

Informe Mensual



NÚMERO 298

El sector inmobiliario y la desaceleración de la economía estadounidense Pág. 12

Una crisis profunda del inmobiliario tendría un efecto importante, aunque no catastrófico, en el conjunto de la actividad

¿Continuarán los tipos de interés reales bajos en 2007? Pág. 34

La época de tipos de interés reales muy bajos apunta a su fin

La competitividad exterior española aguanta el tipo... de momento Pág. 58

La cuota mundial de las exportaciones españolas no evoluciona mal respecto a la de nuestros principales competidores

La política fiscal para 2007: el gasto como protagonista Pág. 64

Los presupuestos para 2007 se inscriben en un entorno macroeconómico favorable

Previsiones

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

	2005	2006	2007	2006				2007	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
	Previsiones			Previsiones					
Producto interior bruto									
Estados Unidos	3,2	3,3	2,6	3,7	3,5	3,0	3,0	2,6	2,6
Japón	1,9	2,0	1,5	2,7	2,2	1,7	1,4	1,2	1,3
Reino Unido	1,9	2,7	2,4	2,4	2,7	2,9	2,8	2,4	2,6
Zona del euro	1,4	2,6	2,1	2,2	2,8	2,7	2,7	2,3	2,0
<i>Alemania</i>	1,1	2,5	1,4	1,9	2,7	2,8	2,6	1,7	1,3
<i>Francia</i>	1,2	2,0	2,0	1,3	2,6	1,9	2,1	2,2	1,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,4	3,2	1,9	3,7	4,0	3,3	1,8	2,0	1,5
Japón	-0,3	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4
Reino Unido	2,3	2,8	2,6	2,2	2,8	3,2	3,1	3,1	2,5
Zona del euro	2,2	2,2	2,0	2,3	2,5	2,1	1,8	2,2	1,8
<i>Alemania</i>	2,0	1,7	2,3	2,0	1,9	1,6	1,3	2,5	2,3
<i>Francia</i>	1,7	1,7	1,6	1,8	1,9	1,7	1,3	1,4	1,3
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
	Previsiones			Previsiones					
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	4,2	3,6	3,2	3,8	3,6	3,6	3,5	3,3	3,2
Consumo de las AAPP	4,8	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3
Formación bruta de capital fijo	7,0	6,3	6,0	6,3	6,2	6,3	6,5	6,3	6,3
<i>Bienes de equipo</i>	9,0	9,2	8,2	8,6	9,1	9,5	9,6	9,2	8,7
<i>Construcción</i>	6,0	6,0	5,6	5,8	5,8	6,1	6,2	6,0	5,8
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,2	4,8	4,4	4,9	4,8	4,8	4,7	4,6	4,5
Exportación de bienes y servicios	1,5	5,2	4,2	9,5	4,9	3,2	3,5	3,8	4,1
Importación de bienes y servicios	7,0	7,9	6,2	12,4	7,6	6,0	6,0	5,8	6,2
Producto interior bruto	3,5	3,7	3,5	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,6
Otras variables									
Empleo	3,1	3,1	2,7	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,8
Tasa de paro (% población activa)	9,2	8,5	8,0	9,1	8,5	8,1	8,2	8,1	8,0
Índice de precios de consumo	3,4	3,5	2,5	4,0	3,9	3,5	2,6	2,6	2,3
Costes laborales unitarios	2,2	2,6	2,2	2,5	2,7	2,6			
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-7,5	-8,8	-9,7	-10,6	-8,2	-8,5			
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-6,5	-7,9	-8,8	-10,3	-7,7	-7,9			
Saldo público (% PIB)	1,1	1,4	1,0						
MERCADOS FINANCIEROS									
	Previsiones			Previsiones					
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	3,2	5,0	5,0	4,4	4,9	5,3	5,3	5,3	5,1
Repo BCE	2,0	2,8	3,8	2,3	2,6	2,9	3,3	3,6	3,8
Bonos EEUU 10 años	4,3	4,8	5,1	4,6	5,1	4,9	4,6	4,8	5,0
Bonos alemanes 10 años	3,4	3,8	4,4	3,5	4,0	3,9	3,8	3,9	4,3
Obligaciones 10 años	3,4	3,8	4,4	3,5	4,0	3,9	3,8	3,9	4,3
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,25	1,26	1,35	1,20	1,26	1,27	1,29	1,36	1,37

INFORME MENSUAL

Enero 2007

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.

El año 2007, ante la globalización y sus riesgos

Índice

1 Editorial
2 Resumen ejecutivo
6 Coyuntura internacional
6 Previsiones OCDE
9 Estados Unidos
12 <i>El sector inmobiliario y la desaceleración de la economía estadounidense</i>
15 Japón
17 China
19 México
21 Unión Europea
21 Zona del euro
23 Alemania
25 Francia
26 Italia
27 Reino Unido
28 Mercados financieros
28 Mercados monetarios y de capital
34 <i>¿Continuarán los tipos de interés reales bajos en 2007?</i>
40 Coyuntura española
40 Actividad económica
46 Mercado de trabajo
52 Precios
57 Sector exterior
58 <i>La competitividad exterior española aguanta el tipo... de momento</i>
63 Sector público
64 <i>La política fiscal para 2007: el gasto como protagonista</i>
68 Ahorro y financiación

Dicen que un pesimista es un optimista que se ha cansado de serlo. En términos de evolución económica internacional, lo contrario parece más acertado. En los últimos años, los resultados de crecimiento e inflación han mejorado sistemáticamente las previsiones iniciales. Al final de cada ejercicio, los pesimistas, los que anteponen los riesgos a las oportunidades, deben acabar dando la razón a los optimistas. La economía mundial atraviesa por una de las fases más brillantes de las últimas décadas, superando amenazas tan delicadas como desplomes de bolsa, crisis financieras, precios de materias primas en máximos históricos, atentados terroristas, guerras o desastres naturales. Ante el año 2007 que empieza, proliferan los pronósticos, como es habitual. Y, como también es tradicional, la previsión más general es la de anticipar una cierta desaceleración del crecimiento, una estabilización de los desequilibrios, una moderación de los mercados... ¿Volveremos a equivocarnos?

Más allá del detalle de las predicciones y del acierto de los pronósticos, lo más importante es entender el momento presente de la economía y los fundamentos de este ciclo expansivo. En su informe sobre las perspectivas económicas mundiales para 2007, el Banco Mundial explica la situación actual por la globalización de las economías. Los elevados ritmos de crecimiento, el firme avance de los países emergentes y la mejora del nivel de vida en una magnitud sin precedentes se explican por la progresiva integración del comercio, las finanzas, la tecnología, las ideas y las personas. El informe se pregunta si continuará este proceso de integración. Si la hipótesis central se cumple, tenemos globalización para rato: entre 2006 y 2030, el crecimiento económico mundial superará el registrado entre 1980 y 2005, la renta per cápita de los países en desarrollo también aumentará más rápido y la pobreza en el mundo disminuirá considerablemente, a pesar del aumento de la población.

Pero sin ir tan lejos en el tiempo, el actual contexto de globalización presenta también dos serios riesgos. Uno está en los muy elevados desequilibrios en las balanzas corrientes. El enorme déficit de Estados Unidos, inducido por el gasto de consumo, requiere grandes volúmenes de ahorro exterior, que proviene casi exclusivamente de las economías asiáticas emergentes. Como se dice y se repite en todos los informes sobre la economía internacional, este desequilibrio no puede ampliarse indefinidamente. Y su corrección, si se produce bruscamente, sea a través de un freno en el consumo americano o vía modificación de los tipos de cambio, podría dar al traste con el actual ciclo expansivo.

El otro riesgo reside en las crecientes tensiones que plantea el proceso de globalización. La abundante liquidez, los bajos tipos de interés y el optimismo generalizado han provocado una inflación de activos que se manifiesta principalmente en la exuberancia del sector inmobiliario en muchos países. Además, el crecimiento de los beneficios empresariales y las favorables condiciones de financiación propician una intensa oleada de operaciones de compra y adquisición de empresas así como la proliferación de instrumentos financieros de alto riesgo. Por contra, la presión competitiva de los países emergentes presiona a la baja los salarios de los empleos poco cualificados en los países desarrollados, obliga a deslocalizar determinadas industrias hacia países de bajo coste y estimula la inmigración de trabajadores extranjeros que aceptan sueldos bajos, abriendo el abanico salarial y aumentando las desigualdades. En definitiva, las tensiones de la globalización plantean riesgos relevantes que hay que tener en cuenta para que sus efectos positivos perduren durante muchos años.

RESUMEN EJECUTIVO

Las perspectivas de crecimiento de la economía internacional siguen siendo muy favorables.

Uno de los riesgos principales apunta a Estados Unidos, por la incertidumbre sobre el alcance del colapso de la edificación residencial.

Un dato positivo es la recuperación de Alemania, tras muchos años de resultados mediocres.

Lo que nos espera en 2007

La expansión continúa, con riesgos a la baja. En 2006, los países en desarrollo han crecido un 7% en términos reales, más del doble que los desarrollados. En 2007 se repetirá la historia, si bien en un ritmo algo inferior, y lo mismo vale para 2008. No hay razones para pensar que la extraordinaria expansión del crecimiento y el comercio mundial de los últimos años vaya a frenarse sustancialmente. Los tipos de interés pueden ser algo más elevados, el déficit exterior americano algo más contenido, el mercado inmobiliario puede caer algo más, la locomotora china podría enfriarse un poco, no pueden descartarse turbulencias financieras. Pero en general los análisis no consiguen identificar la clase de riesgo capaz de sabotear el robusto momento económico internacional. A no ser que se produzca una desafortunada combinación de los mismos o aparezca el factor imprevisto de carácter geopolítico que frustra todas las previsiones.

Estados Unidos: tocado pero no hundido.

Al sector inmobiliario estadounidense le corresponde el protagonismo a la hora de citar los riesgos de la economía global. La secuencia de los hechos se inicia en el colapso del sector, que generaría una gran inquietud en trece familias, que frenarían el gasto de consumo y desencadenarían así una espiral recesiva. La primera etapa, la del colapso del sector, es la que se está recorriendo ahora, con un descenso del 25% en la actividad y un recorte del 4% en los precios. Sin embargo, de momento no hay evidencia de que los consumidores hayan recortado gastos. La capacidad adquisitiva de las familias sube gracias al aumento del empleo y al recorte de la inflación. La Fed está atenta para acudir con su cura de

emergencia, un recorte de tipos de interés. De momento, nos inclinamos por el escenario de desaceleración suave (crecimiento del 2%-2,5% en 2007) frente al pesimista (menos del 1,5%).

China: más madera. La rutilante estrella de la economía internacional de los últimos años seguirá brillando. Los otros BRICs (grandes economías emergentes: Brasil, Rusia, India y China) también, con la excepción de Brasil, pero China marca la pauta, con crecimientos anuales reales de dos dígitos. No obstante, la acusada y creciente orientación exportadora de la maquinaria industrial china no deja de ser una anomalía, cuando detrás hay un ingente ejército de mano de obra que subsiste de la agricultura y cuyos niveles de consumo no se han acompasado al desarrollo industrial. A lo largo de 2007 deberían producirse señales de cambios –graduales, por supuesto, como corresponde a la mentalidad oriental– que apunten a una menor preponderancia de la inversión sobre el consumo, a un menor peso de los conglomerados estatales, a un cierto saneamiento del sistema bancario, a una revalorización del yuan e incluso a una mejora de los déficits institucionales: derechos de propiedad, transparencia contable, supervisión bancaria, etc.

Al emania re surge. La antigua locomotora europea había tiempo que se había convertido en el lastre de la economía continental. La mala digestión de la reunificación de 1990 y la resistencia a aceptar las reformas estructurales necesarias han dado como resultado una economía con mucho paro, mucho déficit público y escaso crecimiento. Pero las vacas flacas parecen quedar atrás. El índice IFO de confianza empresarial de diciembre ha retornado

sorprenden tem en te a los niveles alcanzados cuando la reunificación. No es por casualidad. La economía alemana ha superado los mejores pronósticos de 2006 y va por el mismo camino en 2007. El consumo privado revive y el superávit de la primera potencia exportadora mundial crece. Una buena noticia para economías como la española, que encuentran en el mercado alemán un importante destino de sus exportaciones de bienes y servicios.

UE a 27, € a 13. El 1 de enero de 2007, Bulgaria y Rumanía se sumarán a la Unión Europea (UE), que quedará constituida por 27 estados miembros. Con este paso, la UE incorpora a casi 30 millones de habitantes, de manera que la población total se acerca a los 500 millones (492,8). En términos económicos, el producto interior bruto (PIB) de la UE aumenta menos del 1%, ya que las dos nuevas economías presentan un nivel de renta per cápita muy modesto (alrededor del 33% de la media de la UE 25). Ambas ostentan una tasa de inflación superior a la media de la UE 25 y un paro más alto, pero las tasas en la UE 27 no se modifican, debido al escaso peso de los nuevos socios. En el ámbito monetario, la zona del euro también se ensancha, gracias a la incorporación de Eslovenia, uno de los nuevos miembros de la UE tras la ampliación de mayo de 2004. Sin embargo, esta antigua parte del territorio yugoslavo no va a alterar la proyección de la moneda única, con sus 2 millones de habitantes y su PIB equivalente al de la provincia de Sevilla.

Tipos de interés al alza, pero el enigma no se resuelve. Con la probable excepción de la Fed, buena parte de los bancos centrales elevarán sus tipos de interés de referencia a lo largo de 2007. En la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) se encuentra en plena fase alcista. El punto de llegada podría estar cerca del 4% y se alcanzaría en los primeros meses del ejercicio que comienza si los indicadores de inflación y actividad mantienen sus buenos resultados. El Banco de Inglaterra también puede subir su tipo de interés clave. En Japón, la autoridad

monetaria no se ha atrevido en diciembre a subir el tipo de referencia, ahora en el 0,50%, pero si la marcha de la economía nipona no se trunca podríamos asistir a más de un movimiento tensionador. La gran incógnita siguen siendo los tipos de interés a largo plazo. Las subidas de los tipos de interés monetarios a lo largo de 2006 no han arrastrado al alza los tipos a largo, de manera que las curvas de rendimientos (la diferencia entre tipos cortos y largos) se han aplanado cuando no invertido, como en el caso de Estados Unidos. ¿Están anticipando los mercados una recesión? En su último boletín mensual, el BCE apunta a una reducción de las primas por plazo de vencimiento en el caso de la eurozona. En este Informe Mensual, argumentamos sobre el cambio de preferencias en los esquemas de ahorro e inversión globales como clave para entender el misterio de los tipos.

Inmigración: ¿bendición o problema? Enseñan en las escuelas de economía que los factores de producción son el capital (físico o inmaterial) y el trabajo. En España, las sorpresas positivas que ha dado la economía en los últimos años han venido fundamentalmente de la inesperada aportación del factor trabajo. El panorama del mercado laboral se ha transformado radicalmente desde finales de los años noventa, cuando la demografía nacional apuntaba claramente a un horizonte de decadencia. A partir de entonces, grandes contingentes de inmigrantes han cubierto una demanda de trabajo sorprendentemente alta, han entrado en la dinámica del consumo e incluso han suscrito la costumbre nacional de pedir una hipoteca para comprar piso. También envían dinero a sus familiares en el país de origen: España es el principal emisoreuropeo de remesas de emigrantes. A la hora de hacer previsiones, el problema es que la información sobre inmigración es retrasada y deficiente, debido a la inmigración irregular. En 2005 fueron más de 600.000, en 2006 la cifra parece que no va a ser inferior. Dadas las favorables perspectivas de crecimiento y empleo, poco deben cambiar las cosas en 2007.

El año 2007 empieza con las ampliaciones de la UE, de 25 a 27 estados miembros (Bulgaria y Rumanía) y de la zona del euro, de 12 a 13 (Eslovenia).

Con la probable excepción de Estados Unidos, se esperan subidas en los tipos de interés de referencia en los principales bancos centrales, pero subsiste la incógnita sobre la evolución de los tipos a largo plazo.

La corriente migratoria hacia España constituye un elemento básico para explicar la evolución económica reciente.

La demanda interior va a seguir tirando de la economía, aunque cabe esperar una cierta desaceleración en la construcción y un avance más acompasado en el gasto de consumo.

Favorables perspectivas para la inflación en 2007, pero el desequilibrio exterior seguirá agravándose.

La economía española está a poca distancia de la convergencia con la media de la UE, pero existe todavía un margen considerable en la mejora de la productividad.

El ladrillo: ¿un año más? Va siendo un lugar común en los comentarios referidos a la economía española denostar el «modelo de crecimiento excesivamente dependiente del ladrillo» y echar en falta un crecimiento basado en sectores de elevado valor añadido y en exportaciones de alta tecnología. Pues bien, el año 2007 no nos va a traer grandes novedades en este sentido. El consenso de previsiones que elabora la Fundación de las Cajas de Ahorros prevé una desaceleración con tenida en la construcción, que pasaría del 6,2% en 2006 al 5,4% en 2007. Teniendo en cuenta que la actividad en obra civil continuará siendo elevada, es la edificación residencial la parte que debería sufrir una mayor moderación. Ya se perciben algunas señales, como el alargamiento de los plazos de venta de pisos. Pero también es cierto que en la última parte de 2006 se han disparado los visados de obra nueva y el crédito a promotores, aunque ello podría obedecer a la próxima entrada en vigor del Código Técnico de Edificación.

La demanda nacional, locomotora. Ta poco hay que dramatizar con el «modelo económico». La inversión en equipo crece y crecerá más que la destinada a la construcción, lo cual constituye una buena señal. El gasto en inversión sube al ritmo del producto interior bruto nominal, lo cual no es poco. El consumo privado se moderará suavemente a lo largo de 2007, todavía con el fondo de fortaleza que le proporcionan las rentas salariales, la mejora de la capacidad adquisitiva y unas condiciones financieras todavía laxas. ¡Ah! Y la minirreforma fiscal aprobada hace poco, que proporcionará un pequeño margen de gasto extra a las familias.

Las cabezas de la hidra. En la mitología griega, la hidra era una especie de aterroradora serpiente marina dotada de varias cabezas. En la coyuntura española, la hidra presentaba tradicionalmente cuatro cabezas: paro, inflación, déficit exterior y déficit público. Afortunadamente, varias de ellas están ya cortadas. El déficit público

parece haber pasado a la historia gracias a la eficaz gestión de los últimos gobiernos. La tasa de paro es todavía elevada, pero está ya cerca de la media comunitaria. La inflación presenta un diferencial considerable respecto a la media de la zona del euro, pero las perspectivas para 2007 son de moderación, de manera que la media del año podría caer hasta el 2,5%, un punto menos que en 2006. Queda el déficit exterior. Aquí no se prevén mejoras, sino lo contrario. Las exportaciones no van mal, pero el tirón de la demanda interna ahonda el desequilibrio. Pero incluso esta cabeza de la hidra ya no es lo que era, puesto que un déficit en euros, con España como una región más de la unión monetaria, tiene un significado que no es comparable al del déficit tradicional en pesetas.

Convergiendo, que es gerundio. Uno de los últimos actos del Gobierno en 2006 ha sido la presentación del Programa de Estabilidad, un documento que debe ser aprobado por el Consejo de Ministros de la UE. La economía española es un alumno aventajado en términos de crecimiento, y el ministro Solbes ha aprovechado para subrayar que en breve alcanzaremos el PIB per cápita medio de la Unión. Según los últimos datos de Eurostat, España se situaba en 2005 en el 98% de la media, un punto más que en 2004. Hay que reconocer, sin embargo, que la última ampliación ha acercado la meta, al incorporar países de renta baja. Con relación a la media de la antigua UE 15 todavía estamos en el 93%. El avance hacia la convergencia se ralentiza por culpa de la productividad, más baja y con un avance más lento en España. En el Programa de Estabilidad, sin embargo, aparece un rayo de esperanza: la productividad por empleado aumenta paulatinamente su crecimiento, pasando de un escaso 0,4% en 2005 al 1,0% en 2009. Este resultado sería posible gracias a las reformas de carácter estructural emprendidas y por emprender. Ojalá los buenos propósitos se conviertan en realidad.

27 de diciembre de 2006

CRONOLOGÍA

2005

- 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**
- 29 Publicación en el Boletín Oficial del Estado de la Ley 35/2006 sobre reformas 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.
- diciembre**
- 7 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 3,50%.
 - 15 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (14.387,6) con una ganancia acumulada del 34,0% con relación al final de diciembre de 2005.
 - 27 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo histórico (12.510,6) con un alza del 16,7% en relación con el final del año 2005.

AGENDA

Enero

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
- 10 Índice de producción industrial (noviembre).
- 11 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 12 IPC (diciembre).
- 15 Balanza de pagos (octubre).
- 19 IPC armonizado de la UE (diciembre).
- 25 Precios industriales (diciembre).
- 26 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
- 31 PIB de EEUU (cuarto trimestre). Comité de Mercado Abierto de la Fed.

Febrero

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero). Índice de producción industrial (diciembre).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 Avance PIB de España (cuarto trimestre).
- 14 PIB de la UE (cuarto trimestre).
- 15 Balanza de pagos (noviembre).
- 20 IPC (enero).
- 21 Contabilidad nacional trimestral (cuarto trimestre).
- 26 Precios industriales (enero).
- 28 IPC armonizado de la UE (enero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

La OCDE ve una moderada desaceleración para 2007, con un relanzamiento en 2008.

Europa debe tomar el relevo de Estados Unidos, pero China sigue.

Amaina la tensión en el precio del petróleo...

...y los desequilibrios de balanza de pagos, junto a la vivienda constituyen el mayor riesgo.

Previsiones OCDE: una recomposición del crecimiento mirando a los desequilibrios exteriores

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) prevé un crecimiento del 3,2% en 2006 para el conjunto de los 30 países miembros. Para 2007 la Organización espera una ralentización de ritmo de crecimiento hasta el 2,5%, cifra cuatro décimas inferior a las anteriores previsiones de primavera. En 2008 la actividad experimentaría un cierto relanzamiento hasta el 2,7%. Más que una desaceleración, nos encontramos ante una redistribución del crecimiento, con Estados Unidos y Japón en un proceso de aterrizaje suave, mientras que la zona del euro toma parcialmente el relevo, donde la fuerza del consumo debe solidificar la recuperación. Por su parte, China, India y Rusia seguirán exhibiendo crecimientos robustos.

Estados Unidos se desacelerará sensiblemente. Con la debilidad del mercado de la vivienda y con una inflación subyacente a la baja, ayudada por el final de las alzas del petróleo, a pesar de cierto tensionamiento en el mercado laboral, el crecimiento se reducirá del 3,3% de 2006 al 2,4% en 2007, para recuperarse hasta el 2,7% en 2008. La financiación del déficit exterior sigue siendo suficiente gracias a los bajos rendimientos que aceptan los inversores en dólares y al mantenimiento de la posición deudora exterior de Estados Unidos, por los beneficios de los activos en el extranjero, a causa de la depreciación del dólar. La corrección del déficit comercial será lenta. Por su parte, Japón deberá crecer alrededor del 2,0%,

aunque la debilidad de los salarios constituye un riesgo a la baja.

