, tienen una baja productividad).

LOS FONDOS EUROPEOS EN ESPAÑA

	Fondos Europeos (*)				PIB per cápita (inicio del periodo) (**)	
	Total	Infraestructuras	Ayudas a empresas	Capital humano	% de la UE-15	% de la UE-25
1986-1993	8.182	3.956	2.097	2.129	72,50	...
1994-1999	27.763	14.496	6.209	7.058	78,70	87,40
2000-2006	54.671	27.272	17.049	10.350	84,00	92,14
2007-2013	31.457	15.692	9.810	5.955	91,72	98,67

NOTAS: (*) Millones de euros de 2004.

(**) PIB medido en paridades de poder de compra.

FUENTES: Los datos sobre el total de fondos recibidos provienen de Correa, M.D. y J. Manzanedo (2002) para el periodo 1986-1999 y de la Comisión Europea para el periodo 2000-2013. Los datos sobre el reparto en grandes áreas provienen de las estimaciones de De la Fuente, A. (2003) para el periodo 1994-1999, y Sosvilla-Rivero, S. y E. García (2006) para el periodo 2000-2006. La clasificación para el periodo 2007-2013 se ha realizado según los pesos del periodo anterior. Los datos sobre el PIB per cápita provienen de la base de datos AMECO de la Comisión Europea.

Diversos estudios han intentado cuantificar los efectos de los Fondos Europeos sobre el PIB. Las estimaciones disponibles indican que los distintos programas de ayudas tuvieron un impacto positivo equivalente a casi 0,3 puntos porcentuales adicionales sobre la tasa de crecimiento del PIB para el periodo 2000-2006 –cifra que se corresponde bien con las estimaciones de la respuesta del crecimiento del producto a aumentos del capital público en España–. Las magnitudes que los distintos estudios arrojan sugieren efectos multiplicadores significativos de los Fondos Europeos. Éstos habrían sido mayores para el periodo 1994-1999, resultado que podría explicarse por los bajos niveles de capital público y humano de los que se partía. Desde esta perspectiva, el rendimiento mostrado por los Fondos Europeos que se recibieron en el periodo pasado constituye un buen objetivo a alcanzar para los fondos disponibles entre 2007 y 2013.

LOS EFECTOS DE LOS FONDOS EUROPEOS ENTRE 2000 Y 2006

Tasa de crecimiento del PIB observada (en %)	Tasa de crecimiento del PIB sin Fondos Europeos (*) (en %)
2,88	2,60

NOTAS: Las tasas de crecimiento son anuales y acumulativas.

(*) Simulación basada en el modelo HERMIN.

FUENTE: Sosvilla-Rivero, S. y E. García (2006).

A modo de conclusión, merece la pena señalar que los fondos europeos no «desaparecen», puesto que nos dejan como legado un mejor entorno para la producción. El cambio experimentado en el nivel de infraestructuras y conocimiento contribuye de forma permanente a la capacidad productiva del país. En cualquier caso, la progresiva disminución de los Fondos Europeos implica que el sector público tendrá que asumir una mayor proporción del coste de estas inversiones. Esta situación otorga aún más importancia a priorizar los proyectos de inversión pública bajo criterios de rentabilidad.

Ahorro y financiación

La financiación al sector privado crece al ritmo más alto de la última década.

La financiación a las empresas se dispara

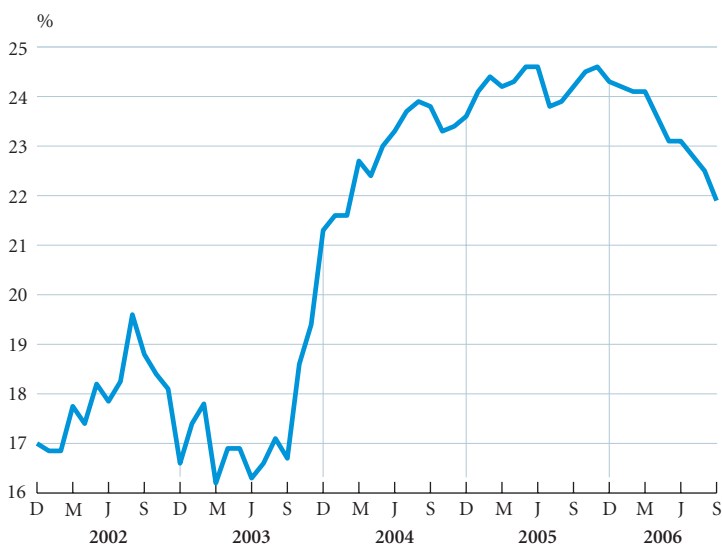
De forma paulatina, los tipos de interés de los préstamos y créditos al sector privado han seguido elevándose hasta alcanzar los niveles más altos de los últimos años. En promedio, se situaban en el 4,85% en septiembre, 106 puntos básicos por encima del mismo mes del año anterior. El tipo de interés de los préstamos para la vivienda se hallaba en un nivel inferior, el 4,52%, al realizarse mayoritariamente con garantía hipotecaria. El tipo de interés de los préstamos al consumo se situaba en el 7,41%, nivel, no obstante, igual al mes precedente, en un marco de fuerte competencia entre las entidades en este segmento del mercado.

Sin embargo, los tipos de interés continúan siendo relativamente bajos en términos reales, es decir, descontando la inflación. Además, la coyuntura continúa impulsando también la demanda de crédito al ser buenas las perspectivas del mercado laboral. De este modo, la financiación a empresas y familias sigue expandiéndose a tasas muy altas, con una variación anual del 24,1% en septiembre, la tasa más alta en por lo menos la última década. Esta aceleración es debida a las empresas, cuya financiación se elevó hasta el 26,9% en los doce últimos meses hasta septiembre.

Dentro del crédito a las empresas, el comercial, destinado a financiar el capital circulante, avivó su ritmo de crecimiento en el último periodo, y creció el 17,5%

SE CONFIRMA LA DESACELERACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO PARA LA VIVIENDA

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



FUENTE: Banco de España.

Septiembre 2006

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	79.446	4.085	5,4	11.817	17,5	5,6	
Deudores con garantía real (*)	867.434	138.147	18,9	184.738	27,1	61,1	
Otros deudores a plazo	393.300	68.004	20,9	81.221	26,0	27,7	
Deudores a la vista	29.692	1.634	5,8	3.765	14,5	2,1	
Arrendamientos financieros	39.224	4.230	12,1	5.966	17,9	2,8	
Créditos dudosos	10.896	1.265	13,1	1.245	12,9	0,8	
TOTAL	1.419.992	217.364	18,1	288.752	25,5	100,0	

NOTA: (*) La mayor parte corresponde a garantía hipotecaria.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

en los doce últimos meses. Por su parte, los arrendamientos financieros, indicador de la financiación de bienes de inversión, aumentaron a un ritmo similar en el último año, aunque con un perfil más estable.

Respecto a la financiación destinada a las familias, el incremento anual continuó moderándose en septiembre hasta el 20,6%. Esta ralentización es debida a los préstamos para la compra de vivienda, aunque, con todo, crecían a un ritmo anual del 21,9%. Esta evolución se explica parcialmente por los elevados precios que han alcanzado las casas, lo que limita la demanda a pesar de las favorables condiciones de financiación. Esta desaceleración contrasta con la pujanza del crédito a las empresas, que se destina en buena parte al sector inmobiliario.

Por otra parte, los activos dudosos del sector privado de las entidades crediticias aumentaron el 12,9% desde septiembre de 2005. Así, la tasa de morosidad bajó levemente hasta el 0,77% después de dos meses de ascensos, situándose en un nivel cercano al mínimo histórico.

Crece la retribución de los depósitos

En septiembre, la retribución de los depósitos a plazo de los particulares superó en promedio a la inflación por primera vez en los últimos años, gracias a la transmisión de la subida del tipo oficial del Eurosistema y a la reciente caída de la tasa de variación de los precios. En este contexto, los depósitos bancarios del sector privado siguieron creciendo a un fuerte ritmo en septiembre, doblando al correspondiente a la eurozona en términos anuales, pero un poco inferior al de los créditos. De esta forma, las entidades financieras se vieron obligadas a financiar la brecha entre los créditos y los depósitos principalmente mediante emisiones de valores, como cédulas hipotecarias o bonos titulizados.

Por otro lado, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria alcanzó 256.568 millones de euros al final del mes de octubre, con un alza del 6,3% en el último año. En el transcurso de los diez primeros meses del ejercicio se ha producido un trasvase desde los fondos de renta fija hacia los fondos globales, que posibilita la obtención de mayores ganancias, aunque a costa de un mayor riesgo. No

La desaceleración de las hipotecas de las familias contrasta con la pujanza del crédito a las empresas.