Europa tomará el relevo, con una estimación de crecimiento revisada al alza. Para 2007 se espera que, gracias al consumo, las economías de la zona del euro ganen un 2,2%, que debe mantenerse en 2008. Alemania también ve sus expectativas mejoradas, con un producto interior bruto (PIB) que en 2007 debe avanzar un 1,8%, tono claramente mejor del 1,0% previsto anteriormente. En 2008, la actividad seguiría ganando fuerza con un crecimiento del 2,1%. También Francia mantiene el paso, con avances del 2,2% y del 2,3%. Italia ve mejoras en unas expectativas que meses atrás no parecían nada halagüeñas, mientras que España apenas suavizará el fuerte nivel de actividad exhibido en 2006 (3,6%), creciendo un 3,3% en 2007 y un 3,1% en 2008.

El precio del petróleo dejará de presionar al alza a causa de la moderación de la demanda, principalmente en Estados Unidos, del incipiente efecto de sustitutos como el gas natural y de una percepción de que las tensiones geopolíticas, o bien están descontadas, o bien no deben ir a más. Sin embargo, el tiempo requerido para la adecuación de las infraestructuras, complica la adecuación de la oferta e impide grandes bajadas de precios.

El escenario sigue siendo positivo pero tiene en los desequilibrios exteriores su riesgo principal. Un cambio de percepción que dificultase la financiación y paulatina corrección del déficit comer-

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA OCDE (1)

	2004	2005	2006	2007	2008
PIB (2)					
Estados Unidos	3,9	3,2	3,3	2,4	2,7
Japón	2,3	2,7	2,8	2,0	2,0
Alemania	0,8	1,1	2,6	1,8	2,1
Francia	2,0	1,2	2,1	2,2	2,3
Italia	0,9	0,1	1,8	1,4	1,6
Reino Unido	3,3	1,9	2,6	2,6	2,8
España	3,2	3,5	3,7	3,3	3,1
Zona del euro	1,7	1,5	2,6	2,2	2,3
OCDE	3,2	2,7	3,2	2,5	2,7
Inflación (3)					
Estados Unidos	2,7	3,4	3,3	2,3	2,3
Japón	0,0	-0,6	0,3	0,3	0,8
Alemania	1,8	1,9	1,7	1,9	1,0
Francia	2,3	1,9	2,0	1,4	1,6
Italia	2,3	2,2	2,2	1,9	2,0
Reino Unido	1,3	2,0	2,2	2,0	1,9
España	3,1	3,4	3,5	2,7	3,2
Zona del euro	2,2	2,2	2,2	1,9	1,8
OCDE	2,3	2,0	2,2	2,2	2,1
Paro (4)					
Estados Unidos	5,5	5,1	4,6	4,8	5,1
Japón	4,7	4,4	4,2	3,9	3,6
Alemania	9,2	9,1	8,0	7,7	7,2
Francia	10,0	9,9	9,1	8,5	8,2
Italia	8,1	7,8	7,1	6,8	6,5
Reino Unido	4,7	4,8	5,5	5,7	5,8
España	10,5	9,2	8,4	7,8	7,6
Zona del euro	8,9	8,6	7,9	7,4	7,1
OCDE	6,7	6,5	6,0	5,8	5,7
Balanza por cuenta corriente (5)					
Estados Unidos	-5,7	-6,4	-6,6	-6,5	-6,6
Japón	3,7	3,7	3,8	4,5	5,3
Alemania	3,7	4,2	4,0	4,8	5,2
Francia	-0,4	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8
Italia	-0,9	-1,6	-2,2	-2,2	-2,6
Reino Unido	-1,6	-2,2	-2,4	-2,0	-2,1
España	-5,3	-7,4	-8,8	-9,2	-9,6
Zona del euro	0,8	0,0	-0,3	-0,1	-0,1
OCDE	-1,2	-1,7	-2,0	-1,9	-1,8
Comercio mundial (6)	10,3	7,5	9,6	7,7	8,4

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 13 de noviembre de 2006 (1 dólar = 118,1 yenes = 0,780 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 20 de noviembre de 2006.

(2) Tasas porcentuales de variación en términos reales.

(3) Tasas porcentuales de variación del deflactor del PIB.

(4) En porcentaje sobre población activa.

(5) En porcentaje del PIB.

(6) Media aritmética de las tasas porcentuales de crecimiento anual de las importaciones y exportaciones mundiales en volumen.

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

cial estadounidense, podría afectar negativamente la valoración de los activos americanos, especialmente la vivienda, con efectos negativos para el consumo y el nivel de actividad. En muchos países sigue avanzando el precio de una vivienda, que en general permanece cara. El riesgo de un reajuste de precios con los consiguientes efectos sobre la demanda de los consumidores existe. Sin embargo, las desaceleraciones recientes en Reino Unido, Holanda, Australia y Finlandia han tenido menores efectos sobre el consumo de lo que se temía, aunque siempre habrá que tener en cuenta la situación específica de cada país.

La política monetaria restrictiva de Estados Unidos parece ya terminada, mientras que en la zona euro ésta debe evolucionar hacia condiciones menos laxas. Los tipos de interés a largo siguen apuntando ligeramente al alza, pero en menor medida que a mediados de año. Los beneficios empresariales siguen mostrando un buen tono, aumentan las diferencias de renta y los productores de materias primas engrosan unas ganancias difícilmente sostenibles. Las balanzas fiscales presentan una mejoría general, especialmente en Estados Unidos, pero se echan en falta políticas que atajen los déficit estructurales aprovechando el presente momento de bonanza.

PERSPECTIVAS FINANCIERAS DE LA OCDE (1)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Déficit (-) o superávit (+) público (2)						
Estados Unidos	-4,8	-4,6	-3,7	-2,3	-2,8	-3,0
Japón	-8,0	-6,3	-5,3	-4,6	-4,0	-3,7
Alemania	-4,0	-3,7	-3,2	-2,3	-1,4	-1,3
Francia	-4,2	-3,7	-2,9	-2,7	-2,5	-2,3
Italia	-3,5	-3,5	-4,3	-4,8	-3,2	-3,3
Reino Unido	-3,4	-3,3	-3,4	-3,0	-2,7	-2,6
España	0,0	-0,2	1,1	1,4	1,2	1,4
Zona del euro	-3,1	-2,8	-2,4	-2,1	-1,5	-1,4
OCDE	-4,0	-3,4	-2,7	-2,0	-2,0	-2,0
Tipos de interés a corto plazo (3)						
Estados Unidos	1,2	1,6	3,5	5,2	5,3	5,0
Japón	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,9
Reino Unido	3,7	4,6	4,7	4,8	5,0	4,8
Zona del euro	2,3	2,1	2,2	3,1	3,8	4,0
Tipos de interés a largo plazo (4)						
Estados Unidos	4,0	4,3	4,3	4,8	4,8	4,9
Japón	1,0	1,5	1,4	1,8	2,1	2,7
Alemania	4,1	4,0	3,4	3,8	4,0	4,2
Francia	4,1	4,1	3,4	3,8	4,0	4,2
Italia	4,3	4,3	3,6	4,1	4,3	4,6
Reino Unido	4,5	4,9	4,4	4,5	4,7	4,8
España	4,1	4,1	3,4	3,8	4,0	4,2
Zona del euro	4,1	4,1	3,4	3,8	4,0	4,3

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 13 de noviembre de 2006 (1 dólar = 118,1 yenes = 0,780 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 20 de noviembre de 2006.

(2) En porcentaje del PIB.

(3) Tipos de interés a 3 meses en los mercados monetarios nacionales.

(4) Tipos de la deuda pública de las emisiones más representativas de cada país.

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Estados Unidos: miedo a la debilidad de la vivienda

La percepción de los observadores económicos a veces cambia tan rápido como las estaciones. En los calores del pasado verano, las perspectivas de 2007 estaban teñidas de dramatismo y auguraban una desaceleración con inflación, el peor de los mundos posibles, que pondría de prueba al nuevo presidente de la Reserva Federal, el banco central de los Estados Unidos. Cerca ya del invierno, las cosas pintan algo mejor y el aterrizaje suave con inflación moderada es una hipótesis bastante razonable. Meses atrás, el fin del *boom* de la vivienda tenía el efecto retardado de encarecer los alquileres, a lo que se unían el petróleo y los costes laborales. Así, la inflación tiraba al alza en el inoportuno momento en que el mercado inmobiliario empezaba a socavar el crecimiento. Desde entonces, el petróleo ha moderado sus ímpetus y apunta a continuar así, los costes laborales se han revisado a la baja y los peligros inflacionistas han amainado. Pero, además, la Reserva Federal, aún mostrando el celo antiinflacionista al que

obliga su mandato, ha encontrado un aliado insospechado en los mercados financieros, que han relajado las condiciones de liquidez de la economía. Sin necesidad de bajadas de tipos oficiales, la actividad tiene un apoyo importante, que también refleja que los riesgos respecto al escenario central son a la baja.

En virtud de este escenario, la economía estadounidense, que crecía al 3,0% interanual en el tercer trimestre y que espera, para el total de 2006, un avance cercano al 3,3%, esperamos que crezca cerca del 2,5% en 2007. Los componentes que van a protagonizar esta desaceleración serán la inversión en viviendas y el consumo privado, a partes iguales en términos absolutos. Seguirá así por un tiempo el fuerte ajuste de la oferta inmobiliaria, pero el consumo tendrá una retirada ordenada, con tendencia a la baja, con soportes que deben hacer que la desaceleración sea suave. Se agota el efecto riqueza y la refinanciación de las viviendas, con hipotecas sobre inmuebles ya pagados a bajos tipos de interés destinadas al consumo, y nos encontramos en una situación de

En Estados Unidos los temores a una desaceleración son más grandes que el miedo a las tensiones inflacionistas.

Con condiciones financieras más laxas, el crecimiento de la actividad para 2007 debería acercarse al 2,5%.

ESTADOS UNIDOS: 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 real	3,9	3,2	3,1	3,7	3,5	3,0	-	...
Ventas al por menor	6,2	7,2	6,3	8,3	6,6	5,5	4,9	5,6
Confianza del consumidor (*)	96,1	100,3	95,8	105,7	106,6	104,4	105,1	102,9
Producción industrial	2,5	3,2	3,2	3,3	4,2	5,0	4,7	3,8
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	60,5	55,5	57,0	55,6	55,2	54,0	51,2	49,5
Venta de viviendas unifamiliares	10,1	6,6	3,1	-11,6	-14,4	-22,5	-25,4	...
Tasa de paro (**)	5,5	5,1	4,9	4,7	4,6	4,7	4,4	4,5
Precios de consumo	2,7	3,4	3,7	3,7	4,0	3,3	1,3	2,0
Balanza comercial (***)	-611	-717	-717	-740	-761	-779	-772	...

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.

La desaceleración se centra en la vivienda, mientras que el consumo tiene soportes aunque tenderá ligeramente a la baja.

ahorro en mínimos, pero la relativa fortaleza del mercado laboral y la mejora de las condiciones financieras mitigan los retrocesos. El tipo hipotecario ha pasado del 6,8% de finales de julio al 6,1% de diciembre y la prima de riesgo para las deudas de las empresas está cercana al mínimo histórico. El problema no es tanto 2007 como lo que viene después, pues la situación de bajo ahorro puede impedir por un tiempo el retorno al tono robusto que imperaba en 2005. Unas mejores condiciones financieras que también hacen esperar que la inversión no ponga palos en las ruedas. El déficit exterior se corregirá con lentitud pero, en la línea de los últimos trimestres, no debería sustraer crecimiento.

Las ventas minoristas, sin automóviles ni consumo de gasolina, ganaron en noviembre un 6,1% interanual, ritmo superior al esperado que si bien no recupera aún la robusta tendencia de verano, exhibe un apreciable fondo de fortaleza. En términos reales, descontando el aumento de precios no energéticos, se ha pasado de

crecer un 2,2% a un 3,5%. Los sectores que más fuerza siguen mostrando fueron electrónica, alimentación y pequeño comercio. Por su parte, la volátil venta de automóviles parece ir saliendo del túnel, con un incremento del 5,0% interanual. El índice de confianza del consumidor del Conference Board cedió dos puntos hasta el nivel de 102,9, pérdida moderada que lo deja por encima del mínimo de agosto.

Desde el punto de vista empresarial, las cosas tienen un sesgo distinto según el sector del que se trate. En manufacturas, el índice del Institute for Supply Management descendió hasta los 49,5 puntos, situándose por debajo de la frontera de los 50 puntos por primera vez desde abril de 2003, con lo que dominan ya los que ven menor actividad. En servicios, la situación se invierte, ya que el índice se recuperó hasta unos convincentes 58,9 puntos. En conjunto, el veredicto empresarial sigue apuntando a una ralentización moderada, algo a valorar si recordamos que los beneficios siguen estando en máximos con relación al PIB.

Para los empresarios, la industria cede más que los servicios.

ESTADOS UNIDOS: LOS CONSUMIDORES RESISTEN

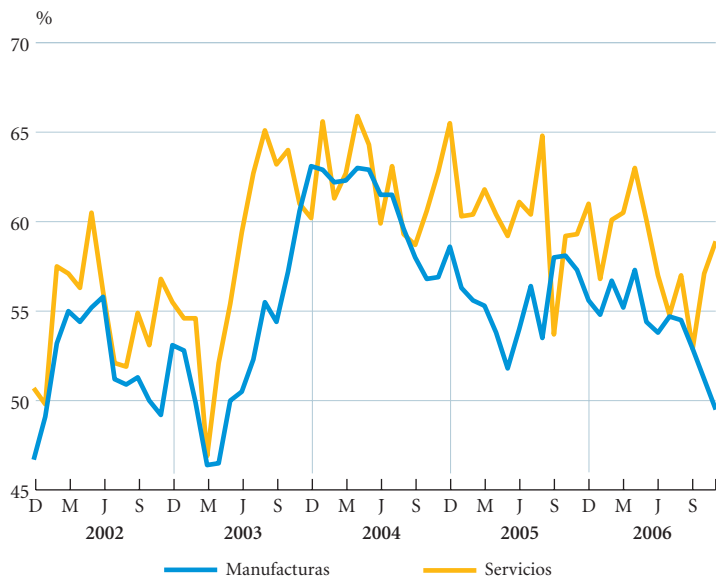
Ventas minoristas sin automóviles ni gasolina, variación interanual



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: LOS SERVICIOS, MEJOR QUE LA INDUSTRIA

Nivel de los índices del ISM



FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

Sigue el retroceso de la actividad en el mercado inmobiliario, con una reducción de la oferta que debería contribuir a limitar las bajadas de precios. También se empiezan a ver tímidos síntomas de estabilización. Las viviendas iniciadas de noviembre tuvieron una ligera reacción alcista, cuya continuidad no está asegurada, aunque todavía se situaron un 25,4% por debajo del mismo periodo del año anterior. La misma reacción al alza tuvo la venta de viviendas de segunda mano en octubre, aunque los precios intensificaron su descenso hasta el 3,5% interanual. En la vivienda nueva, más volátil, se apreció un tímido 1,8%. Por su parte, la producción industrial ganó un 3,8% interanual, perdiendo ya de forma clara el buen tono que había exhibido en los meses previos.

El mercado de trabajo es, junto con la relajación de las condiciones financieras, el otro pilar importante del consumo. La tasa de desempleo permanece baja, con un 4,5% de la población activa en noviembre, y la creación de nuevos puestos

de trabajo –132.000 en noviembre– viene superando con consistencia las expectativas de los observadores. Más en coherencia con los datos anteriores de lo que venía siendo norma, el poder adquisitivo salarial lleva creciendo progresivamente desde agosto, y en noviembre ganó un 2,3% interanual. Redondeando el panorama positivo, los costes laborales unitarios, cuya moderación da idea de la capacidad de la economía de crecer sin inflación, se ralentizaron hasta crecer un 2,3% interanual en el tercer trimestre.

El índice de precios al consumo de noviembre avanzó un 2,0%. Más allá del índice general, afectado en exceso por las fluctuaciones de la factura energética, domina la sostenida moderación del componente subyacente (que excluye energía y alimentos), el cual en noviembre avanzó un 2,6%. La inflación subyacente viene mostrando desde el verano una tendencia de moderación en claro contraste con los alcistas inicios de año. El componente más inflacionista del índice subyacente si-

Continúa la debilidad del sector inmobiliario...

...pero se crean empleos y los salarios recuperan poder adquisitivo.

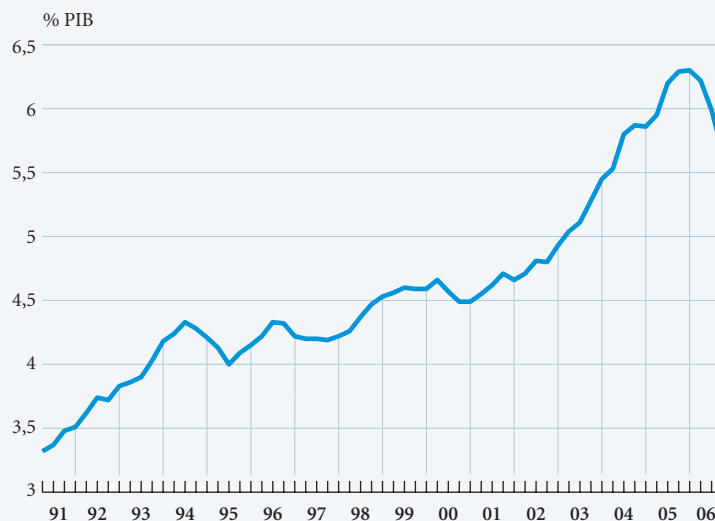
Los precios no energéticos se moderan lentamente.

El sector inmobiliario y la desaceleración de la economía estadounidense

Hace tiempo que la vivienda se ha convertido en uno de los principales componentes de la riqueza de las familias. Pero la importancia que ha adquirido recientemente en los países desarrollados ha convertido al sector inmobiliario en uno de los actores principales de la economía. Es por eso que cuando las noticias que nos llegan de este sector no son buenas, saltan todas las alarmas, y más aun cuando el país que las produce es EEUU.

EL INMOBILIARIO, PUNTA DE LANZA DE LA EXPANSIÓN

Inversión residencial en EEUU



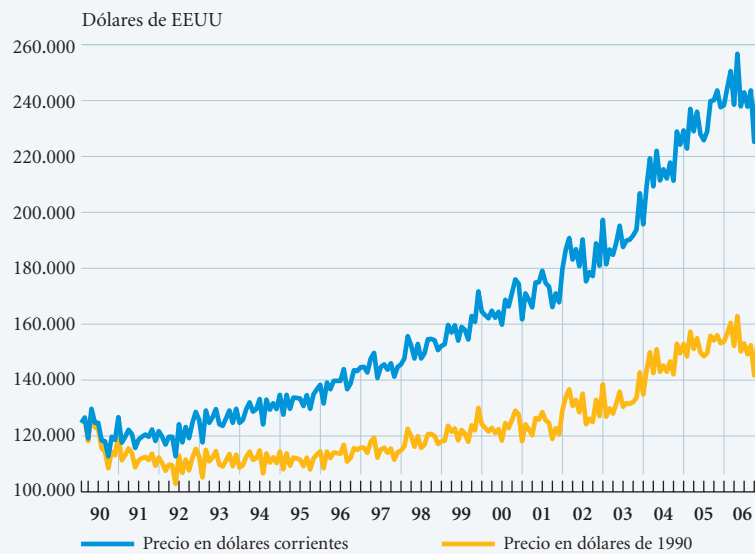
FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

Para ver como el sector inmobiliario se ha convertido en punta de lanza del crecimiento americano sólo hace falta observar la fuerte inversión residencial. Esta ha estado creciendo de forma prácticamente ininterrumpida como porcentaje del PIB durante los últimos 15 años (véase el gráfico anterior), y de forma muy notable a partir del 2002, coincidiendo con una etapa de tipos de interés muy bajos. El otro gran factor a tener en cuenta es el histórico aumento del precio de la vivienda, sistemáticamente por encima del IPC y que se ha doblado durante los últimos 10 años (véase el gráfico posterior). Esto ha hecho que muchos hogares americanos sintieran como su riqueza se disparaba, llevándoles a aumentar el consumo de forma significativa. Además, como la vivienda es la principal garantía de crédito de la que disponen la mayoría de familias, el aumento de su precio les permite aumentar su capacidad de endeudamiento, que en la mayoría de los casos es utilizada para consumir aún más. Esta novedosa forma de financiación, que a principios de los 90 prácticamente no se utilizaba, ha pasado a representar casi el 6 % de la renta disponible.

Después de tan dilatado periodo de bonanza en el sector inmobiliario, lo que parecía imposible está empezando a suceder. El precio de la vivienda nueva, que durante la última década venía creciendo a una media anual del 5,7%, ha caído un 10,9% en los tres primeros trimestres del 2006, y el de las usadas se ha estancado. El ritmo de actividad en la construcción residencial se ha resentido fuertemente y la vivienda nueva iniciada, después de 15 años creciendo a una media anual del 5,6%, ha caído un 23% en los 3 primeros trimestres del 2006 (véase el

FUERTE AUMENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

Precio de la vivienda nueva en EEUU

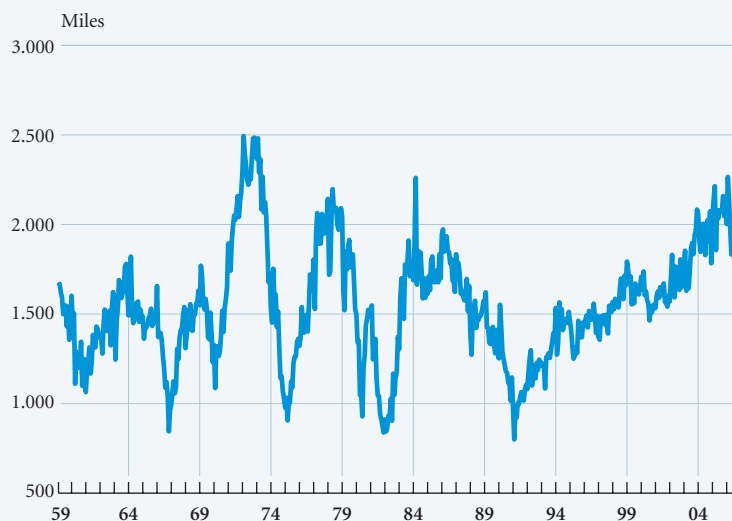


FUENTES: National Association of Realtors y elaboración propia.

gráfico posterior). Esta cascada de números rojos enciende el temor a una ralentización de la economía americana. No sólo por la caída de la inversión residencial, sino especialmente por los efectos que puede tener sobre el consumo, su gran motor. Puede parecer que los ladrillos están empezando a hacer temblar los pilares de la economía... ¿estarán hechos a prueba de terremotos?

FIN DEL LARGO CICLO EXPANSIVO INICIADO EN LOS NOVENTA

Viviendas nuevas iniciadas en términos anuales en EEUU



FUENTE: Bureau of the Census.

Sin embargo, si hay una economía en el mundo que es eficiente y capaz de ajustarse rápidamente, esta es la americana. Y es que la rápida corrección que se ha registrado en el inicio de viviendas nuevas, cuya producción es tradicionalmente inelástica a corto plazo, así parece demostrarlo (véase el gráfico anterior). Y así también lo refleja nuestro escenario central de previsiones, en el que se prevé una moderación del crecimiento del consumo privado y una caída de la inversión fija residencial de tal modo que, en conjunto, se espera que la economía americana aún crezca un 2,6% en el 2007.

De todos modos, con el fin de dirimir cuales son los canales de transmisión del shock en el sector inmobiliario y la magnitud de sus posibles efectos, resulta muy ilustrativo considerar un escenario alternativo de ajuste importante, aunque no catastrófico. En este escenario alternativo consideramos por un lado una caída adicional de los precios del 10%, en línea con la caída que se ha producido durante los tres primeros trimestres del 2006 (aunque se han recuperado algo en las últimas semanas). Y por el otro, que la inversión residencial como proporción del PIB vuelva a sus niveles de la década de los 90 (lo que supondría una caída del 15%). La caída de la inversión afectaría principalmente a los sectores de la construcción y las manufacturas, lo que restaría 0,4 puntos al crecimiento del PIB respecto al escenario central (véase la tabla adjunta). Por otra parte, la caída de precios generaría un efecto riqueza negativo sobre el consumo (y en menor grado sobre las importaciones), que crecería por debajo de lo esperado y le restaría otros 0,6 puntos de crecimiento al PIB. La economía americana parece pues lo suficientemente flexible como para aguantar un duro golpe del sector inmobiliario, y acabaría creciendo un 1,6%. Eso sí, quedaría más expuesta a posibles eventualidades futuras.

Y es que quedaría tocada, aunque no hundida, y con un margen de maniobra reducido para afrontar posibles situaciones adversas. Las presiones inflacionistas aún persisten y limitarían la capacidad de la Reserva Federal para poder reavivar la economía con disminuciones del precio del dinero. Además, la política fiscal también se ve limitada por el alto déficit fiscal. De todas formas, cabe destacar que las expectativas de inflación se han mantenido estables y la reducción del precio del petróleo puede proveer una bolsa de aire fresco nada despreciable para la *Fed*.

La economía americana parece que está de bajada, y que además quien la impulsa en este descenso es el pilar que sustenta el gran motor de la economía. De todas formas, la eficiencia con la que está respondiendo el sector de la construcción va a permitir que el aterrizaje sea suave, si no hay sorpresas de última hora...

ESTADOS UNIDOS: PREVISIONES MACROECONÓMICAS

	2006		2007			
	% variación anual real	% PIB	Escenario central		Escenario alternativo	
			% variación anual real	% PIB	% variación anual real	% PIB
PIB	3,2	100,0	2,6	100,0	1,6	100,0
Consumo privado	3,1	71,0	2,6	71,0	1,6	71,1
Inversión privada	4,6	17,0	3,3	17,1	-0,2	16,7
<i>Inversión fija no residencial</i>	7,8	11,6	6,3	12,0	6,3	12,1
<i>Inversión fija residencial</i>	-2,8	5,2	-3,5	4,9	-15,0	4,3
Consumo e inversión pública	2,0	17,6	2,0	17,4	2,0	17,6
Exportaciones netas	-0,2	-5,6	-0,1	-5,6	0,1	-5,4
Exportaciones	8,5	11,4	6,6	11,8	6,6	12,0
Importaciones	6,7	17,0	5,1	17,4	3,6	17,4

FUENTE: Elaboración propia.

que siendo el precio de los alquileres imputado a los propietarios, que avanzó un 4,3% interanual. Este componente se incluye en el índice porque se considera parte del gasto de consumo de las familias pero no constituye un gasto efectivo que desembolsen los propietarios de viviendas.

En el sector exterior, la balanza por cuenta corriente del tercer trimestre arrojó un déficit equivalente al 6,8% del PIB. Sin embargo, la senda de la corrección ya está marcada. Ayudado en parte por la debilidad del dólar y por la moderación del precio del petróleo importado, en noviembre asistimos a una disminución clara del déficit comercial, que llegó a los 58.868 millones de dólares, un rotundo 8,4% inferior al del mes previo. Desde finales de 2004, el sector exterior ha sustraído un 1,1% del PIB en dólares corrientes, a causa del encarecimiento de la energía importada. Asumiendo las perspectivas del mercado del petróleo, sin tensiones alcistas de precios, y ante la sostenida fuerza de las exportaciones, que en noviembre

crecieron un 13,8% respecto al mismo periodo del año anterior, el déficit debería continuar corrigiéndose durante 2007.

Japón, el gozo del consumidor en un pozo

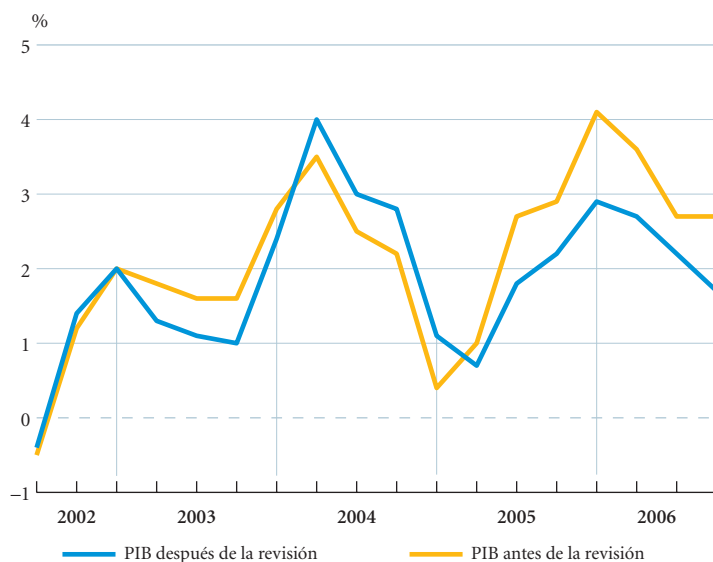
Con la última recuperación, iniciada a finales de 2005, parecía que Junichiro Koizumi, el anterior primer ministro, había empezado a cambiar Japón. La demanda interna, en especial el consumo privado, era el principal soporte de la economía y eso constituía una gran novedad. El banco central afilaba sus armas porque, tras el fin de la deflación, la economía pronto daría signos de recalentamiento. Sólo fallaba una cosa, los números de Japón juegan a veces malas pasadas. Tras un periodo de cierta inconsistencia, donde los indicadores del consumo apuntaban a la baja, la revisión de las cuentas nacionales de los últimos años les ha dado la razón y la recuperación se ha poco menos que esfumado. Además, tras la bruma de la agitación, ha vuelto a salir el viejo Japón,

El déficit comercial mejora en noviembre, a la espera de asentar su proceso de corrección.

En Japón la revisión de las cuentas nacionales pone de manifiesto un consumo más débil y mayor dependencia del exterior.

JAPÓN: LA REVISIÓN DEL PIB SE COME LA RECUPERACIÓN

Variación interanual del producto interior bruto



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

donde los productores mandan sobre unos consumidores tendentes al pesimismo que no aumentan en número, y donde la dependencia de las exportaciones sigue siendo alta.

Con la revisión, la economía de Japón creció desde finales de 2003 un 5,2% y no un 6,3% como se pensaba, y el componente que más a la baja se ha revisado es el consumo privado, que en el mismo periodo ha visto su crecimiento cercenado casi a la mitad, pasando del 4,0% al 2,6%. Aunque en una proporción menor, la inversión en equipo también se ha revisado a la baja, en especial en 2006, donde había venido mostrando especial fuerza. La construcción privada también cedió terreno aunque su contribución al crecimiento venía siendo muy pequeña. Gasto público y sector exterior son los componentes que quedan prácticamente igual. Todo ello dejó a la economía creciendo un 1,7% interanual en el tercer trimestre, con un consumo ya en ligero retroceso, pero con la inversión en equipo y unas exportaciones avanzando al 7,7% y al 9,6% respectivamente. Para 2007 la economía deberá crecer algo por

encima del 1,5%, siguiendo el bajo perfil del sector privado de la demanda interna y con los principales socios comerciales, Estados Unidos y China, en sendos procesos de ralentización, aunque de intensidad distinta. Para la segunda mitad de año, la tendencia de crecimiento irá hacia el 2%.

Las ventas minoristas de octubre avanzaron un 0,3% interanual, otra vez por debajo del aumento de precios en la tónica de perfil bajo de los últimos meses. La venta de automóviles siguió un patrón similar, retrocediendo en noviembre un 6,1% interanual, sin avances desde junio de 2005. Por su parte, la confianza del consumidor del tercer trimestre se mantuvo en los 45,6 puntos, nivel aceptable que pierde empero los máximos de los nueve meses anteriores. Tampoco el sector de la vivienda se muestra fuerte, con los precios de Tokio estancados en noviembre y las ventas retrocediendo un 22,9%. La otra cara de la moneda es la renovada fortaleza de la producción industrial, que en noviembre ganó un 6,1% interanual, un componente que muestra ese Japón tradicional, fuerte en

El crecimiento para 2007 estará cercano al 1,5%.

Frente a débiles ventas minoristas, la industria se recupera y los beneficios empresariales mantienen el tono.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	2,7	1,9	2,2	2,9	2,7	2,2	1,7	-	...
Ventas al por menor	-0,9	1,4	1,1	0,7	0,6	-0,2	0,4	0,3	...
Producción industrial	5,3	1,5	-0,1	3,6	2,8	3,7	5,3	6,1	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	20,5	18,0	19,0	21,0	20,0	21,0	24,0	-	25,0
Viviendas iniciadas	2,6	3,8	4,9	6,9	4,9	8,8	-0,7	2,1	...
Tasa de paro (**)	4,7	4,4	4,3	4,5	4,2	4,1	4,1	4,1	...
Precios de consumo	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	-0,1	0,2	0,6	0,4	...
Balanza comercial (***)	13,9	10,2	10,9	10,2	9,5	9,1	8,9	9,0	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

JAPÓN: EL FIN DE LA DEFLACIÓN AÚN NO ESTÁ CLARO

Variación interanual del deflactor del consumo privado



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

manufacturas y con miras a la exportación. En este sentido, los pedidos de maquinaria destinados al exterior se recuperaron con fuerza en octubre, y siguieron ganando terreno respecto a los destinados a la demanda interna, que languidecen desde verano. Asimismo, la encuesta empresarial Tankan del cuarto trimestre llegó, en el caso de las grandes empresas manufactureras, a los 25 puntos, mostrando que la mayor fortaleza nipona sigue residiendo en sus grandes empresas, cuyos beneficios siguen estando en forma, lo que junto al ansia inversora y el precio de algunos activos constituye el argumento del banco central para una subida de tipos no exenta de polémica.

La inflación de octubre quedó en un 0,4% interanual, y el menos volátil índice sin alimentos frescos sólo ganó un 0,1%. El deflactor del PIB del consumo privado del tercer trimestre se situó en terreno positivo después de mucho tiempo, aunque ayudado por la energía. La tasa de paro se situó en octubre en el 4,1%, pero los sala-

rios llevan ya tres meses perdiendo poder adquisitivo, lo que junto a la renovada tendencia de las familias al ahorro explica esta primacía de productores frente a consumidores.

El sector exterior siguió siendo un bastión de fortaleza, con una balanza comercial que en los últimos doce meses hasta octubre llegó a los nueve billones de yenes, recuperándose de los efectos de los precios energéticos. El sector exterior debe seguir yendo a más en los próximos meses, pero las exportaciones han perdido algo de la fortaleza que exhibían en la primera mitad de 2006, evidenciando la tendencia a la moderación del crecimiento global.

China: el extraño caso del crecimiento sin consumo

Las cifras de China parecen no dejar espacio a la ambigüedad. El crecimiento del tercer trimestre fue del 10,4% interanual, con la agricultura creciendo al 4,9%, los

La baja tasa de paro no se traduce en alzas salariales.

China ralentiza su marcha, pero aún crece al 10,4%.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB real	9,5	9,9	9,8	9,9	10,3	11,3	10,4	-	...
Producción industrial	16,3	15,9	16,2	16,4	16,8	18,0	16,2	14,7	14,9
Producción eléctrica	15,0	13,4	13,6	11,8	13,4	13,2	16,5	15,6	15,7
Precios de consumo	3,9	1,8	1,3	1,4	1,2	1,4	1,3	1,4	1,9
Balanza comercial (*)	32,1	102,0	96,6	102,0	108,8	123,5	143,3	155,2	167,6

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

FUENTES: Oficina Nacional de Estadística de China, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

La fuerza de la inversión y las exportaciones conviven con la debilidad del consumo privado.

servicios al 9,5% y la industria al 13,0%. Existe cierta desaceleración respecto al segundo trimestre, pero la actividad febril es la nota dominante sin lugar a dudas. El crecimiento chino se encara cada vez más hacia la inversión y la exportación, mientras que el consumo se queda atrás y ello genera cinco problemas que 2007 dirá si empiezan a corregirse de forma preventiva o no.

En primer lugar, la inversión representaba en 2005 un 42,3% del PIB, una tasa mayor que en otras economías emergentes que plantea serias dudas sobre su rentabilidad. En segundo término esta inversión crea un exceso de capacidad, especialmente en estructuras y sectores intensivos en materias primas, como el acero. Así, la producción industrial de noviembre avanzó un 14,9% interanual, en ligera desaceleración respecto al 16% que había venido siendo norma en los últimos tiempos, reflejando en parte las medidas de las autoridades para moderar la actividad. Sin embargo, el componente de la industria pesada, que se acerca al 70% del total, creció un 16,6% durante el mismo periodo. En tercer lugar, el crecimiento es intensivo en capital, lo que fomenta un fuerte consumo de energía y no el crecimiento del empleo, donde China tiene una reserva de mano de obra proveniente de un sector agrícola improductivo que disminuye con lentitud.

En cuarto lugar, un exceso de inversión sin rentabilidad aumentaría los problemas del sector bancario, que está realizando exitosas privatizaciones, pero donde la seguridad de que el principal de los préstamos será devuelto es inaceptablemente baja. En este sentido, es buena noticia que en noviembre la proporción del total de la industria que representaban los conglomerados, estatales altamente endeudados y con pocos beneficios, descendió al 34,0%, aunque la duda está en saber si la proporción desciende lo suficientemente rápido. Finalmente, esta primacía de la inversión se complementa con una orientación cada vez más netamente exportadora. Las exportaciones de los últimos doce meses hasta noviembre llegaron al 35,1% del PIB, y el superávit comercial podría ya superar el 6% del total de la economía. Esta dependencia del sector exterior viene agravada en el sentido de que es asimétrica, es decir, el superávit se concentra en Europa y principalmente en Estados Unidos. Así, con un superávit total de 155.000 millones de dólares en los doce meses hasta octubre, el superávit bilateral con Estados Unidos ascendía a 138.000 millones. El déficit comercial estadounidense no depende únicamente de las exportaciones chinas, pero es un hecho que este desequilibrio bilateral está creando tensiones que podrían atraer cantos proteccionistas con las consiguientes pérdidas.

CHINA: ¿REPUNTA LA INFLACIÓN?

Variación interanual del índice de precios al consumo en alimentación



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas de China, Mercado de Londres y elaboración propia.

La buena noticia es que el gobierno chino es bien consciente de todo ello, pero el problema está en la suficiencia de las soluciones, que pasan todas por estimular el consumo privado de una población tendente al ahorro. El consumo representaba en 2005 un 38,7% de la economía, cifra excepcionalmente baja incluso para una economía emergente que además sigue en declive. Las ventas minoristas de noviembre crecieron un 14,1% interanual, pero más allá de cifras concretas, los incrementos siempre son menores que los de la producción industrial y, además, a diferencia de esta última, se observa una clara desaceleración respecto a 2004 y 2005. Aumentar el gasto en medicina, educación y pensiones es un primer paso que se está dando con demasiada timidez. Obligar a las empresas a dar más dividendos sería otra medida. Más allá está el déficit institucional que incluye derechos de propiedad más claros, especialmente para agricultores y para pequeños empresarios, transparencia contable y mejor supervisión bancaria.

Con el exceso de capacidad y la reserva de mano de obra agrícola, aunque esta última no tan fácilmente traspasable a sectores más productivos, las tendencias inflacionistas deberían ser sostenibles. La inflación oficial de noviembre se situó en un 1,9% interanual, que en el caso de alimentos arrojó un más creíble 3,7%. La elección de futuro es si se deja fluctuar al tipo de cambio, de manera que una apreciación ayudara a contener los precios y contuviese el subsidio que actualmente reciben los exportadores a costa de los consumidores. La gran duda para 2007 en China no está tanto en su ritmo de crecimiento sino en la puesta en marcha de medidas adecuadas que relancen el consumo frente a la inversión y a la exportación, con una paulatina mejora del déficit institucional.

México: continúan la expansión y el deterioro comercial

La economía azteca siguió creciendo en el tercer trimestre, alcanzando un 4,6%

La industria pesada sigue dominando el crecimiento, aunque la producción industrial se desacelera ligeramente.

La pregunta para 2007 es si las autoridades serán capaces de reactivar el consumo.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTE: Banco Central de México.

México crece al 4,6%, liderado por la inversión privada.

interanual. Continúa así el ciclo alcista iniciado a finales de 2005. El crecimiento mexicano se apoya principalmente en el consumo privado, que crece al 5,4%, aunque en los últimos meses el consumo público parece acelerarse. La inversión crece cerca del 10% interanual, con un predominio del sector privado. Por componentes, desde el lado de la oferta, la construcción y las manufacturas fueron los sectores más activos del tercer trimestre, con avances del 7,7% y del 5,9% interanual respectivamente. Dentro del sector manufacturero destaca la fuerza de maquinaria y metales, aunque la tendencia es aquí de cierta desaceleración.

Entre los indicadores de demanda más recientes, la producción industrial creció en octubre un 4,6% interanual y conserva un

buen tono, aunque desde junio existe una ligera tendencia de ralentización. Sigue aquí el lento proceso del relevo de las manufacturas por la construcción que empezó en julio. Por su parte, la producción industrial de las maquiladoras perdió la fuerza del pasado verano y volvió a su letargo, con un crecimiento del 2,0%.

La estabilidad de precios sigue constituyéndose en una duda cada vez más importante de la economía mexicana, con una inflación que en octubre siguió el proceso de repunte del final de verano, creciendo a un ritmo del 4,3% interanual. El componente subyacente, sin energía ni alimentación, mantuvo el avance del 3,4%, lo que parece razonable, pero el deflactor del PIB del segundo trimestre creció un 8,5% interanual.

La construcción toma el relevo de las manufacturas.

Los precios siguen repuntando.

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: horizonte despejado

La zona del euro va a finalizar 2006 en un excelente momento de forma, por encima de su potencial de crecimiento. En el tercer trimestre se han confirmado ciertas

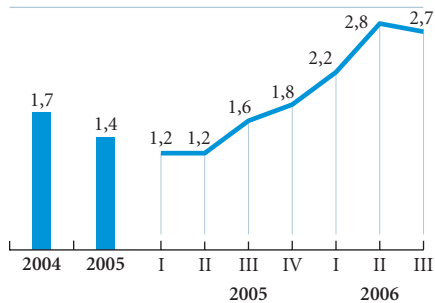
tendencias –fundamentalmente, el papel motor de la inversión– al tiempo que han aparecido algunas novedades. La más significativa de ellas es que el consumo privado está empezando a tener un papel más destacado en la expansión económica.

La zona del euro acaba el año en una forma excelente y con mayor protagonismo del consumo.

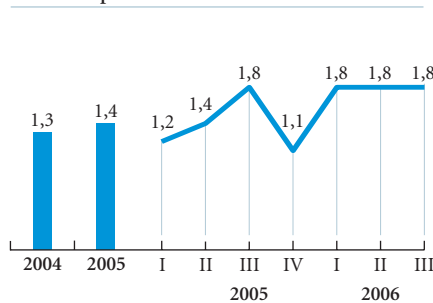
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

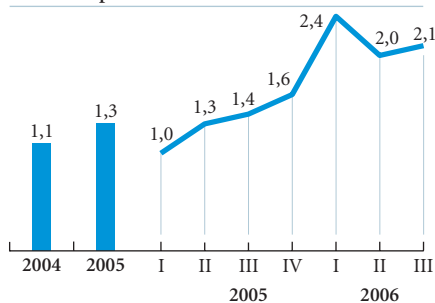
PIB



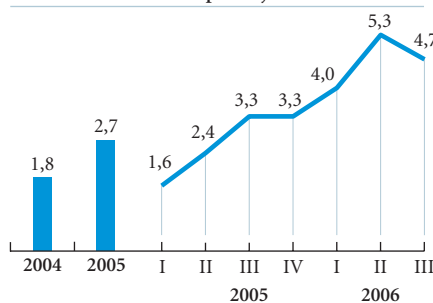
Consumo privado



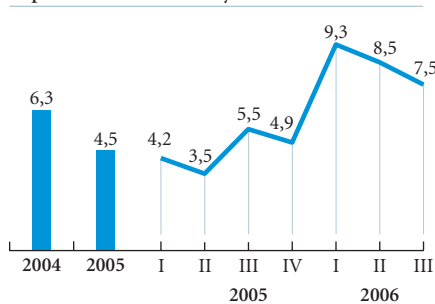
Consumo público



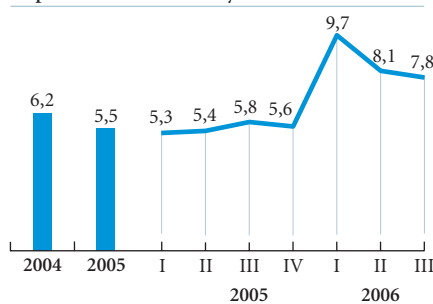
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

En el cuarto trimestre la actividad mantiene su impulso.

Concretamente, tras publicarse los resultados detallados del tercer trimestre, que se han acompañado de la revisión de las cifras del primer semestre, se constata que el consumo privado creció un 1,8% en los tres primeros trimestres, más de lo estimado preliminarmente. Por su parte, la inversión, a pesar de cierta desaceleración, exhibió un crecimiento del 4,7% interanual en dicho tercer trimestre. El consumo público mantuvo un ritmo similar al del segundo trimestre, del orden del 2% interanual. En su conjunto, la demanda interna creció un 2,7% interanual, dos décimas más que en el trimestre anterior. La aceleración de la demanda interna impulsó a su vez las importaciones, de manera que a pesar del buen comportamiento exportador la contribución del sector exterior a la variación del producto interior bruto (PIB) fue nula. En definitiva, la zona del euro creció un 2,7% interanual en el tercer trimestre, y un 2,6% en el conjunto de lo que se lleva de año.