Los depósitos del sector privado suben a un ritmo que dobla el de la eurozona.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Septiembre 2006

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	427.730	31.540	8,0	51.821	13,8	40,5	
A plazo hasta 2 años	229.446	38.926	20,4	46.119	25,2	21,7	
A plazo a más de 2 años	298.465	58.983	24,6	89.204	42,6	28,3	
Cesiones temporales	70.284	-2.762	-3,8	-2.617	-3,6	6,7	
Total	1.025.927	126.689	14,1	184.529	21,9	97,2	
Depósitos en monedas no euro	29.053	13.414	85,8	16.710	135,4	2,8	
TOTAL	1.054.980	140.103	15,3	201.239	23,6	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El rendimiento medio anual de los fondos de inversión mobiliaria, más del doble de la inflación.

obstante, en octubre el dinero fresco se dirigió especialmente hacia la renta variable europea, a causa de sus mejores perspectivas. De hecho, la renta variable euro-

pea presentaba una elevada rentabilidad anual mayor que el 20%, sólo superada por la renta variable nacional y la de los mercados emergentes. El rendimiento

LA REFORMA FISCAL SOBRE EL AHORRO

Producto	Fiscalidad	
	Antes de la reforma	A partir del 1 de enero de 2007
Depósitos y renta fija		
Hasta 2 años	Al tipo marginal	18%
Más de 2 años	Bonificación del 40% sobre los intereses	18%
Dividendos	Con carácter general computación por el 140%, pero se aplica una deducción en la cuota líquida del 40%	18%, pero con exención de hasta 1.500 euros anuales
Plusvalías		
Hasta 1 año	Al tipo marginal	18%
Más de 1 año	15%	18%
Seguros de vida (individual)		
Prestaciones en forma de capital	Al tipo marginal, pero con reducción del 40% a partir de 2 años y del 75% en más de 5 años	18%
Prestaciones como rentas	Se aplican unos coeficientes para la integración en la base imponible. Al tipo marginal	Se reducen los coeficientes para la integración en la base imponible. 18%
Nuevo producto: Plan Individual de Ahorro Sistemático (PIAS)	-	Exención de los rendimientos hasta la constitución de las rentas vitalicias (mínimo 10 años), luego tributación al 18%
Planes de pensiones		
Prestaciones en forma de pago único	Reducción del 40% en el importe de la prestación	No hay ninguna reducción

FUENTES: BOE, Boletín Oficial de las Cortes Generales y elaboración propia.

promedio de los fondos de inversión en los últimos doce meses resultó del 5,3%, más del doble de la inflación.

En otro orden de cosas, a principios de noviembre el Congreso de los Diputados aprobó definitivamente la ley de reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Esta norma legislativa, que entrará en vigor a partir del 1 de enero de 2007, tiene un importante impacto en la fiscalidad de los productos de ahorro, por lo que pasamos a continuación a comentar las principales novedades al respecto.

Un objetivo de la nueva ley es la neutralidad en el tratamiento fiscal de los distintos productos de ahorro e inversión financieros, de modo que la elección de los diferentes instrumentos se base en su rendimiento intrínseco y no en consideraciones de rentabilidad financiero-fiscal. Para ello, con carácter general se establece una tributación a un tipo único del 18% de los rendimientos, que no se integrarán en el resto de la base imponible. Esto supone modificaciones que afectan más o menos a los distintos productos financieros en función de la fiscalidad vigente hasta ahora y que se resumen en el cuadro adjunto. Por otra parte, la tarifa del impuesto se simplifica de cinco a cuatro tramos, y se reduce el tipo máximo del 45% al 43%.

Los intereses de los depósitos y de la renta fija generados en un plazo hasta 2 años hasta ahora se integraban en la base imponible y tributaban al tipo marginal; los generados a más de 2 años tenían una bonificación del 40%. A partir del principio de 2007, pasarán a tributar todos a un tipo del 18% independientemente del periodo de obtención. En cuanto a los dividendos, se anula el régimen de cómputo actual, que incluye una deducción de la cuota del 40% para atenuar la doble tributación (ya

que se gravan en el impuesto de sociedades) y pasan también a tener un tipo del 18%, si bien con una exención de 1.500 euros anuales.

En cuanto a las plusvalías, por ejemplo provenientes de la compraventa de acciones o de participaciones de fondos de inversión, que hasta ahora tributaban al tipo marginal si el plazo de obtención era hasta un año, y al 15% si habían sido generadas en más de un año, ahora pasarán a tributar homogéneamente al 18%. Esto normalmente supone un mejor tratamiento fiscal para las plusvalías a corto plazo, mientras que el reservado para las plusvalías a largo plazo empeora ligeramente.