La atención se centra en la inflación y en el impacto de la subida del IVA alemán.

Todo apunta a que el ritmo actual no va a ceder en el último trimestre. El sentimiento económico, un indicador global del pulso de la eurozona, siguió moviéndose

al alza en octubre y noviembre: frente al nivel de los 108,8 puntos del tercer trimestre, el sentimiento económico se situó en los 110,4 puntos en el promedio de los dos primeros meses del cuarto trimestre. El alza de la confianza del consumidor hasta noviembre y la aceleración de la producción industrial en octubre avalan, respectivamente por el lado de la demanda y de la oferta, que la expansión se mantiene en el tramo final del ejercicio. Como resultado, la tasa de paro, tras cinco meses consecutivos en el 7,8%, descendió una décima porcentual en octubre.

Por tanto, 2006 será, con toda probabilidad, un buen año económico. ¿Y 2007? Las preocupaciones a corto plazo fundamentales son dos. La primera, relativa al crecimiento económico, se circunscribe al impacto negativo que el ajuste fiscal alemán puede acarrear. Así, el incremento del tipo del impuesto sobre el valor añadido (tres puntos adicionales a partir del 1 de enero de 2007) provoca incertidumbre sobre sus efectos sobre la actividad, y en especial sobre los consumidores germanos, que pueden haber anticipado a la segunda mitad del año una parte signifi-

ZONA DEL EURO: 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	1,7	1,4	1,8	2,2	2,8	2,7	-	...
Ventas al por menor	1,5	1,3	1,3	0,8	1,7	1,8	1,0	...
Confianza del consumidor (*)	-14	-14	-13	-11	-10	-8	-8	-7
Producción industrial	2,0	1,2	2,1	3,4	4,1	3,9	3,6	...
Sentimiento económico (*)	99,8	98,4	100,6	103,0	107,2	108,8	110,4	110,3
Tasa de paro (**)	8,8	8,6	8,5	8,2	7,8	7,8	7,7	...
Precios de consumo	2,1	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,6	1,9
Balanza comercial (***)	80,4	42,1	22,2	3,3	-9,6	-20,9	-18,9	...

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.

cativa de su gasto y provocar, por ello, un parón temporal en el primer trimestre de 2007. Habida cuenta que la recuperación alemana está teniendo un papel importante en la expansión europea, esta incertidumbre no es menor.

Un segundo foco de atención se centra en los precios. Durante gran parte del otoño el componente energético del índice de precios de consumo (IPC) armonizado contribuyó a reducir las presiones inflacionistas, hasta el punto que en octubre el índice general se situó en el 1,6% interanual. Ahora el camino se está revirtiendo. En noviembre, la contribución energética provocó una subida hasta el 1,9% interanual. Y esta tendencia se prolongará a los próximos meses. Además, el impacto inflacionista de la subida del IVA alemán antes comentado contribuirá también a mantener los precios de la zona del euro por encima del 2% de referencia del Banco Central Europeo.

Todo ello, junto a otros factores puntuales, como el menor crecimiento exportador que se va a derivar por un entorno global en moderada desaceleración y un euro en tendencia alcista, explica que se espere un año 2007 en suave desaceleración. Ciertamente, todavía se va a crecer por encima del 2% anual, pero todo apunta a que 2006 quedará como un año excepcionalmente positivo, especialmente si se tiene en cuenta que las reformas estructurales que permitirían mejorar el potencial de crecimiento apenas progresan.

En su primer informe anual para la reforma económica la Comisión Europea, bajo un tono globalmente positivo, reconoce que el impulso reformador está siendo limitado. Específicamente, el ejecutivo comunitario apunta a tres áreas necesarias de mejoras prioritarias. La primera es la necesidad de introducir mayor competencia en ciertos mercados de servicios, entre los cuales la Comisión destaca

la energía. Un segundo punto de preocupación es la excesiva segmentación del mercado de trabajo, especialmente entre los trabajadores con condiciones de estabilidad y aquéllos en situación más precaria.

Finalmente, y probablemente vinculado al resultado anterior, preocupa la excesiva rigidez que todavía denota el mercado laboral. La apuesta por la llamada «flexiguridad», esto es una combinación de flexibilidad en las relaciones laborales y de mucho apoyo externo para facilitar transiciones laborales, parece no despegar en la mayoría de países europeos. En resumen, no parece que la época de bonanza esté sirviendo para trabajar por el futuro. O, en palabras del presidente de la Comisión, José Manuel Barroso: «no hay lugar para la complacencia». En otro orden de cosas, cabe recordar que a partir del primero de enero de 2007 Eslovenia será el décimo-tercer estado miembro de la Unión en adoptar el euro como moneda propia.

Alemania: escollo superable en el primer trimestre

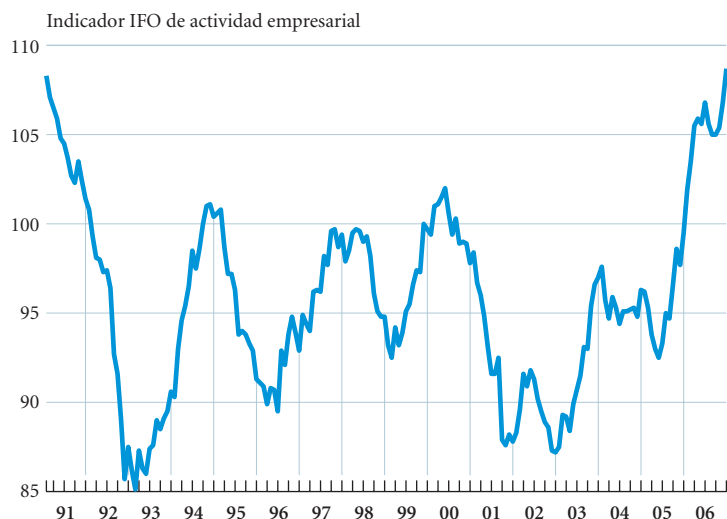
Alemania ha superado los mejores pronósticos y mantiene en el final de 2006 un ritmo expansivo notable. El consumo privado, en parte como respuesta al aumento del IVA a partir del primero de enero de 2007, ha acelerado su ritmo, según se desprende de indicadores como las matriculaciones de automóviles (aumento de más del 10% interanual en octubre-noviembre) y de la confianza del consumidor, que suma dos puntos en noviembre. Además, no se trata sólo de la demanda interna, ya que en octubre, y por segundo mes consecutivo, el superávit comercial, en saldo acumulado de doce meses, volvió a crecer. Tras esta remontada se encuentra el crecimiento explosivo de las exportaciones, superior al 18% interanual en la media de septiembre y octubre.

La expansión económica no se aprovecha para acelerar las reformas estructurales.

El consumo alemán se aviva, en parte anticipándose al aumento de la fiscalidad indirecta.

Fuerte expansión exportadora, que beneficia a la industria.

ALEMANIA EXHIBE LAS MEJORES PERSPECTIVAS DESDE LA REUNIFICACIÓN



FUENTE: Instituto IFO.

El indicador IFO, en sus máximos desde 1991, anticipa un 2007 positivo.

Desde la perspectiva de la oferta la situación también es positiva. Aunque la producción industrial ha ralentizado algo su crecimiento, se trata de un movimiento de lógica corrección frente al fuerte aumento acumulado en lo que se lleva de año. En todo caso, con el índice de producción industrial en un ritmo de avance del 3,2% interanual en octubre y con los pedidos industriales creciendo más del

8,5%, también en ese mes, la fortaleza industrial parece incuestionable. También es positiva la tónica de los servicios, que tras flojear en los meses agosto y septiembre, han recuperado posiciones hasta noviembre.

Como consecuencia de la recuperación económica se está empezando a mitigar parcialmente el acuciante problema del

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	Diciembre
PIB	0,8	1,1	1,7	1,9	2,7	2,8	-	...	-
Ventas al por menor	2,1	1,3	0,4	0,6	0,2	0,3	-0,8	...	...
Producción industrial	2,4	2,9	4,7	4,6	5,8	6,4	3,2	...	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,4	95,5	98,6	103,6	106,1	105,2	105,4	106,8	108,7
Tasa de paro (**)	10,5	11,7	11,5	11,3	11,0	10,6	10,4	10,2	...
Precios de consumo	1,6	2,0	2,2	2,1	1,9	1,6	1,1	1,5	1,3
Balanza comercial (***)	149	156,3	158,4	155,2	152,3	149,9	155,3	...	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

paro. Así, la tasa de paro tiende a aproximarse progresivamente al nivel del 10% de la población activa (10,2% en noviembre). Aunque dicho nivel todavía es elevado, cabe destacar que en los dos últimos meses la tasa de paro se ha reducido un punto porcentual. Por otra parte, la inflación replica el movimiento alcista de la zona del euro en su conjunto, y impulsada por el componente energético, repunta hasta el 1,5% interanual en noviembre (1,1% en octubre). No obstante, la estimación preliminar de diciembre registra una nueva reconducción, hasta el 1,3% interanual.

Visto este buen final de 2006 uno podría pensar que todo está despejado en el horizonte. Y aunque en gran medida las tendencias anteriores van a mantenerse, lo cierto es que el aumento del IVA de enero de 2007 induce a notable incertidumbre sobre el comportamiento germano en el primer trimestre. En un reciente informe, el Fondo Monetario Internacional hace suya la posición de consenso en este momento: el impacto sobre el crecimiento y los precios será transitorio y, en el conjunto de 2007, se absorberá sin excesivas dificultades. Factores como las buenas expectativas de las exportaciones de bienes de capital deberían proveer de un fondo

de resistencia a la economía de Alemania en 2007. Así lo creen también los empresarios: el indicador IFO de diciembre ascendió hasta los 108 puntos, máximo desde los primeros años de los noventa, debido principalmente al componente de expectativas. Ello implica que se espera una economía al alza a seis meses vista.

Francia: tendencia a mejorar

Tras anotar un crecimiento intertrimestral anualizado nulo en el tercer trimestre, el cuarto trimestre se antoja fundamental para vislumbrar las posibilidades económicas de Francia en el corto plazo. Los indicadores mensuales disponibles apuntan a que lo peor puede haber quedado atrás. Uno de los puntales del ciclo galo, el consumo, que había perdido dinamismo, ha empezado a mejorar en el cuarto trimestre, según abunda la aceleración del consumo interno en noviembre y la recuperación de la confianza del consumidor, también en noviembre. Asimismo la inversión puede estar encarando una etapa de mayor expansión, toda vez que el componente de bienes de equipo de la producción industrial alcanzó en octubre un 8,1% interanual, su máximo desde noviembre de 2000.

En Francia, el tramo final del año parece dejar atrás el pinchazo del tercer trimestre.

Superando el lastre de la automoción, la producción industrial recupera su tono.

FRANCIA: 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	2,0	1,2	1,0	1,3	2,6	1,9	–	...
Consumo interno	3,8	2,9	2,2	2,9	4,7	4,2	4,0	4,3
Producción industrial	2,0	0,2	–0,5	0,4	1,8	0,6	2,3	...
Tasa de paro (*)	10,0	9,9	9,7	9,6	9,1	8,9	8,8	8,7
Precios de consumo	2,1	1,7	1,6	1,8	1,9	1,7	1,1	1,4
Balanza comercial (**)	0,1	–1,3	–1,8	–2,1	–2,1	–2,4	–2,5	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Un mercado laboral en recuperación y la contención de la inflación ayudarán a dar consistencia al consumo.

El consumo italiano está ofreciendo una mayor aportación a la recuperación.

El cuarto trimestre ofrece buenos indicadores pero las tendencias próximas son menos optimistas.

Incluso la producción industrial, gravemente lastrada por el descenso del sector de la automoción, ha ofrecido su mejor registro desde junio pasado al crecer un 2,3% interanual en octubre. Con todo, las perspectivas industriales no están exentas de incertidumbre, ya que se combina la recuperación de la confianza industrial y el empeoramiento de los pedidos industriales. El tono de los servicios y de la construcción también es moderadamente más expansivo en los últimos meses del año.

Un factor positivo adicional es la inflación, que a pesar de repuntar en noviembre debido a la aportación de la energía, se mantiene en ritmos de crecimiento contenidos (1,4% interanual en noviembre). El efecto positivo que este escaso nivel de tensiones inflacionistas puede tener en forma de mayores rentas reales junto con una lenta, pero continuada, reconducción de la tasa de paro (8,7% en noviembre, sensiblemente mejor de los niveles del 9,6% con que se inició 2006) debería proporcionar una base sólida al consumo. Además, cabe recordar que en 2007 se empezarán a notar los efectos de la última reforma fiscal sobre la imposición personal.

Italia: final de año al alza

El crecimiento italiano en el tercer trimestre ha proporcionado cierto alivio sobre el pulso reciente de la economía. Como ha sucedido con la eurozona en su conjunto, los datos de contabilidad nacional del tercer trimestre, junto con la revisión realizada de las estimaciones del primer semestre, han arrojado la imagen de una economía que exhibe más dinamismo de lo que se creía. Así, y aunque la tasa interanual del crecimiento del PIB se mantiene en el 1,7% en los tres trimestres de 2006, se constata que el consumo ha tenido un papel central en la expansión.

Concretamente, en dicho tercer trimestre, el consumo privado creció un 1,9% interanual, similar a los registros del trimestre anterior, mientras que los restantes componentes de la demanda interna (consumo público e inversión) se desace-leraban sensiblemente. El sector exterior, por su parte, drenó seis décimas porcentuales a la variación del PIB.

A partir de este punto las perspectivas son menos claras. Los indicadores contemporáneos apuntan a un final de año en moderada expansión. Así, por citar sólo dos

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	Octubre	Noviembre
PIB	0,9	0,1	0,5	1,7	1,7	1,7	-	...
Ventas al por menor	-0,4	0,4	1,9	0,5	1,9	1,6	0,4	...
Producción industrial	-0,5	-0,9	0,4	2,7	1,7	1,4	3,3	...
Tasa de paro (*)	8,0	7,7	7,5	7,2	6,9	6,8	-	...
Precios de consumo	2,2	1,9	2,2	2,1	2,2	2,2	1,8	1,8
Balanza comercial (**)	-1,2	-9,4	-8,5	-12,9	-16,5	-21,3	-22,5	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

indicadores claves de demanda y oferta, la confianza del consumidor repuntó hasta el nivel de los 17 puntos negativos en noviembre mientras la producción industrial se aceleró en octubre hasta el 3,3% (1,9% en septiembre).

En cambio, aquellos indicadores de carácter más anticipatorio, como el sentimiento económico o el índice compuesto de indicadores adelantados, apuntan a un cierto debilitamiento al avanzar el cuarto trimestre. En otro orden de cosas, cabe destacar que la inflación ha roto la tónica del conjunto de la eurozona al mantenerse en el 1,8% interanual en noviembre, sin cambio respecto a octubre.

Reino Unido: en zona de máximos del ciclo

La gran pregunta sobre la economía británica es cuándo llegará la desaceleración. Tras crecer un 2,9% interanual en el tercer trimestre, por encima de lo esperado, ahora la duda es si el presente cuarto trimestre

será finalmente el del ajuste. A tenor de los indicadores disponibles, aunque quizás se acabe salvando dicho último trimestre, el principio de 2007 sí que exhibirá un menor dinamismo económico.

Así, a medida que avanza el cuarto trimestre, la demanda interna pierde brío. Las ventas al por menor crecen un 4,0% en octubre, pero sólo un 3,2% en noviembre. La confianza del consumidor se recupera en octubre, pero después cae en el mes siguiente. Las matriculaciones de turismo se rehacen en octubre pero retroceden en noviembre. Aunque este patrón no se repite plenamente por el lado de la oferta, la evolución de indicadores claves tampoco lo desmiente.

Menos novedades arrojan los frentes de los precios y del mercado laboral. Específicamente, los precios de consumo reiteran sus tensiones recientes (en noviembre el IPC se aceleró hasta el 3,4% interanual, dos décimas más que en octubre), mientras que la tasa de paro suma en noviembre un nuevo mes en el 3,0%.

En el Reino Unido el gran interrogante es si el máximo cíclico queda atrás.

A medida que avanza el cuarto trimestre la actividad pierde parte de su brío.

La inflación, en el 3,4% en noviembre, sigue siendo demasiado elevada.

REINO UNIDO: 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	3,3	1,9	2,0	2,4	2,7	2,9	-	...
Ventas al por menor	6,0	1,9	2,5	1,7	3,4	3,7	4,0	3,2
Producción industrial	0,8	-1,9	-2,6	-1,0	-0,6	0,3	0,6	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Precios de consumo	2,2	2,2	2,3	2,2	2,8	3,2	3,2	3,4
Balanza comercial (**)	-56,1	-64,6	-67,4	-72,5	-77,0	-81,1	-82,5	...

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

El tipo de interés oficial del Banco Central Europeo seguirá subiendo en 2007.

La Reserva Federal de Estados Unidos mantendrá la postura de cautela durante los próximos meses, antes de proceder a algún recorte.

El BCE cierra el año subiendo tipos

El día 7 de diciembre el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió elevar sus tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos, situando el tipo del Eurosistema en el 3,50%. Se trató de la sexta subida desde que inició el giro alcista un año antes. Esta medida no constituyó ninguna sorpresa y ya había sido descontada por el mercado.

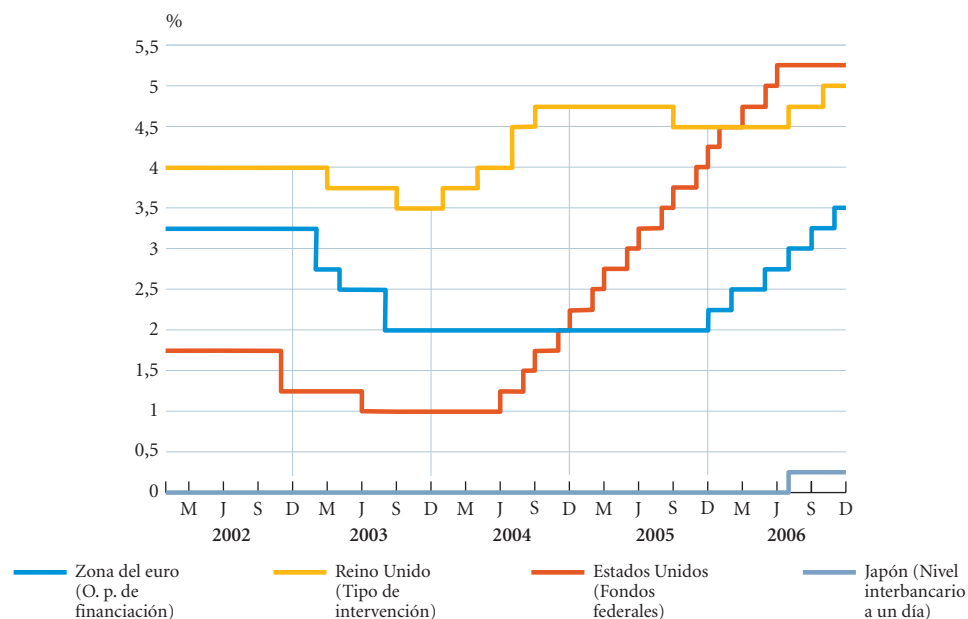
El presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, presentó unas proyecciones de crecimiento económico de la eurozona para 2007 entre el 1,7% y el 2,7%, revisada ligeramente al alza, y entre el 1,8% y el 2,8% en 2008. Respecto a la inflación, la

banda va del 1,5% al 2,5% en 2007, con una leve bajada respecto a las anteriores proyecciones de septiembre y del 1,3% al 2,5% en 2008. En este escenario, y considerando que el mismo banco central afirma que los riesgos de inflación permanecen al alza, y que el agregado monetario amplio M3 se está expandiendo sensiblemente por encima del nivel de referencia, lo más probable es que el tipo de interés oficial continúe aproximándose al nivel neutral en los primeros meses de 2007, dado que el mismo BCE reconoce que se halla en un nivel todavía bajo.

En cuanto a la Reserva Federal, en su reunión del día 12 de diciembre mantuvo el nivel de referencia del tipo de inte-

EL BANCO CENTRAL EUROPEO SUBE SU TIPO DE INTERÉS OFICIAL

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

rés interbancario a un día en el 5,25%, tal como se esperaba, por cuarta vez consecutiva. La nota de prensa que emitió tras la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto apenas presentaba cambios respecto a la anterior y mantenía el sesgo alcista. No obstante, los mercados no se lo acaban de creer, y mayoritariamente apuestan por una relajación de la política monetaria hacia el segundo trimestre de 2007. Por el momento, en efecto, lo más probable es que la Reserva Federal mantenga su postura de cautela en los próximos meses, con un equilibrio entre el peligro de una desaceleración económica más fuerte y los riesgos inflacionistas. Más tarde, en función del des-

arrollo de la coyuntura, podría proceder a algún recorte.

El Banco de Inglaterra tampoco modificó su tipo de interés clave en la segunda semana de diciembre. Sin embargo, el nuevo remonte de la inflación en noviembre, por encima del objetivo del 2,5% anual, podría inducir a una nueva vuelta de tuerca de la política monetaria en los primeros compases de 2007.

La autoridad monetaria de Japón tampoco cambió el nivel de su tipo de interés de referencia en su reunión de mediados de diciembre, tras la revisión a la baja del crecimiento económico en el tercer tri-

El Banco de Inglaterra probablemente elevará nuevamente su tipo de interés.

Las autoridades monetarias de Japón reanudarán la senda alcista de su tipo de interés de referencia en 2007.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro		Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza	
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	
		Tres meses	Un año				Tres meses (5)		
2005									
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 (*)	3,31	3,60	3,86	5,25	5,37	0,48	4,93	5,23	1,90
Diciembre (1)	3,58	3,72	4,00	5,25	5,36	0,54	5,00	5,32	2,08

NOTAS: (*) Cifras provisionales.

(1) Día 27.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 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%), 7-12-06 (3,50%).

(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.

mestre. De este modo se mantiene en el 0,25% en un contexto económico con claroscuros y con presiones del gobierno en contra de otra alza del tipo de interés oficial. De todas formas, lo más probable es que continúe la senda de subidas en 2007.

Por otro lado, en las primeras semanas de diciembre una serie de bancos centrales continuaron tensando sus políticas monetarias partiendo en general de niveles laxos. Así, el día 7 el Banco de Dinamarca elevó sus tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos, situando el tipo de los préstamos a 14 días en el 3,75%. Una semana más tarde, el Banco de Suiza subió su banda de referencia en un cuarto de punto hasta el 1,5%-2,5%. Un día más tarde, el banco central más antiguo, el de Suecia, incrementó su tipo de interés principal en 25 puntos básicos hasta el 3,0%.

De esta forma, en 2007 parece que se irá reduciendo paulatinamente el grado de relajación monetaria imperante. Sin embargo, probablemente la restricción se hará de un modo suave a nivel global, y

en el caso de Estados Unidos podría tener el signo contrario, al hallarse la economía norteamericana más avanzada en el ciclo económico.

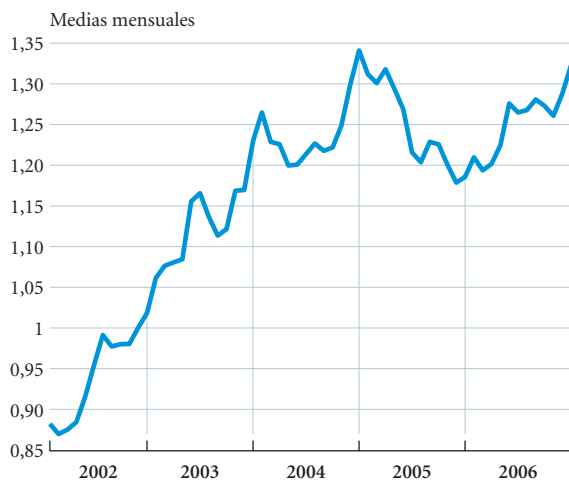
Extrema debilidad del yen por los bajos tipos de interés

El dólar marcó la cota mínima desde octubre de 1997 con relación a una amplia cesta de divisas al principio de la segunda semana de diciembre al temerse por una fuerte desaceleración de la economía estadounidense. Además, el debate sobre la diversificación de las reservas de divisas de los bancos centrales en detrimento del dólar también contribuyó a la debilidad del billete verde. No obstante, la publicación de una serie de indicadores positivos de la economía norteamericana, como una notable cifra de creación de empleos, atemperó la preocupación sobre un posible aterrizaje brusco y alejó la posibilidad de un recorte del tipo de interés de la Reserva Federal. El secretario del Tesoro, Paulson, también apoyó a su divisa con declaraciones a su favor. De

En 2007 el dólar seguirá presionado a la baja por el desequilibrio exterior.

EL EURO REGISTRA EL MÁXIMO DE LOS ÚLTIMOS VEINTE MESES FRENTE AL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 27 de diciembre.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Noviembre 2006

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 27-12-06
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2005	Anual	
Frente al dólar de EEUU							
Yen japonés	115,8	-1,0	117,3	-1,1	-1,0	-1,0	118,6
Libra esterlina (1)	1,965	3,0	1,913	1,9	9,6	10,2	1,958
Franco suizo	1,198	-3,7	1,235	-2,0	-5,4	-5,7	1,225
Dólar canadiense	1,141	1,7	1,136	0,7	-2,2	-3,8	1,162
Peso mexicano	11,00	2,2	10,92	0,2	2,7	2,3	10,88
Índice efectivo nominal (4)	106,5	-0,9	107,5	-0,8	-3,8	-4,5	107,1
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,320	4,0	1,288	2,1	8,6	9,3	1,316
Yen japonés	153,3	2,5	151,1	1,0	7,6	8,2	156,1
Franco suizo	1,592	0,2	1,592	0,2	2,8	3,1	1,606
Libra esterlina	0,674	0,9	0,674	0,2	-0,8	-0,8	0,671
Corona sueca	9,066	-1,6	9,101	-1,6	-3,5	-4,8	9,023
Corona danesa (3)	7,455	0,0	7,456	0,0	0,0	0,0	7,454
Zloty polaco	3,811	-1,6	3,825	-2,0	-0,6	-3,7	3,839
Corona checa	27,97	-0,9	28,03	-0,9	-3,2	-4,2	27,59
Forint húngaro	256,3	-1,5	258,8	-3,1	2,5	3,1	253,5
Índice efectivo nominal (5)	105,5	1,9	104,4	0,7	3,6	3,7	105,5

NOTAS: (1) Unidades por libra esterlina.

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

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

(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.

este modo, el dólar se reforzó en cierta medida. Sin embargo, en la quinta semana del mes se situaba el 4% por debajo del nivel inicial del año. Las perspectivas para 2007 son de una continuación de esta tendencia, bajo la presión de la necesidad de una corrección del abultado déficit exterior.

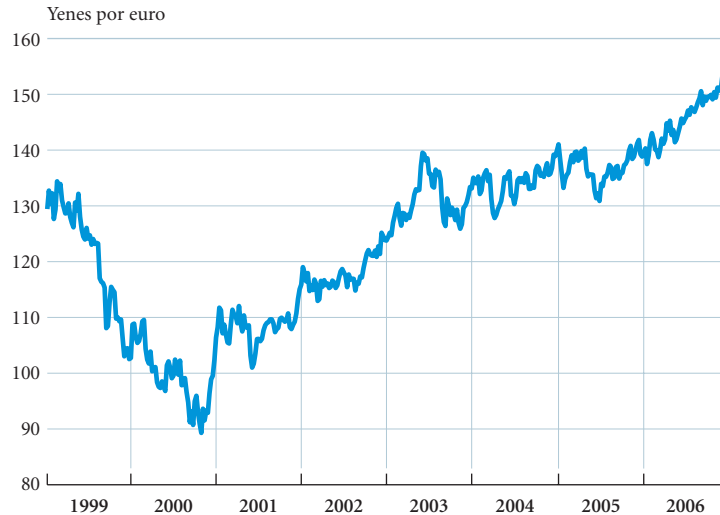
Esta depreciación del dólar se ha distribuido de forma diversa. Las monedas europeas en general se han apreciado significativamente más que las asiáticas en 2006. El euro, en la última semana de diciembre, mostraba una subida del 12%

contra el dólar desde el final de 2005. En cambio, el yen se había depreciado ligeramente en relación con la moneda norteamericana en el mismo periodo y el yuan sólo mostraba un alza del 3%. Así, el euro marcó un máximo histórico frente al yen en la penúltima semana del año al cotizarse a 156 yenes.

En efecto, la moneda nipona siguió acen tuando su debilidad, afectada por el sensible diferencial de tipos de interés en su contra. El yen registró la cota mínima desde octubre de 1998 respecto a un amplio grupo de divisas y sigue estando no-

Las principales monedas asiáticas siguen infravaloradas.

EL EURO ANOTA UN MÁXIMO HISTÓRICO CONTRA EL YEN EN DICIEMBRE

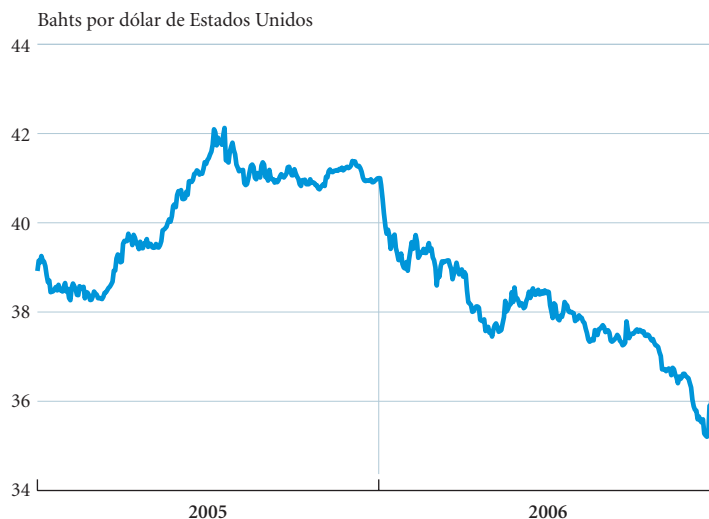


NOTA: Los datos alcanzan hasta el 21 de diciembre.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

tablemente infravalorado, al igual que el yuan. De hecho, el mismo presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, se sumó a mediados de diciembre al coro de críticos a la infravaloración de la moneda china tildándola de subvención encubierta que distorsionaba la producción y el comercio globales.

En cambio, otras monedas asiáticas se han apreciado frente al dólar en 2006, si bien son de una importancia mucho menor. Así, el baht tailandés a mediados de diciembre se había apreciado el 16% con relación al dólar desde el final de 2005, lo que indujo a las autoridades de este país a establecer una penalización

APRECIACIÓN DEL BAHT TAILANDÉS FRENTE AL DÓLAR EN 2006



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 27 de diciembre.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

de la inversión extranjera de capitales a corto plazo para frenar la apreciación de su divisa, preocupadas por el impacto negativo sobre su comercio exterior. De esta forma, la subida del baht frente al dólar en el ejercicio se reducía al 14% a mediados de la última semana de diciembre.

Otra moneda que también se ha fortalecido en las últimas semanas ha sido la libra esterlina, favorecida por las expectativas de una nueva elevación del tipo de interés del Banco de Inglaterra. La moneda británica alcanzó su nivel máximo desde mayo del año 2000 respecto a un extenso conjunto de divisas en las primeras semanas de diciembre. En relación con la moneda de Estados Unidos llegó a 1,98 dólares al principio de la segunda semana de diciembre, la cota más alta desde septiembre de 1992.

Leve elevación de las rentabilidades de los bonos públicos

En las últimas semanas, el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo ha tendido a rebotar al difuminarse la preocupación por un panorama económico recesivo. No obstante, a mediados de la última semana de diciembre la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años se colocaba en torno al 4,65%, sólo 25 puntos básicos por encima del nivel del principio de 2006.

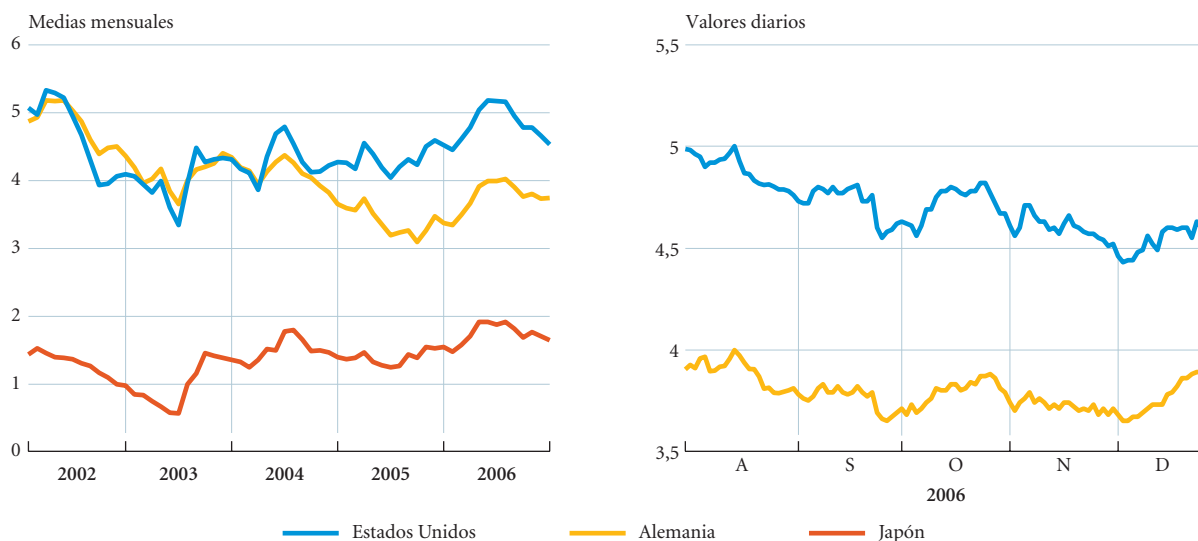
En Europa, los tipos de interés de la deuda pública alemana también se elevaron siguiendo la estela de los homólogos del otro lado del Atlántico, pero en mayor medida, dada la mejora del panorama económico de la eurozona. De esta forma, en la última semana de 2006 el rendi-

La libra esterlina marca su máxima cotización contra el dólar desde septiembre de 1992.

El rendimiento de los bonos públicos alemanes a largo plazo tenderá a subir moderadamente en 2007.

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

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



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 27 de diciembre.
FUENTES: Banco de España y Thomson Financial Datastream.

¿Continuarán los tipos de interés reales bajos en 2007?

A pesar de las recientes subidas de los tipos de interés oficiales, los tipos de interés reales a largo plazo en las economías avanzadas continúan a niveles históricamente bajos. Esta situación es aún más sorprendente dado el persistente crecimiento de los países emergentes, incluidos los gigantes asiáticos, India y China, países con grandes necesidades de capital, y que por lo tanto deberían estar poniendo presión al alza sobre los tipos de interés. Como los bajos tipos reinantes en los últimos años han contribuido sin duda a mantener el prolongado período de bonanza de la economía mundial, es lógico preguntarse si podremos seguir gozando de este entorno tan favorable. Para responder a esta pregunta, debemos entender primero por qué los tipos de interés están tan bajos. Sólo entonces podremos evaluar qué probable es que algunos de los factores determinantes de esta situación cambien.

En primer lugar, la creciente estabilidad de precios y la mayor sofisticación del sistema financiero han permitido reducir las primas de riesgo asociadas a los tipos de interés a largo plazo. En efecto, el nivel y la volatilidad de la inflación tanto en Europa como en Estados Unidos han disminuido notablemente en la última década –con la ayuda de la globalización y el aumento de credibilidad de los bancos centrales. Una inflación baja y estable disminuye el riesgo que presenta la compra de un bono que paga un tipo de interés nominal fijo, ya que una inflación mayor que la esperada erosiona el retorno en términos reales. En cuanto a la sofisticación del sistema financiero, la incorporación de los últimos avances tecnológicos para la gestión de la información y la aparición de instrumentos financieros cada vez más complejos han permitido mejorar la distribución del riesgo en general y, de esta manera, reducir las primas asociadas a él.

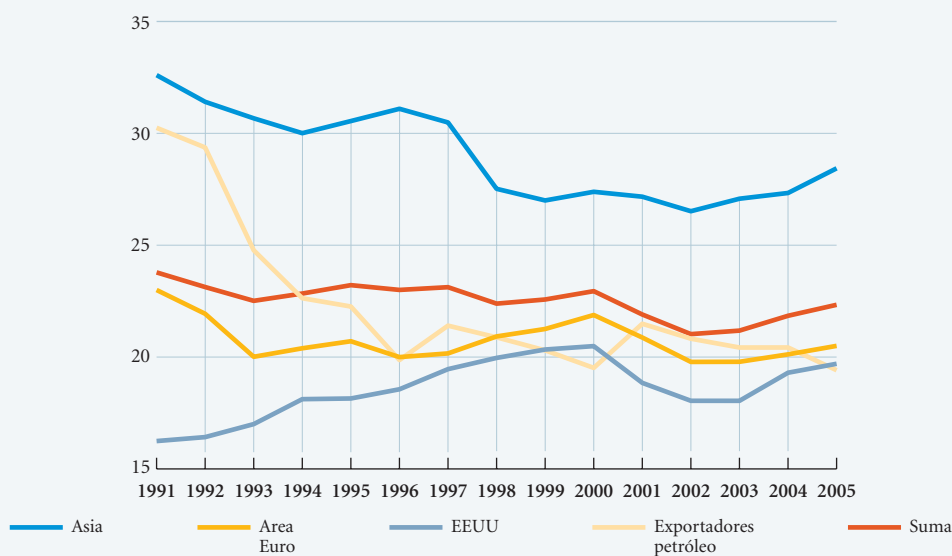
Aunque los efectos anteriores han podido influir en la tendencia a largo plazo de los tipos de interés, la clave para explicar su evolución más reciente radica en los cambios en la inversión y el ahorro global. Sabemos que a igual ahorro deseado, una disminución de la inversión deseada tiende a reducir el tipo de interés y el ahorro/inversión de equilibrio. Por otra parte, un aumento del ahorro deseado, a igual inversión deseada, tiene el mismo efecto sobre el tipo de interés pero subirá el ahorro/inversión de equilibrio. Como lo que hemos observado en los últimos años ha sido una tendencia a la disminución del ahorro/inversión junto con la bajada de tipos de interés, esto significa que la inversión deseada tiene que haber bajado necesariamente. Por lo que respecta al ahorro deseado, hay indicios de que ha aumentado, contribuyendo así a la bajada de tipos de interés y amortiguando la caída del ahorro/inversión de equilibrio.

La caída de la inversión deseada global se detecta claramente a partir de la crisis de los países asiáticos en la segunda mitad de los noventa. En Asia, todavía hoy, la inversión se encuentra por debajo de los niveles previos a 1997. El fenómeno se trasladó a Estados Unidos y a Europa a partir de 2000 con el pinchazo de la burbuja tecnológica. En estas dos áreas –especialmente en Europa– la inversión se ha recuperado recientemente.

Por otro lado, el ahorro también ha sufrido cambios significativos. Mientras ha disminuido espectacularmente en Estados Unidos con la subida del déficit fiscal, ha aumentando de forma muy significativa en los países exportadores de petróleo desde 2000 y en los países asiáticos posteriormente, a medida que se consolidaba su recuperación de la crisis. Los países exportadores de petróleo no han subido su consumo tanto como han aumentado sus ingresos con la subida del precio del crudo, lo cual se puede explicar porque podrían haber percibido la subida –al menos inicialmente– como un fenómeno temporal, o porque cuesta un tiempo ajustar al alza el patrón de consumo. La naturaleza del incremento del ahorro en los países asiáticos, y especialmente China, es muy distinta. Por un lado, estos países han mantenido unos tipos de cambio muy competitivos a través de la intervención de sus bancos centrales en el mercado de divisas, lo que ha tendido a deprimir el consumo doméstico y alentado las exportaciones. En el caso de China, la reforma del sector público empresarial ha supuesto el colap-

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INVERSIÓN

Porcentaje del PIB



FUENTES: Banco Mundial y elaboración propia.

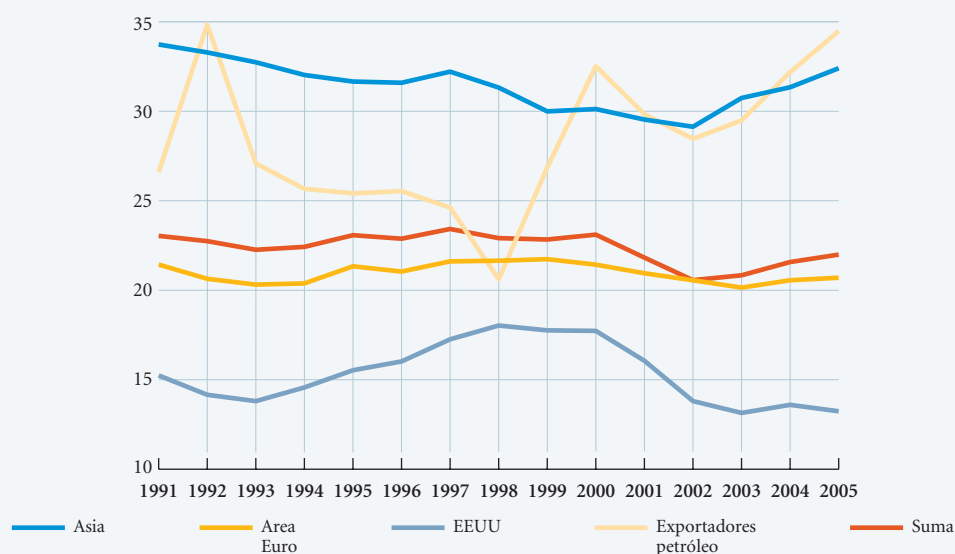
so del sistema de asistencia social más importante y ha hecho que los hogares tengan que aumentar su ahorro de forma muy significativa. Esas mismas empresas públicas han retenido una gran cantidad de beneficios que no se han reinvertido en su totalidad.

El repaso de los factores que han influido en la bajada de los tipos de interés reales sugiere que estos no se mantendrán necesariamente en estos niveles y que podrían aumentar. Un aumento de la inflación (como consecuencia, por ejemplo, de un freno a la globalización con su presión a la baja en los precios de las importaciones de manufacturas) o una gran crisis financiera harían subir de nuevo las primas de riesgo y, con ello, los tipos de interés. De todas maneras, estos no son los escenarios más probables. Lo más probable sería que el ahorro y la inversión evolucionen de una manera que haga subir los tipos. Por ejemplo, la apreciación significativa de las monedas asiáticas –que podría ocurrir en cualquier momento si éstas se desligan del dólar norteamericano– supondría un importante impulso al consumo y a la inversión en el sector no comerciable de estos países. El gobierno chino también está considerando incrementar de manera sustancial su gasto social y exigir el pago de dividendos a las empresas públicas. En el caso de los países exportadores de petróleo, si los precios continuaban tan altos como es de prever, los patrones de consumo e inversión se ajustarán al alza –tal y como ya se comienza a observar. A todo ello, cabe añadir que el continuo crecimiento de los grandes países emergentes –China, India, Brasil y Rusia– requerirá grandes cantidades de inversión.

Una subida de los tipos de interés reales podría tener un efecto importante sobre el crecimiento mundial. La subida del coste de las hipotecas tarde o temprano tendería a reducir el precio de la vivienda y deprimiría el consumo de aquellos propietarios que tienen que hacer frente a préstamos con tipos variables. Dada la importancia de la vivienda en muchas economías, este efecto podría ralentizar por sí solo el crecimiento mundial. El impacto podría ser especialmente fuerte en la economía norteamericana, ya que los mayores pagos externos por intereses empeorarían el ya abultado déficit exterior y podrían desembocar en un ajuste pronunciado del dólar. En

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE AHORRO

Porcentaje del PIB



FUENTES: Banco Mundial y elaboración propia.

el caso de España, donde el crecimiento se ha visto muy favorecido por los bajos tipos de interés, el ajuste de éstos haría más evidente la urgente necesidad de mejorar la competitividad.

En definitiva, hemos vivido una época inusitada de tipos de interés reales a largo plazo muy bajos. No es posible saber si terminará en el 2007, pero los mecanismos que pueden restablecer una situación más normal ya parecen haberse activado.

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	Noviembre	27 diciembre
Estados Unidos	4,31	4,33	4,61	5,13	4,96	4,78	4,51	4,66
Japón	1,50	1,39	1,58	1,90	1,80	1,76	1,66	1,64
Alemania	4,07	3,38	3,50	3,96	3,89	3,80	3,68	3,92
Francia	4,10	3,41	3,51	3,99	3,90	3,81	3,70	3,95
Italia	4,24	3,56	3,71	4,27	4,18	4,07	3,93	4,19
España	4,10	3,39	3,49	3,97	3,89	3,81	3,69	3,94
Reino Unido	4,93	4,47	4,23	4,65	4,67	4,67	4,53	4,78
Suiza	2,57	2,04	2,18	2,67	2,61	2,45	2,29	2,44

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

miento de las obligaciones germanas a 10 años se colocaba en el 3,9%, unos 60 puntos básicos por encima del nivel inicial del ejercicio. El diferencial de tipos de interés a largo plazo entre el dólar y el euro siguió estrechándose hasta unos 75 puntos básicos.

Por otra parte, hay que señalar que las primas de riesgo de los bonos en general se situaban en niveles muy bajos en la última semana del año. En concreto, la prima de riesgo de los bonos soberanos emergentes marcó un mínimo histórico hacia el final de diciembre. No obstante, probablemente repuntará en 2007. Asimismo, la rentabilidad del bono alemán a largo plazo también tenderá a subir moderadamente y seguirá disminuyendo el diferencial con el dólar.