Por lo referente a los seguros de vida, se suprimen las reducciones que existían hasta ahora del 40% para los rendimientos generados a partir de 2 años, y del 75% a más de 5 años, si las prestaciones eran en forma de pago único. Esto se explica porque otro de los objetivos de la ley es incentivar el cobro de las prestaciones como renta. Además, se introduce un nuevo producto de seguros: el plan individual de ahorro sistemático (PIAS), que tendrá una duración mínima de 10 años. Por lo referente a los planes de pensiones, se suprime la reducción del 40% en el importe de la prestación en forma de pago único.

La reforma de la fiscalidad del ahorro sin duda tiene aspectos positivos y supone una simplificación. No obstante, ha suscitado algunas críticas porque se introduce inestabilidad en el tratamiento fiscal de los productos a largo plazo, lo que dificulta la planificación, y puede generar escepticismo. Asimismo, se ha apuntado que el nuevo tratamiento fiscal de los intereses favorecerá el endeudamiento de las empresas.

Se aprueba definitivamente la reforma fiscal del ahorro, con el objetivo de la neutralidad fiscal...

...que, no obstante, suscita críticas porque favorece el endeudamiento de las empresas.

ÍNDICE 2006

Recuadros temáticos publicados en el Informe Mensual

		PÁGINA
Enero	PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	
	Un tema generacional, vacas gordas y vacas flacas	12
	¿Será 2006 el año de Alemania?	26
	EEUU, o el insaciable apetito por el ahorro internacional	36
	Perspectivas de la economía española en 2006: horizonte despejado	46
	El sector exterior, clave del crecimiento de 2006	61
Febrero	MERCADO DE TRABAJO	
	El verdadero reto del empleo americano	9
	El mercado de trabajo en la UE: una globalización en pequeña escala	22
	La inmigración espolea el crecimiento de la economía española	43
	Reforma del mercado laboral: un decálogo	51
Marzo	IMPUESTOS	
	Trabajar sale muy caro en Europa: la fiscalidad sobre el empleo	20
	¿Se ha de reducir el impuesto de sociedades?	65
	Fiscalidad del automóvil: la reforma pendiente	56
	¿Quién paga los impuestos en España?	44
Abril	INMOBILIARIO	
	Las disparidades del mercado inmobiliario en Estados Unidos	8
	El mercado hipotecario europeo, un mercado poco común	24
	La demografía apoya el auge de la vivienda en España	42
	¿Será 2006 un año de corrección de los precios de la vivienda?	54
Mayo	CONSUMO	
	Las tres razones de la frugalidad china	9
	¿Por qué Europa no consume más?	24
	¿Es excesivo el crecimiento del consumo en España?	46
	La modernización de los mercados financieros potencia el efecto riqueza	69
Junio	TURISMO	
	El turismo del siglo XXI: motor del crecimiento global	17
	El turista español gana la partida al extranjero	42
	Turismo y sector inmobiliario: ¿Una nueva era?	44
	El nuevo turista ya está aquí	62
Julio-agosto	PRODUCTIVIDAD	
	Empleo y productividad: ¿objetivos incompatibles?	20
	¿Por qué se desacelera la productividad total de los factores de la economía española?	38
	En busca de la productividad perdida	43
	Productividad del trabajo y modalidades de contratación	49

Septiembre	DESEQUILIBRIOS DE BALANZA DE PAGOS	
	Estados Unidos: una lectura positiva del déficit por cuenta corriente	10
	América y China, o la fábula de la cigarra y la hormiga	17
	Resultados pobres en competitividad	53
	El déficit corriente en España: ¿Hay luz al final del túnel?	60
	Los inversores españoles descubren Europa	65
Octubre	INMIGRACIÓN	
	La inmigración en España y Estados Unidos: una cuestión de género	12
	¿Dónde está el fontanero polaco? Mito y realidad sobre el alud migratorio del Este	29
	Mercado laboral e inmigración: ¿Hacia dónde vamos?	46
	Los efectos de la inmigración sobre el empleo y los salarios	51
	¿Cómo afecta la inmigración al Estado del bienestar?	62
Noviembre	CHINA Y LA INDIA	
	India, tras la estela de China	12
	China: ¿dónde están los emprendedores?	19
	India y China, ¿socios o competidores globales de la Unión Europea?	28
	El dragón chino asoma su cabeza en España	63
Diciembre	20 AÑOS EN LA UE	
	¿Qué factores posibilitan la convergencia con la UE?	20
	El euro, el «Club Med» y la estabilidad macroeconómica prometida	33
	¿Está España integrada comercialmente en Europa?	57
	Los Fondos Europeos: ¿se acabó lo que se daba?	63

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 2006.

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

■ 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** (Agotado)
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 Casanovas (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
"la Caixa"
- Antón Costas
Universidad de Barcelona
- Juan José Dolado
Universidad Carlos III
- Jordi Galí
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- 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