Brillante ejercicio bursátil, especialmente en España

En las primeras semanas de diciembre los mercados de valores han proseguido la recuperación iniciada hacia mediados del año coronando un brillante ejercicio que ha llevado a numerosos índices a marcar récords históricos. Unos tipos de interés a largo plazo en niveles relativamente bajos, la contención del precio del petróleo, el apoyo de unos robustos resultados empresariales y el dinamismo de las operaciones corporativas han impulsado a las bolsas. Para 2007 debería continuar la tónica positiva, si bien probablemente la subida será de menor entidad.

En Estados Unidos, el índice Dow Jones Industrial continuó marcando nuevos

Los reducidos niveles de las primas de riesgo de los bonos parecen insostenibles.

Positivas perspectivas para las bolsas en 2007.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

30-11-2006

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Cotización a 27-12-06	
					% variación acumulada	% variación sobre la misma fecha de 2003
Nueva York						
Dow Jones	12.221,9	1,2	14,0	13,1	16,7	21,2
Standard & Poor's	1.400,6	1,6	12,2	12,1	14,3	30,2
Nasdaq	2.431,8	2,7	10,3	8,9	10,2	23,2
Tokio						
Tokio	16.274,3	-0,8	1,0	9,4	6,9	65,3
Londres						
Londres	6.048,9	-1,3	7,7	11,5	11,1	40,5
Zona del euro						
Zona del euro	3.987,2	-0,4	11,4	15,7	15,5	51,7
Francfort						
Francfort	6.309,2	0,6	16,7	21,5	22,2	69,3
París						
París	5.327,6	-0,4	13,0	16,6	17,5	57,8
Amsterdam						
Amsterdam	477,7	-1,8	9,4	14,1	14,0	49,9
Milán						
Milán	30.997,0	2,0	15,8	19,6	18,7	60,0
Madrid						
Madrid	13.849,3	0,7	29,0	31,2	32,3	84,5
Zurich						
Zurich	8.484,6	-1,0	11,9	14,5	16,3	62,9
Hong Kong						
Hong Kong	18.960,5	3,5	27,5	26,9	32,6	58,4
Buenos Aires						
Buenos Aires	1.967,0	10,4	27,5	26,5	35,4	100,0
São Paulo						
São Paulo	41.931,0	6,8	25,3	31,4	33,1	104,2

NOTA: (*) Nueva York: Dow Jones Industrial, 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.

El índice Dow Jones sigue marcando récords históricos...

máximos históricos. El índice Standard & Poor's también anotó los niveles máximos de los últimos seis años, si bien se colocaba por debajo de la cota máxima del año 2000. La bonanza se reflejó en to-

dos los índices sectoriales, con las telecomunicaciones y la energía encabezando las ganancias del ejercicio. En cambio, el índice Nasdaq, representativo de los valores tecnológicos, retrocedió tras alcan-

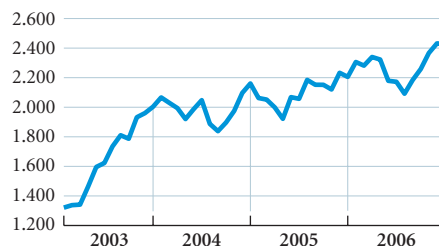
BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes

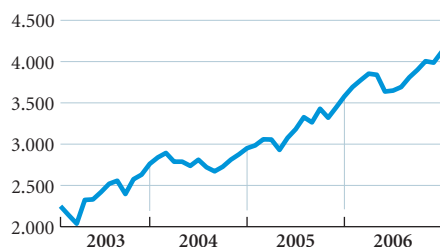
Nueva York (Standard & Poor's 500)



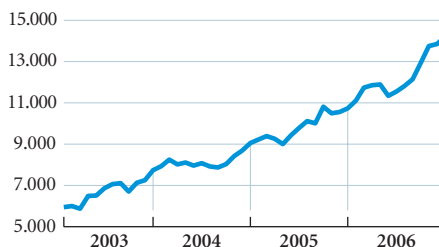
Índice Nasdaq de Estados Unidos



Zona euro (DJ Eurostoxx 50)



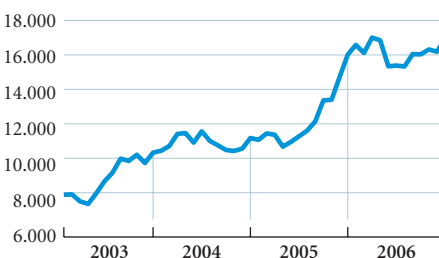
Madrid (IBEX 35)



Londres (Financial Times 100)



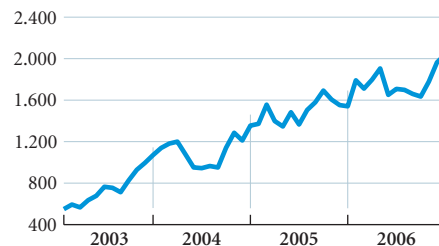
Tokio (Nikkei 225)



São Paulo (Bovespa)



Buenos Aires (Merval)



NOTA: Diciembre 2006, día 27.
FUENTES: Bolsas nacionales.

zar el máximo de los últimos años en noviembre, y todavía se hallaba en torno a la mitad de la cumbre del año 2000. El optimismo bursátil se basa en la expectativa de que la inflación se modere en 2007 al desacelerarse suavemente la economía y que ésta se pueda reactivar a continuación. Sin embargo, un riesgo sería que se produjese un frenazo económico por complicaciones derivadas del mercado inmobiliario.

En la eurozona, el índice DJ Eurostoxx 50, que incluye a las mayores empresas de la eurozona, a mediados de diciembre alcanzó el nivel máximo desde el año 2000, aunque todavía se colocaba en torno a un 25% por debajo del récord de este año. Las principales bolsas del área del euro presentaban notables ganancias anuales, ocupando el primer lugar el mercado español, con unas extraordinarias plusvalías superiores al 30%.

En España, el índice IBEX 35, cercano al cierre del ejercicio, se aprestaba a encadenar el séptimo mes consecutivo de ganancias, habiendo sobrepasado ampliamente la cota 14.000, anotando nuevas marcas históricas. El fuerte crecimiento de los beneficios empresariales y las operaciones

en los sectores energético, de la construcción y bancario empujaron al selectivo español hacia arriba.

Fuera de la zona del euro, la bolsa británica continuó ascendiendo hasta la cota máxima de los últimos seis años. Por su parte, la bolsa japonesa se recuperó, impelida por la mejora de las empresas exportadoras, beneficiadas por un yen muy débil.

Los mercados de los países emergentes anotaron en general máximos históricos hacia finales de diciembre, en un favorable panorama económico y gracias a las alzas de los precios de las materias primas. Así, superaron una sacudida el día 19 después de que la bolsa de Bangkok llegara a caer el 19% al anunciar las autoridades tailandesas la penalización de los movimientos de capitales a corto plazo, lo que provocó el nerviosismo de los inversores extranjeros y fuertes ventas. Con todo, el mercado tailandés se recuperó en buena parte al día siguiente tras la revocación de la restricción para las acciones. Entre otras bolsas, las de Polonia, India, Indonesia, Hong Kong, Singapur, Sudáfrica, Brasil, México, Argentina y Venezuela registraron máximos históricos en diciembre.

...así como el IBEX 35.

Numerosos mercados bursátiles emergentes alcanzan nuevos máximos históricos.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

Crece el ritmo de actividad de las empresas españolas en los nueve primeros meses de 2006...

La coyuntura empresarial continúa siendo excelente

La Central de Balances Trimestral del Banco de España muestra los brillantes resultados obtenidos por las empresas no financieras durante los nueve primeros meses de 2006. El fuerte aumento de la producción (12,5% interanual) y de los consumos intermedios (15,4%) está en consonancia con el crecimiento sostenido de la economía española. En conjunto, el valor añadido bruto (VAB) de las empresas incluidas en la muestra creció en torno al 6,9%, prácticamente el doble que en el mismo periodo del año anterior.

...impulsando la rentabilidad de los recursos propios a máximos históricos.

El aumento de la actividad es común en todos los sectores, con las particularidades propias de cada caso. El incremento del

VAB del comercio (7,2%) es otra evidencia más de la fortaleza que mostró el consumo en el periodo considerado. En el fuerte aumento del VAB de las empresas energéticas (14,4%) influyó considerablemente la reducción de los costes de producción de las empresas eléctricas. En la expansión del VAB de las empresas de transportes y comunicaciones (4,2%, frente al 0,7% del mismo periodo de 2005) el factor más decisivo fue el crecimiento de la demanda nacional. Por su parte, el VAB de la industria creció un 2,4%, cerca de un punto más que un año antes, debido en gran parte al aumento de la demanda interior de bienes de equipo y al mayor dinamismo de las exportaciones en general.

Al repunte de los gastos de personal (4,9% frente al 3,7% en igual periodo del año

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

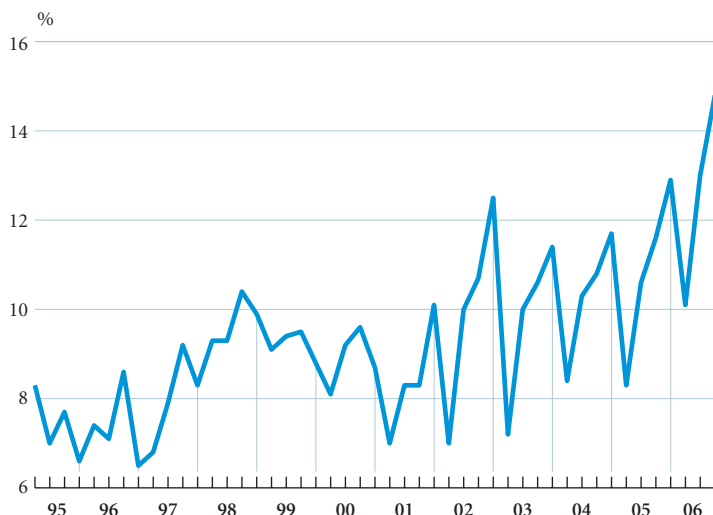
Tasas de variación anual

	2005	Trimestres I a III	
		2005	2006
Valor de la producción	12,8	12,4	12,5
Consumos intermedios	17,9	17,6	15,4
Valor añadido bruto (VAB)	3,7	3,4	6,9
Gastos de personal	3,8	3,7	4,9
Resultado económico bruto de explotación	3,6	3,3	8,4
Ingresos financieros	35,0	29,5	7,0
Gastos financieros	5,0	5,0	29,1
Amortizaciones y provisiones	-0,1	-0,9	2,3
Resultado ordinario neto	14,7	12,4	6,1
Plusvalías e ingresos extraordinarios	31,8	84,6	81,1
Minusvalías y gastos extraordinarios	72,9	86,4	-7,2
Provisiones e impuestos	-23,6	-19,6	92,8
Resultado neto	27,7	25,9	19,4

FUENTE: Banco de España (Central de Balances Trimestral).

MÁXIMA RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS

Resultado ordinario neto antes de impuestos sobre los recursos propios



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

anterior) contribuyeron el crecimiento del empleo (1,7%) y el aumento de las remuneraciones medias (3,1%, igual que un año antes). La evolución conjunta de la actividad y de los gastos de personal determinó que el resultado económico bruto de explotación creciera en torno al 8,4%.

Durante los tres primeros trimestres de 2006 se produjo un aumento de los ingresos financieros (7,0%) mucho más contenido que el registrado en 2005. Por el contrario, los gastos financieros se dispararon, con un incremento del 29,1%, condicionado por el aumento del endeudamiento de una gran empresa del sector de telecomunicaciones para financiar la toma de control de otra empresa europea del sector. Esta circunstancia explica que el crecimiento del resultado ordinario neto se limitara al 6,1%, suficiente, sin embargo, para elevar la rentabilidad de los recursos propios al 14,1%, nuevo record histórico.

Por último, el fuerte aumento de los ingresos extraordinarios y las plusvalías (derivadas principalmente de la venta de

acciones por parte de algunas grandes empresas) y el incremento paralelo de las dotaciones a provisiones de la cartera para restituir el valor de mercado de algunas inversiones en el exterior, determinaron un aumento del resultado neto del 19,4%. Se trata, en definitiva, de unos resultados excelentes, que consolidan la sólida situación financiera de las empresas españolas y les permiten afrontar con garantías sus planes de futuro.

Se prolonga la etapa de expansión de la economía española

En la recta final de 2006, la economía española siguió mostrando una gran fortaleza, con un perfil, incluso, de suave aceleración del crecimiento. La demanda nacional continúa mostrando un gran vigor, principalmente en su componente de inversión, aunque en conjunto se apunta una suave moderación de su ritmo expansivo, debido principalmente a una mayor contención del consumo. La mejora del entorno exterior ha redundado en un cierto reequilibrio a favor de una con-

La economía española mantiene un fuerte ritmo expansivo al final de 2006.

La industria consolida su recuperación y la construcción mantiene un fuerte dinamismo.

tribución menos negativa del sector exterior, que compensa con creces la menor aportación de la demanda nacional.

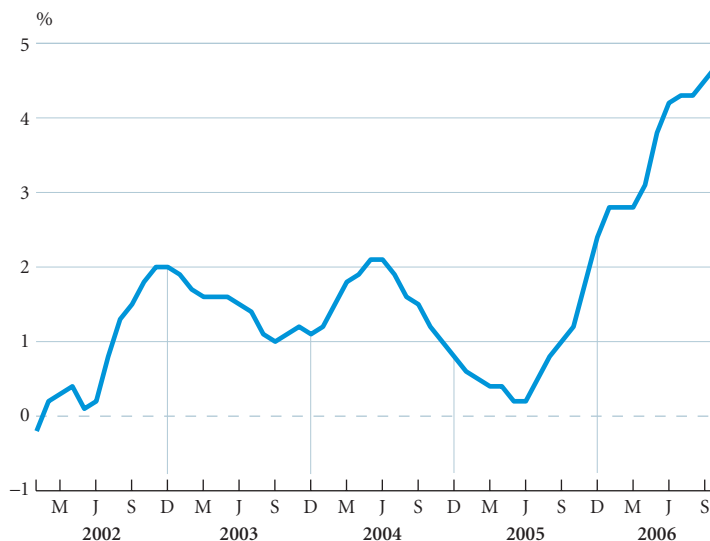
Desde la perspectiva de la oferta, un hecho a destacar es la consolidación de la recuperación industrial. En efecto, los últimos datos confirman el perfil de aceleración del índice de producción del sector que, filtrando las diferencias de calendario, creció un 5,4% interanual en octubre. En los diez primeros meses de 2006, se registraron crecimientos significativos en casi todas las ramas de actividad importantes, como en construcción de maquinaria (aumento interanual del 11,0%), metalurgia (6,2%), productos metálicos (5,1%). El sector de alimentación y bebidas, con un aumento más moderado, inferior al 1%, y la edición, con un descenso del 1,2%, fueron las excepciones más destacadas en este bloque. Entre las actividades restantes, que tienen un peso relativo menor en el conjunto, los fuertes crecimientos de maquinaria y material eléctrico (18,6%), equipo médico

(1,5%) y muebles (11,7%) contrastan con los descensos de la industria textil (4,5%), tabaco (14,4%), cuero (1,2%) y equipos informáticos (0,5%), debidos a distintas circunstancias en cada caso.

La construcción, por su parte, muestra todavía un vigor considerable, mayor del que se previó en principio para esta fase. Se aprecia, no obstante, una situación algo contradictoria. Algunos indicadores contemporáneos, como el consumo de cemento, apuntan más bien hacia una desaceleración del crecimiento, aunque se mantenga todavía en cotas elevadas. La moderación del precio de la vivienda y del suelo son otras señales procedentes del mercado inmobiliario que van en la misma dirección. Pero, en cambio, algunos indicadores más avanzados, como la licitación oficial y los visados de obra nueva han cobrado un gran impulso en los últimos meses. Cabría valorar con prudencia el último dato indicado, que estaría relacionado con la entrada en vigor, a partir del mes de septiembre, del

SE ACELERA EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Variación interanual del índice de producción industrial



NOTA: Serie de ciclo-tendencia corregida de diferencias de calendario.
FUENTES: INE y elaboración propia.

nuevo Código Técnico de Edificación que, al imponer condiciones más gravosas, habría motivado el avance de algunos proyectos de edificación.

Por lo que se refiere a los servicios, se aprecia en conjunto un ritmo de crecimiento sostenido, con tendencia a moderarse en algunos casos. El comercio, los transportes y, en especial, los servicios a empresas mantienen un tono muy expansivo en contraste con el mostrado por las tecnologías de información, que han perdido fuelle en los últimos meses. El turismo ha reflejado un comportamiento algo irregular en el transcurso del año, pero el balance global puede considerarse mode-

radamente positivo. Aunque el número de turistas extranjeros y las pernoctaciones en hoteles crecieron a buen ritmo, el aumento de los ingresos fue mucho más moderado, debido al recorte del gasto medio por turista.

Desde la perspectiva de la demanda, el comportamiento menos dinámico del consumo privado debería relacionarse con las pérdidas de poder adquisitivo, motivadas por las altas tasas de inflación de la primera mitad de 2006 y el endurecimiento de las condiciones financieras, tras las sucesivas subidas de los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo. Con todo, la intensa creación de em-

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005		2006		III	Octubre	Noviembre
			III	IV	I	II			
Industria									
Consumo de electricidad (1)	4,2	3,4	2,9	2,7	2,1	3,3	5,8	4,3	1,9
Índice de producción industrial (2)	1,6	0,7	0,7	1,6	2,6	4,0	4,2	5,4	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,5	-4,9	-4,8	-4,0	-5,4	-2,7	-2,3	-2,0	-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	16,9	...
Construcción									
Consumo de cemento	3,9	7,3	7,8	6,1	17,2	4,0	4,0	12,0	6,8
Indicador de confianza en la construcción (3)	13,6	22,4	22,7	28,3	15,3	11,7	14,7	13,0	16,0
Viviendas (visados obra nueva)	8,0	6,2	2,8	10,6	18,5	6,3	49,5	...	...
Licitación oficial	18,3	18,5	3,1	36,9	15,0	34,8	19,3	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	5,5	4,4	4,4	3,8	5,2	3,8	5,9	4,4	...
Turistas extranjeros	3,1	6,6	8,1	5,1	0,6	9,5	3,7	3,6	1,4
Ingresos turismo	3,8	5,8	13,9	4,9	-7,6	3,0	3,9	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,5	-3,2	-2,3	11,0	8,1	-2,7	-3,3	-4,4	...
Tráfico aéreo pasajeros	8,0	9,2	10,3	9,2	5,2	10,1	4,5	6,1	6,4
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.

pleo y el aumento de la riqueza de los hogares, derivado de la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios, han ejercido de dique de contención, justificando la solidez que mantiene todavía dicho agregado.

saneada de las empresas y las condiciones financieras, muy favorables todavía.

Tras trece años de crecimiento ininterrumpido, las perspectivas de la economía española para 2007 continúan siendo muy positivas, apoyadas por la continuidad de los bajos tipos de interés reales, los efectos positivos sobre la oferta y la demanda agregadas de los flujos de inmigrantes y la revitalización de nuestros mercados de exportación. El optimismo se ha adueñado también del Gobierno, que ha revisado al alza sus previsiones para los próximos años. En la actualización del Programa de Estabilidad 2006-2009, el ejecutivo español eleva sus previsiones de crecimiento al 3,8% en 2006, 3,4% en 2007 y 3,3% en 2008 y 2009. La revisión al alza de las previsiones de crecimiento se traducirá también en un comportamiento del mercado de trabajo y unos resultados presupuestarios mejores que los previstos unos meses atrás.

El consumo tiende a desacelerarse ligeramente, pero la inversión continúa mostrando una gran solidez.

En los meses finales del año, las matriculaciones de automóviles de turismo volvieron a registrar variaciones positivas, rompiendo la cadena de descensos registrada en la parte anterior del año, y el índice de confianza del consumidor tendió a mejorar ligeramente, tras el decaimiento mostrado en los meses precedentes. Del mismo modo, la producción nacional de bienes de consumo (en particular, los duraderos) mostró un tono algo más expansivo en esta última fase. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, el perfil de aceleración tanto de la producción interior como de las importaciones refleja la solidez de la demanda, que se basa en la recuperación de la industria, la situación

Favorables perspectivas de crecimiento para la economía española en 2007.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	-0,1	0,9	1,4	0,9	0,6	2,1	1,9	5,1	...
Importación de bienes de consumo (**)	13,4	7,9	7,8	8,6	20,5	5,9	2,4	13,6	...
Matriculaciones de automóviles	9,8	0,8	2,3	-4,5	2,4	-4,3	-5,3	5,8	0,1
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	-10,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	1,9	-0,1	-1,3	0,8	6,7	7,6	8,0	9,6	...
Importación de bienes de equipo (**)	14,9	20,4	13,5	8,2	10,0	-5,0	6,5	31,5	...
Matriculación de vehículos industriales	11,7	13,2	13,9	11,5	7,4	-0,2	0,5	9,9	-0,2
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	9,8	6,0	4,7	4,5	13,7	4,7	8,9	17,5	...
Exportaciones	5,2	0,2	1,2	0,1	12,7	3,7	1,7	9,3	...

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

(**) En volumen.

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

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

Por otra parte, según el Gobierno, el patrón de crecimiento gozará de un mayor equilibrio en los próximos ejercicios, gracias al mayor peso relativo que adquirirán la inversión productiva y las exportaciones, en detrimento de la construcción. Sin embargo, no se prevén medidas novedosas para corregir uno de los principales puntos débiles de la economía española: la baja productividad. De acuerdo con las

previsiones del citado programa, el crecimiento de esta magnitud aumentará moderadamente en 2006, hasta el 0,6%, y se acelerará ligeramente en 2007 hasta el 0,8%. No se espera tampoco ningún progreso apreciable en la corrección del desequilibrio exterior: el déficit por cuenta corriente sobrepasará el 8% sobre el PIB en 2006 y rondará el 9% en los tres ejercicios siguientes.

Mercado de trabajo

El mercado laboral sigue reflejando un gran dinamismo

En los compases finales de 2006, el mercado de trabajo mantenía un vigor considerable, en consonancia con el buen momento coyuntural de la economía española. En noviembre, el total de afiliados a la Seguridad Social creció un 3,3% interanual, con un ritmo de avance consolidado, tanto en el grupo de trabajadores españoles como en el correspondiente a extranjeros. En los últimos tres meses, se ha observado una proporción bastante estable en las incorporaciones a ambos colectivos. Cerca de un 75% de los nue-

vos afiliados en el periodo citado tenían la nacionalidad española.

El día 30 de noviembre, el número de afiliados españoles ascendía a 17 millones de personas, equivalentes al 90% de la afiliación total (unos cuatro puntos porcentuales menos que tres años atrás). En este segmento, el ritmo de crecimiento, que se mantuvo relativamente estable a lo largo de 2004 y 2005, tendió a acelerarse gradualmente en el transcurso de 2006, hasta sobrepasar al final el 2,5% interanual, tal como puede apreciarse en el gráfico siguiente. En cambio, en el colectivo de trabajadores ex-

El empleo continúa creciendo...

...con gran intensidad entre los trabajadores españoles y los de otras nacionalidades.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Afiliados a la Seguridad Social									
Asalariados	2,7	4,8	5,9	6,3	6,3	5,3	3,9	3,4	3,5
<i>Industria</i>	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,0	-0,0	0,0	0,2
<i>Construcción</i>	5,6	8,6	10,0	10,9	11,0	9,5	7,5	6,9	6,5
<i>Servicios</i>	3,9	5,7	6,4	6,8	6,6	5,8	4,6	3,9	4,1
No asalariados	3,2	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2
Total	2,8	4,4	5,3	5,6	5,5	4,8	3,6	3,1	3,3
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	62,3
Temporales	11,4	4,6	9,7	8,9	13,7	5,5	0,5	6,1	0,1
Total	11,5	5,0	9,8	9,5	15,0	6,4	4,1	11,1	5,8

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.

tranjeros (1,9 millones de personas), tras el *boom* de afiliaciones que se vivió en 2005 como consecuencia del proceso de normalización realizado en dicho año, el ritmo de crecimiento tendió a moderarse paulatinamente, hasta estabilizarse en torno al 8,5% interanual en los dos últimos meses.

Desde una perspectiva más amplia, se constata que el total de afiliados al sistema de Seguridad Social registró un aumento superior a las 600.000 personas en los últimos doce meses. Cerca de la mitad de las nuevas incorporaciones giraron en la órbita de actividades inmobiliarias, servicios a empresas y la construcción, mostrando, una vez más, la importante contribución de dichos sectores al crecimiento de la actividad española. También el grupo de autónomos y el de afiliados del sector de comercio y reparación de vehículos tuvieron una participación destacada en dicho aumento, aportando entre ambos cerca de un tercio del mismo.

Otro hecho a destacar en materia de empleo es la satisfactoria evolución de la contratación indefinida, tras la reciente modificación de la normativa vigente. En los últimos dos meses, los contratos de esta naturaleza han aumentado a un ritmo superior al 30% interanual, que contrasta con el crecimiento desacelerado de los contratos temporales, aunque estos últimos continúan siendo ampliamente mayoritarios en términos absolutos.

Tendencia descendente del paro registrado

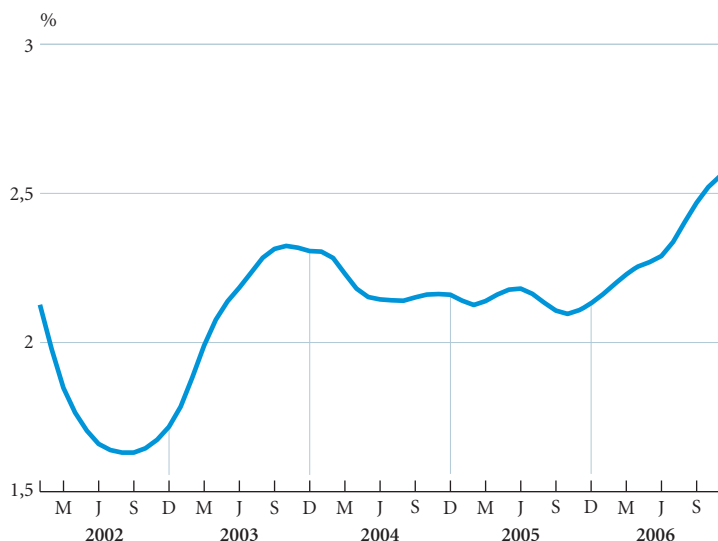
Al finalizar el mes de noviembre, el número de desempleados registrados en las oficinas de servicios públicos de empleo creció en 30.328 personas con respecto al mes anterior, con lo que la cifra de paro total supera de nuevo los dos millones. No obstante, el aumento contabilizado en noviembre es de una cuantía inferior al anotado en el mismo mes de 2005, con la salvedad además de que, en términos des-

Las actividades inmobiliarias, los servicios a empresas y la construcción acaparan la mitad del empleo generado en los últimos doce meses.

Los contratos indefinidos siguen en ascenso.

CRECE EL NÚMERO DE AFILIADOS ESPAÑOLES A LA SEGURIDAD SOCIAL

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

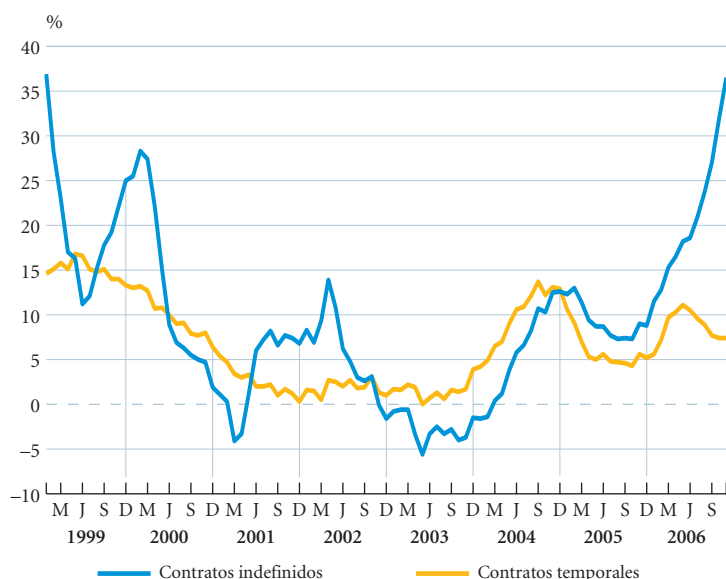


NOTA: Serie de ciclo tendencia.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

AUMENTAN 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: INEM y elaboración propia.

estacionalizados, el paro continúa en realidad reduciéndose. En cualquier caso, el total de parados registrados al final de no-

viembre (2.023.164 personas) es un 3,5% inferior al de un año antes, mostrando además una clara tendencia descendente.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Noviembre 2006

	Parados	Variación sobre diciembre 2005		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	63.888	-1.339	-2,1	-2.849	-4,3	3,2
Industria	275.517	-25.802	-8,6	-18.014	-6,1	13,6
Construcción	216.746	-28.354	-11,6	-7.087	-3,2	10,7
Servicios	1.238.456	-27.933	-2,2	-44.344	-3,5	61,2
Primer empleo	228.557	3.655	1,6	-122	-0,1	11,3
Por sexos						
Hombres	777.062	-74.901	-8,8	-43.973	-5,4	38,4
Mujeres	1.246.102	-4.872	-0,4	-28.443	-2,2	61,6
Por edades						
Menores de 25 años	255.580	-20.315	-7,4	-31.090	-10,8	12,6
Resto de edades	1.767.584	-59.458	-3,3	-41.326	-2,3	87,4
TOTAL	2.023.164	-79.773	-3,8	-72.416	-3,5	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Con respecto a noviembre de 2005, el paro descendió con mayor intensidad en el grupo masculino (reducción del 5,4%) que en el femenino (2,2%) y entre los menores de 25 años (10,8%) que en el resto de edades (2,3%). Entre los aspectos menos favorables habría que señalar que cerca de la mitad de los parados tiene un perfil asociado a un grado de baja o muy baja ocupabilidad. Este concepto se refiere a la probabilidad de encontrar un empleo en función de tres variables básicas: antigüedad en el paro, ámbito geográfico de búsqueda y número de ocupaciones demandadas.

Por sectores de actividad, es particularmente significativo el fuerte descenso registrado en la industria (6,1% interanual), en consonancia con la vigorosa recuperación que está experimentando dicho sector. El descenso en la construcción y los servicios (superior al 3% interanual) mantiene la misma tónica de los últimos meses. Destacamos, finalmente, que el paro se redujo en todas las comunidades

autónomas, excepto en Andalucía, en que aumentó un 1,1%. En el resto, los mayores descensos se registraron en Aragón, Cantabria, Galicia y País Vasco (entre el 8% y el 12%).

Aumentan los costes salariales

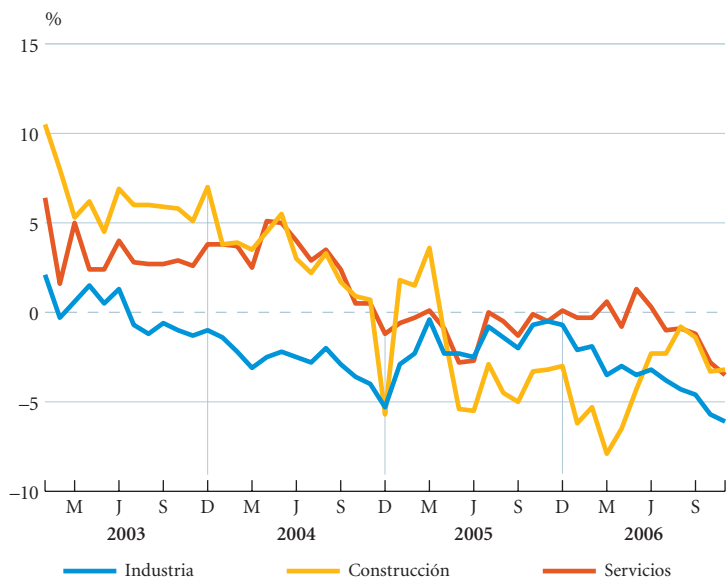
Los costes salariales por trabajador sufrieron una brusca aceleración durante el tercer trimestre de 2006, según los datos de la encuesta trimestral de coste laboral. La tasa de crecimiento interanual se situó en el 4,0%, nueve décimas más que en el trimestre anterior y casi el doble que un año antes. Esta evolución ascendente se puede apreciar también a través de los datos de la contabilidad nacional, aunque con un perfil de crecimiento más suave en este caso. La tendencia al alza de los salarios, si se ve confirmada en los próximos meses, podría constituir un obstáculo para que se consolide el recorte de la inflación observado últimamente.

El paro registrado tiende a disminuir...

...con especial intensidad en la industria.

FUERTE DESCENSO DEL PARO EN LA INDUSTRIA

Variación del paro registrado con respecto al mismo periodo del año anterior



FUENTES: INEM y elaboración propia.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

NOTAS: (*) No incluye cláusulas de revisión salarial.

(**) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

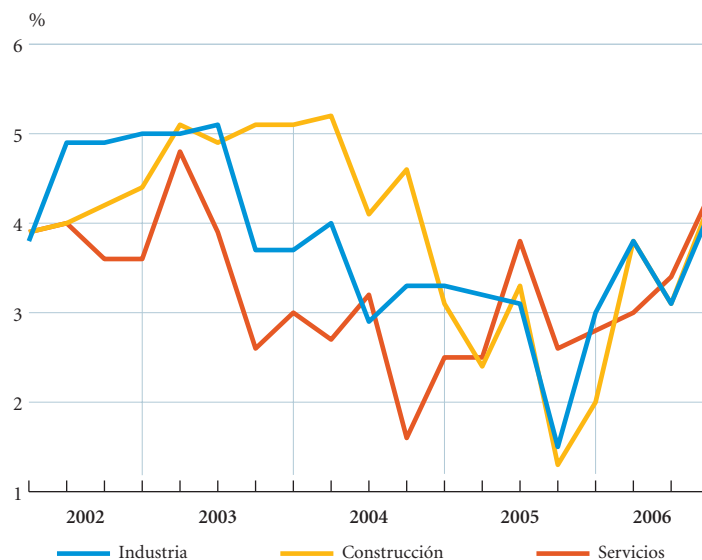
(***) Horas efectivas por trabajador y mes.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

Las alzas se generalizaron a todos los sectores de actividad, con tasas de crecimiento que se situaron por encima del 4% en todos los casos. Desde el punto de vista

SE ACELERA EL CRECIMIENTO DE LOS COSTES SALARIALES

Variación interanual del coste salarial por trabajador y mes



FUENTES: Encuesta trimestral del coste laboral y elaboración propia.

geográfico, las tasas más altas se registraron en Aragón (6,1% interanual) y Castilla-La Mancha (5,8%), y las más bajas en el País Vasco (1,8%) y Navarra (1,7%). En términos de valor absoluto, los costes salariales más elevados se registran en el País Vasco (1.880 euros por trabajador y mes), Madrid (1.857) y Navarra (1.721). En el extremo opuesto se sitúan Canarias (1.300 euros) y Murcia (1.311).

Dado que el total de horas efectivas trabajadas se redujo levemente (0,3% interanual), el aumento de la ganancia media por hora trabajada (4,4%) superó al indicado para los salarios. De modo distinto, el crecimiento del resto de costes laborales (las cotizaciones obligatorias a

la Seguridad Social, entre otros) se des- aceleró apreciablemente, hasta el 2,6%, lo que explica que el coste laboral total de las empresas se inscriba en una tendencia de crecimiento algo más suave que la indicada antes para los salarios.

Para terminar, cabría recordar que el crecimiento excesivo de los salarios conjugado con el lento avance de la productividad es una combinación poco deseable para mejorar la competitividad de la economía española. En los últimos dos años, los costes laborales unitarios han crecido en España en torno a un 2,3% interanual de promedio, casi un punto porcentual más que en la zona del euro.

Los costes salariales se aceleran...

...lo que constituye un problema para la mejora de la competitividad española.

Precios

El menor descenso de los carburantes en noviembre motiva una leve subida de la inflación general.

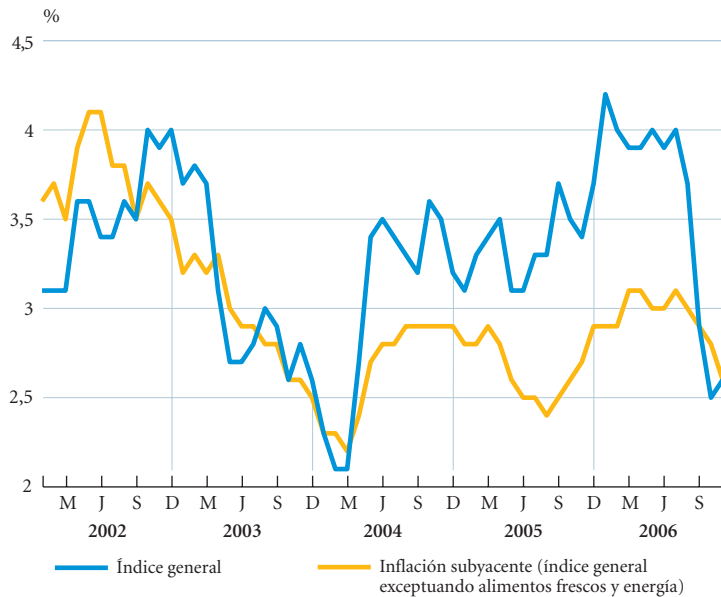
Descenso de la inflación subyacente

En noviembre, el núcleo de los precios de consumo continuó la tendencia moderadora iniciada en agosto. De este modo, la inflación subyacente, que excluye a los elementos más volátiles del índice general –los alimentos no elaborados y los productos energéticos– cayó hasta el 2,6%. No obstante, el descenso de los carburantes no fue tan intenso como en noviembre de 2005, de modo que la tasa de variación interanual de la inflación general aumentó una décima hasta el 2,6%. Así, la inflación general y la subyacente se situaron en el mismo nivel.

Como consecuencia de la evolución menos favorable de los carburantes y combustibles, los productos energéticos experimentaron un aumento del 0,3% en los últimos doce meses, frente a una disminución del 1,9% en octubre. Por su parte, los alimentos frescos se desaceleraron un poco. La bajada de la carne de ovino, en contraste con la subida experimentada en el mismo mes del año anterior, contribuyó a esta moderación. No obstante, los alimentos no elaborados todavía presentaban un alza anual del 5,0%. Estas tensiones parecen debidas en buena parte a una mayor demanda a causa del turismo y del crecimiento demográfico.

LA INFLACIÓN GENERAL, EN LÍNEA CON LA SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

FUERTE DESACELERACIÓN DEL PRECIO DEL ACEITE

Variación interanual de los aceites del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Los alimentos elaborados, incluyendo las bebidas y el tabaco, continuaron ralentizándose, y su tasa de inflación bajó medio punto hasta el 2,9%. Es destacable la caída del precio de los aceites en el mes, que comportó una fuerte moderación de

su tasa de variación interanual del 20% al 10% a raíz del descenso de los precios en origen del aceite de oliva ante las perspectivas de una buena cosecha de aceitunas. En cambio, el precio del tabaco aumentó dos décimas en noviembre tras los

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	0,2	2,4	2,6
Diciembre	0,2	3,7	3,7			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2005	2006	2005	2006	2005	2006
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	122,6	0,6	0,2	2,9	2,6	3,1	3,9
Bebidas alcohólicas y tabaco	122,9	0,1	0,1	5,0	0,9	5,0	1,0
Vestido y calzado	123,2	2,9	2,9	2,4	2,3	1,6	1,3
Vivienda	122,8	0,2	0,0	6,1	4,8	6,0	4,7
Menaje	111,9	0,4	0,4	1,9	2,4	2,2	2,7
Medicina	108,1	0,0	0,1	0,7	1,6	0,8	1,6
Transporte	118,4	-1,8	-0,3	7,2	1,4	5,8	0,5
Comunicaciones	90,3	-0,0	-0,2	-1,5	-1,2	-1,6	-1,4
Ocio y cultura	101,8	-0,5	-0,8	-0,7	-2,0	0,1	-0,7
Enseñanza	126,4	0,3	0,6	4,0	4,3	4,1	4,3
Hoteles, cafés y restaurantes	125,8	-0,0	-0,0	3,9	4,1	4,2	4,4
Otros	119,2	0,1	0,1	3,1	3,6	3,2	3,9
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	119,6	0,5	0,0	3,0	2,1	3,2	2,9
Alimentos sin elaboración	128,9	0,6	0,4	3,3	3,0	3,6	5,0
Conjunto no alimentario	117,3	0,0	0,3	3,6	2,4	3,4	2,3
Bienes industriales	113,2	0,0	0,6	3,8	1,6	3,1	1,0
<i>Productos energéticos</i>	120,7	-2,9	-0,7	12,0	2,2	9,3	0,3
<i>Carburantes y combustibles</i>	124,7	-3,8	-1,0	15,8	1,1	12,0	-1,4
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	110,9	1,1	1,0	1,3	1,4	1,2	1,2
Servicios	122,1	0,0	0,0	3,5	3,2	3,8	3,7
Inflación subyacente (**)	117,4	0,5	0,3	2,6	2,3	2,7	2,6
ÍNDICE GENERAL	118,6	0,2	0,2	3,5	2,4	3,4	2,6

NOTAS: (*) Base 2001 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Las comunicaciones y los paquetes turísticos siguen cayendo en los últimos doce meses.

aumentos de impuestos para las marcas más baratas decretados por el gobierno en vista de que los anteriores incrementos apenas habían sido trasladados por las tabaqueras. Con todo, el tabaco sólo registraba un incremento anual del 0,4%.

Los bienes industriales no energéticos experimentaron una leve moderación por las presiones de la fuerte competencia internacional. De esta forma, su tasa de variación en los últimos doce meses bajó una décima hasta el 1,2%.

Los servicios también continuaron aménorando su ritmo de encarecimiento livianamente y su tasa de variación se colocó en el 3,7%. En noviembre, cabe señalar la bajada de las comunicaciones del 1,4% en el último año, 2 décimas menos que en el mes precedente. Asimismo, los paquetes turísticos acentuaron la reducción de precios. Por el contrario, la tasa de variación anual de la enseñanza, subió 3 décimas hasta el 4,3%, por las alzas en la educación infantil, primaria y secundaria. El que estén más resguarda-

EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA EUROZONA DISMINUYE HASTA EL NIVEL MÁS BAJO DE LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS Y MEDIO

Puntos porcentuales de variación interanual



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

dos de la competencia exterior explica en parte que los precios de los servicios en general crezcan sensiblemente más que el promedio.

En diciembre la inflación subyacente se mantendrá contenida. De esta manera, el IPC general probablemente terminará el ejercicio en torno al nivel actual, sensiblemente por debajo del 3%, lo que supondría una notable mejora respecto al 3,7% anotado en 2005. Para 2007 ya se han anunciado subidas del precio de la electricidad y del gas del 2,8%, lo que tendrá un cierto impacto en enero. Sin embargo, la perspectiva de los precios para 2007 es relativamente favorable, con lo que el IPC podría terminar el año en un nivel similar a 2006, si los precios del petróleo no dan ninguna sorpresa desagradable.

Por otra parte, el índice de precios armonizado con la Unión Europea subió el 2,7% desde noviembre de 2005 a noviembre de 2006. En el mismo periodo el IPC armonizado de la Unión Monetaria Europea se elevó el 1,9% frente al 1,6% de

octubre, con lo que el diferencial de inflación se redujo hasta 0,8 décimas, el menor registro desde mayo de 2004. Así, aunque persiste, se modera este lastre que perjudica la competitividad de la economía.

Se frena la moderación de los precios mayoristas en noviembre

En noviembre se rompió la tendencia descendente de la tasa de variación anual de los precios industriales. En efecto, su índice general experimentó un aumento interanual del 3,6% en este mes, dos décimas más que en octubre. Este ligero repunte fue debido a un menor descenso mensual de los precios energéticos respecto a noviembre de 2005 y también a un peor comportamiento relativo de los bienes de consumo y de los de equipo.

De todas formas, los precios energéticos sólo presentaban una subida anual del 1,0% y entre ellos las coquerías y refino de petróleo mostraban una caída del 5,8%. Por su parte, la inflación en térmi-

El IPC probablemente acabará 2006 en torno al nivel actual de inflación.

Las perspectivas de precios para 2007 son relativamente favorables.

Subida del 3,6% de los precios industriales en los doce últimos meses hasta noviembre, sobre todo por los productos intermedios.

Los precios de las importaciones siguen ralentizándose en octubre.

nos anuales de los bienes de consumo y de capital se situaba en el mismo nivel: 2,5%. Es destacable que algunos sectores con fuertes aumentos de la productividad redujeron sus precios en el último año, como la fabricación de equipos informáticos, así como de material electrónico y de comunicaciones. En cambio, los bienes intermedios habían experimentado un aumento de precios de más del doble, del 6,8% en los doce últimos meses hasta noviembre, si bien su tasa anual se redujo en una décima. Los precios metalúrgicos se relajaron en cierta medida, pero se hallaban un 19,3%, por encima de un año antes a consecuencia del fuerte encarecimiento de los metales.

rrespondiente encuesta del Instituto Nacional de Estadística. Así, la tasa de variación anual del índice general de los precios de importación disminuyó en tres décimas hasta el 2,9%. De acuerdo con esta fuente, los bienes de consumo y de capital presentaban una inflación anual muy reducida, inferior al 1%, debido a la fuerte competencia global. Por el contrario, los bienes intermedios presentaban un ascenso anual de los precios del 8,9%, debido al alza de muchas materias primas.

Ligero repunte de los precios agrarios en origen en octubre.

Por otro lado, los precios de las importaciones continuaban moderándose en octubre, de acuerdo con los datos de la co-

En cuanto a los productos agrarios, los precios percibidos por los agricultores repuntaron un poco en octubre, después de caer en septiembre por debajo del nivel de un año antes. Así, presentaban un incremento anual del 2,7%, sensiblemente menor que el correspondiente apartado del IPC.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación				Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios	
2005											
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	0,4	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	2,3	-0,6	-0,5	4,0	3,8
Septiembre	-0,2	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	0,8	2,4	-5,0	1,0	-
Octubre	2,7	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	-
Noviembre	...	3,6	2,5	2,5	6,8	1,0	...	...	...	...	...

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

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

Sector exterior

El déficit comercial vuelve a acelerarse en octubre

La evolución del déficit comercial ha deparado algunas sorpresas en octubre. La más significativa: tras 16 meses consecutivos en los cuales la variación interanual del déficit comercial acumulado de doce meses se había desacelerado, en dicho mes de octubre la tendencia se invierte.

Concretamente, el crecimiento del déficit comercial (acumulado de doce meses) respecto a un año antes fue en octubre del 18,3%, frente al 17,9% de septiembre. La tasa de cobertura también se ha deteriorado ligeramente, situándose en el 65,4% en octubre, dos décimas menos que en septiembre. Tras este comportamiento se encuentra un nuevo repunte de las importaciones (crecieron un 13,3% interanual, en valor acumulado de doce me-

El déficit comercial ha dejado de desacelerarse debido al redoblado impulso importador.

COMERCIO EXTERIOR

Acumulado 12 últimos meses hasta octubre 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	40.335	31,5	15,7	7.530	23,4	4,5	-32.805	18,7
Bienes de consumo	72.494	10,6	28,2	62.387	6,6	37,1	-10.107	86,1
<i>Alimenticios</i>	14.551	4,9	5,7	19.881	7,3	11,8	5.330	136,6
<i>No alimenticios</i>	57.943	12,2	22,5	42.506	6,2	25,3	-15.437	73,4
Bienes de capital	28.019	6,1	10,9	17.268	23,9	10,3	-10.751	61,6
Bienes intermedios no energéticos	116.265	11,3	45,2	80.936	10,5	48,1	-35.329	69,6
Por áreas geográficas								
Zona del euro	126.096	7,5	49,0	94.584	7,0	56,3	-31.511	75,0
Resto Unión Europea 25	25.130	12,8	9,8	24.012	9,4	14,3	-1.118	95,5
Rusia	7.162	44,7	2,8	1.439	38,6	0,9	-5.723	20,1
EEUU	8.130	2,4	3,2	7.235	18,7	4,3	-895	89,0
China	13.595	22,1	5,3	557	124,1	0,3	-13.037	4,1
Japón	5.882	0,2	2,3	1.258	8,3	0,7	-4.625	21,4
Resto Asia	23.004	25,3	9,0	6.608	7,5	3,9	-16.436	28,7
América Latina	21.867	33,2	8,5	4.306	1,0	2,6	-17.562	19,7
OPEP	14.552	43,3	5,7	10.347	40,9	6,2	-4.205	71,1
Resto	11.654	-7,7	4,5	17.775	17,5	10,6	6.121	152,5
TOTAL	257.112	13,3	100,0	168.120	10,7	100,0	-88.992	65,4

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

Los grupos de exportación más dinámicos son los bienes de capital y de consumo, y los de importación, el grupo energético.

ses), que batió el de las exportaciones (aumento interanual del 10,7%).

Este redoblado impulso importador, derivado del sensible dinamismo de la demanda interna, se ha debido principalmente a la contribución de los bienes intermedios no energéticos. En términos de crecimiento, las importaciones energéticas, a pesar de una nueva desaceleración, continúan siendo el grupo más dinámico, seguido de los bienes de consumo no alimenticios.

Por su parte, el comportamiento exportador sigue liderado por los grupos de bienes de capital y energético, ambos con crecimientos superiores al 23% interanual, siempre en valor acumulado de doce meses. El grupo que más contribuye es el de bienes intermedios no energéticos.

Los mercados exteriores más dinámicos continúan siendo aquellos con menor

peso relativo. Así, las exportaciones que más crecen son las destinadas a China, pero este socio comercial apenas representa un 0,3% de las exportaciones españolas y, además, el valor de lo importado multiplica por 24 las ventas al gigante asiático. Por lo que se refiere a los principales socios comerciales, la recuperación de la zona del euro está favoreciendo un crecimiento exportador del 7% interanual, una tasa de aumento ligeramente inferior a la que experimentan nuestras importaciones de la eurozona.

Fuera del Viejo Continente, el dinamismo exportador hacia Estados Unidos (aumento interanual del 19%) y hacia los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP, incremento del 41% interanual) es notable, con la importante diferencia: nuestras importaciones de Estados Unidos apenas crecen un 2,4% interanual mientras que las que realizamos de los países petroleros alcanzan el 43%.

La mejora europea se refleja en el aumento de los intercambios comerciales.

La competitividad exterior española aguanta el tipo... de momento

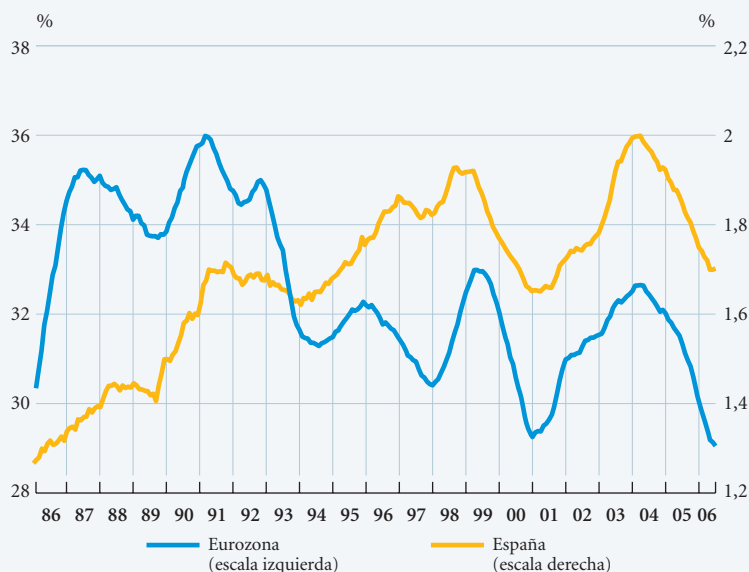
Patronio contó al conde Lucanor la historia de un hombre que para comer sólo tenía altramuces. Mientras se lamentaba, iba tirando las cáscaras vacías por el camino, pero entonces vio que otro que venía detrás las recogía en silencio, por lo que paró de compadecerse. Esta fábula del siglo XIV sintetiza hoy la posición competitiva de España en el mundo. Con el segundo mayor déficit comercial del planeta en valores absolutos, la competitividad de las exportaciones para compensar la fuerza importadora es una cuestión crucial. España es como el hombre que comía los altramuces. En este recuadro, veremos que aguanta bien la comparación con la mayoría de sus socios comerciales más próximos, pero el problema es que éstos son quienes comen las cáscaras, pues han sufrido un deterioro grave en la posición de sus exportaciones. Con las economías asiáticas y en menor medida, las del este de Europa, la comparación no es tan favorable.

Para abordar el análisis comparativo de la competitividad exterior podemos observar la evolución de la cuota de las exportaciones sobre el total mundial. La cuota puede variar por cambios relativos en los costes laborales o en la productividad, por factores internos específicos o por la modificación de los tipos de cambio. En todo caso, la cuota de las exportaciones en el mundo en términos corrientes indica el atractivo relativo del que gozan los productos de fabricación nacional en los mercados globales. Esta cuota puede crecer por un aumento de los precios de exportación si se combina con un aumento o mantenimiento del volumen, y viceversa, algo que sólo es posi-

ble con ganancias de competitividad. Exportaciones caras con productos poco atractivos podrían hacernos sentir ricos por un tiempo, pero la cuota en términos corrientes acabaría cayendo por volúmenes de exportación menores, y el país acabaría sufriendo las consecuencias. Consideramos pues que la cuota de las exportaciones mundiales es un indicador del grado de salud del sector exterior, más allá del propio ciclo de la demanda interna, que afecta más directamente a las importaciones.

ESPAÑA VA MEJOR QUE OTROS

Exportación de bienes con relación al total mundial en dólares corrientes



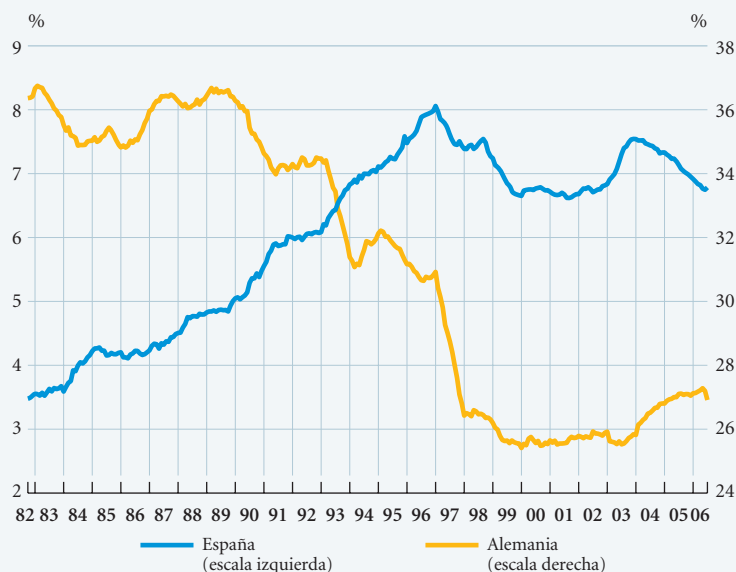
FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

Pues bien, la cuota de las exportaciones españolas del total mundial había venido creciendo de forma constante hasta llegar al 2% del total de las exportaciones mundiales a finales de 1998, alcanzando en junio de 2006 el 1,8%. Coincidiendo con la incorporación de la economía española en el euro, la tendencia alcista se ha perdido, estabilizándose en el valor citado con notables vaivenes, como se observa en el gráfico. Esta relativa estabilidad de la penetración parece buena comparada con la evolución bajista de las principales economías, que comen las cáscaras que deja China. Desde finales de 1998 a junio de 2006, Estados Unidos pasa del 12,6% al 8,8%, Reino Unido del 5,0% al 3,5%, Japón del 7,2% al 5,6% y la zona del euro del 32,5% al 29,1%. También Alemania, aún primer exportador de bienes mundial, ha visto su cuota disminuir del 10,0% al 9,1%. Las cosas no parecen entonces irle tan mal a la economía española.

Pero en el mundo pasan otras cosas que complican el veredicto definitivo sobre la salud del sector exportador. Por ejemplo, la irrupción de las exportaciones chinas, que de representar un 2% del total mundial en dólares corrientes a principios de los 90, en 2006 llegaron al 7,7%. O la subida del precio del petróleo y otras materias primas, que hace crecer la cuota de los exportadores frente al resto. O las fluctuaciones cambiarias, con un euro que desde octubre de 2000 se ha apreciado un 57% respecto al dólar y frente a todas las divisas que tienen algún tipo de fijación con el billete verde.

LA UNIÓN MONETARIA BENEFICIA MÁS A LAS EXPORTACIONES ALEMANAS

Exportación de bienes a la zona del euro respecto al total de importaciones provenientes de sus miembros (*)



NOTA: (*) En términos corrientes.

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

Para liberarnos de las distorsiones mencionadas y precisar la trayectoria competitiva de las exportaciones españolas, podemos intentar compararnos con el resto de países de la eurozona. En las últimas décadas, la cuota que las exportaciones españolas representan en el comercio interior de la zona del euro ha ido creciendo de forma continua, desde un 3,4% en 1980 hasta un máximo del 8,1% en 1996. La mayor apertura de la economía y el proceso de modernización recibieron la ayuda de un tipo de cambio que, tras devaluaciones sucesivas, mantenía a los productos españoles con bajos precios. Con el euro, el recurso de la peseta débil desaparece, cobra relevancia la eficiencia relativa del tejido productivo y como consecuencia la tendencia al alza se aplana e incluso apunta a una ligera tendencia a la baja, situándose en junio de 2006 en el 6,8% como se puede comprobar en el gráfico adjunto. Alemania y Holanda presentan el caso contrario. Sin más apreciaciones del marco y el florín, han transformado el retroceso de sus cuotas en una tendencia al alza. Pero una vez más ahogan nuestras penas los que comen cáscaras de altramuces, que en este caso son precisamente quienes más importan de España, dejando aparte el caso germano. Francia, Italia y Portugal absorbían el 36,3% de nuestras exportaciones de bienes totales, y todos ellos han visto importantes deterioros en su cuota del comercio entre los países del euro. La peor situación de estos tres importantes socios comerciales mejora el veredicto de nuestras exportaciones.

La otra cara de la moneda está en Asia Oriental. Excluyendo a Japón, está allí una buena parte de las economías más dinámicas del globo. Sin embargo, la cuota que representan las exportaciones de bienes españoles del total que importa la región es ínfima (0,2% en junio de 2006) y además va a la baja. Aquí no hay con quién compararse, las exportaciones españolas a China son un catorceavo de las alemanas, un cuarto de las francesas y un tercio de las italianas, además de estar por debajo de Holanda e incluso de la pequeña Finlandia. Otra asignatura pen-

diente está en el Este de Europa. Las exportaciones españolas sólo alcanzan el 1,6% de las compras al exterior de los nuevos diez miembros de la Unión, y además la tasa va en retroceso desde 2003. En contraste, Alemania está bien colocada entre los nuevos socios de la Unión, exportándoles la cuarta parte de sus compras totales.

Con un balance algo más positivo, la participación de las exportaciones de bienes españoles en las compras de Estados Unidos aguanta el tipo. Tipos de cambio, petróleo y China llevan la cuota a la baja, pero, exceptuando el especial caso irlandés, España queda por delante de la mayoría de países de la zona del euro, sólo por detrás de la mencionada Irlanda y de Austria, empata con Portugal y Grecia, y mejora el comportamiento de los otros grandes países europeos. La evolución de la participación de las exportaciones españolas en el mundo da pues un veredicto mejor de lo esperado. Los retrocesos agregados son pequeños, aunque hay significativas asignaturas pendientes: Asia Oriental y Europa del Este. La visión positiva se debe en gran parte al mal comportamiento relativo de economías europeas como Francia, Italia y Portugal, aunque mirar a quien come las cáscaras de altramuces tiene sus riesgos.

De cara al futuro existe un factor positivo y una precaución. Las exportaciones habían ido creciendo respecto al producto interior bruto hasta finales de 2000. Después ha habido un retroceso, menor en el caso de bienes, que acabó en marzo de 2005, con lo que parece que las cosas vuelven a la buena normalidad. La precaución es la tendencia asentada de las grandes empresas multinacionales, léase americanas y japonesas, a relocalizar su producción hacia los mercados asiáticos, buscando las ventajas competitivas que ofrecen. Si bien en España, con empresas menores, este proceso es menos importante, es preocupante el escaso peso que tienen en las exportaciones las ramas de alto contenido tecnológico, que son también las de mayor potencial de crecimiento. Y es que, para seguir avanzando, habrá que comer algo más que altramuces.

Balanza de pagos: el deterioro se modera marginalmente

En los tres primeros trimestres de 2006 el déficit acumulado de la balanza de pagos alcanzó los 64.751 millones de euros, cerca de un 30% superior al exhibido un año antes. Este ritmo de aumento es levemente menor al registrado en el acumulado de enero a agosto, cuando el aumento interanual se cifró en un 31%.

Los principales responsables de este desequilibrio son, en orden de importancia, el incremento del déficit comercial, la reducción del superávit de la balanza de servicios, el aumento del déficit de la balanza de rentas y, en último lugar, el mayor desequilibrio de la balanza de transferencias corrientes.

Concretamente, por lo que se refiere a la balanza comercial, el aumento del défi-

cit, superior al 18% respecto a los primeros nueve meses de 2005, se debió al tirón importador. Las importaciones crecieron, en el acumulado del año, un 13% interanual, frente al avance del 10,6% interanual de las exportaciones. Por su parte, la balanza de servicios continuó reflejando el goteo a la baja de la aportación del sector turístico. Así, la rúbrica de turismo se situó en los primeros tres trimestres de 2006 en los 20.520 millones de euros, una cifra un 2,7% inferior a la del mismo periodo de un año antes. Con todo, hay que significar que el deterioro era más acusado hace un mes.

El desequilibrio de la balanza de rentas se incrementó entre enero y septiembre en un 11,9% interanual, hasta los 15.425 millones de euros, mientras que el déficit de la de rentas alcanzó los 5.345 millones de euros, un deterioro de más de un 15%

El déficit corriente se amplía un 30% interanual en los primeros nueve meses de 2006.

BALANZA DE PAGOS

Septiembre 2006

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo	% variación anual	Saldo	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-59.322	18,4	-78.197	-13.034	20,0
Servicios					
<i>Turismo</i>	20.520	-2,7	25.792	-694	-2,6
<i>Otros servicios</i>	-5.180	88,4	-6.165	-2.544	70,3
Total	15.341	-16,4	19.628	-3.238	-14,2
Rentas	-15.425	11,9	-18.851	-2.308	14,0
Transferencias	-5.345	15,3	-3.793	-1.746	85,3
Total	-64.751	29,1	-81.214	-20,325	33,4
Cuenta de capital	3.164	-42,1	5.673	-2.151	-27,5
Balanza financiera					
Inversiones directas	-41.414	274,7	-43.052	-13.652	46,4
Inversiones de cartera	157.562	194,2	161.894	69.565	75,3
Otras inversiones	-37.902	-	-29.521	-38.646	-
Total	78.246	54,2	89.321	17.267	24,0
Errores y omisiones	-4.260	132,1	-3.321	-775	30,4
Variación de activos del Banco de España	-12.399	195,2	-10,459	5.984	-36,4

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.

Las entradas netas de inversión en cartera más que triplican el desequilibrio de la inversión directa.

interanual respecto al registro de los primeros nueve meses de 2005.

Por lo que se refiere al ámbito financiero, cabe destacar que las salidas de inversión directa superaron ampliamente las registradas en los tres primeros meses de 2005. En dicho periodo el déficit fue de 11.054

millones de euros mientras que en el periodo equivalente del presente 2006 registra un déficit de 41.414 millones de euros. En claro contraste, las entradas netas de inversión en cartera, al alcanzar los 157.562 millones de euros, más que triplicaron el superávit existente en los primeros tres trimestres de 2005.

Sector público

Notable superávit presupuestario del Estado en 2006

Los ingresos no financieros del Estado en términos de caja, es decir, medidos según su realización efectiva en el periodo considerado, ascendieron a 132.362 millones de euros en enero-noviembre. Esta cifra supone una elevación del 10,5% en relación con el mismo periodo del año anterior. En términos homogéneos, es decir, incluyendo la participación de las administraciones territoriales y corrigiendo de efectos de calendario, los ingresos no financieros del Estado aumentaron el 10,8% respecto al mismo periodo del año 2005.

Este notable aumento de las entradas en las arcas del Estado se debió a fuertes aumentos de la recaudación tributaria, reflejando

la favorable evolución económica. Así, los ingresos por el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) se incrementaron el 15,1%, siempre en términos homogéneos, como consecuencia del aumento de las rentas salariales y de la creación de empleo. Cabe señalar que las retenciones del capital mobiliario y sobre las ganancias de los fondos de inversión experimentaron fuertes subidas. El impuesto sobre la renta de sociedades se elevó el 16,0% por el gran ascenso de los beneficios empresariales.

En cuanto a los impuestos indirectos, el impuesto sobre el valor añadido aumentó el 11,4% en los once primeros meses del ejercicio, debido a la buena marcha del consumo y de la inversión. En cambio, los impuestos especiales sólo se elevaron el 2,6%. Cabe destacar la recuperación del

Los ingresos no financieros del Estado aumentan el 11% hasta noviembre...

...impulsados por la recaudación de los impuestos, reflejando el dinamismo económico.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Noviembre 2006

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	8.512	38,9	132.362	10,5
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	5.582	17,9	58.932	15,1
Impuesto de sociedades	31	–	33.593	16,0
IVA	2.686	10,2	52.520	11,4
Impuestos especiales	1.651	21,6	17.353	2,6
Resto	1.880	–1,8	15.198	–5,2
Total	11.830	13,4	177.596	10,8
Pagos no financieros	10.029	9,7	115.292	6,2
Saldo de caja	–1.517	–49,7	17.070	52,3
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación (**)	–2.373	–52,0	21.951	49,2

NOTAS: (*) Están incluidos los tramos cedidos a las comunidades autónomas de acuerdo con el sistema de financiación vigente, y otros ajustes.

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Los pagos sólo se elevan el 6% gracias al descenso de los desembolsos por los intereses de la deuda pública.

impuesto sobre las labores del tabaco en el mes de noviembre a raíz del alza del tipo sobre las marcas baratas efectuada en el mes, que, con todo, sólo colocó la tasa acumulada en el 1,4%. Similarmente, el impuesto sobre hidrocarburos experimentó un débil aumento del 1,8%. En cambio, los impuestos sobre alcoholes y bebidas espirituosas subieron el 8,1%.

Por lo referente al resto de ingresos, las transferencias de capital descendieron a causa del menor ritmo de ingreso de los fondos comunitarios. El ascenso de los ingresos patrimoniales del 34,4% debido a los mayores beneficios ingresados por el Banco de España en 2006 no pudo compensar totalmente la negativa evolución de otras partidas, de modo que el conjunto de los otros ingresos no financieros bajó el 5,2% en términos corregidos.

Los pagos no financieros se elevaron el 6,2% hasta noviembre. Esta evolución relativamente favorable fue facilitada por el decremento del 11,9% de los pagos por intereses de la deuda pública. Asimismo, las transferencias de capital disminuyeron el 11,4% y las inversiones reales únicamente aumentaron el 1,6%. Por el contrario, las transferencias corrientes subieron el 13,7% y los gastos de personal, el 7,4%.

De esta evolución de los ingresos y los gastos resultó un superávit presupuestario

acumulado de 17.070 millones de euros, lo que supone un alza del 52,3% con relación al mismo periodo de 2005. En términos de contabilidad nacional, aplicando el principio contable del devengo, o sea, registrando los importes en el momento en que se producen los derechos y las obligaciones con independencia de cuando se materializan, se anotó una capacidad de financiación acumulada de 21.951 millones de euros con un incremento del 49,2% respecto al mismo periodo del año precedente. Con relación al producto interior bruto, la capacidad de financiación resultó del 2,26%, frente al 1,62% del mismo periodo de 2005. Aunque hay que tener en cuenta que en diciembre se elevan los pagos por inversiones y se producen algunos desembolsos extraordinarios, las previsiones presupuestarias para el cierre del ejercicio son favorables.

Finalmente, la variación neta de activos financieros en términos de caja totalizó 11.925 millones de euros en los once primeros meses del año. Entre otras partidas ello fue debido a distintas aportaciones financieras, entre ellas las correspondientes a infraestructuras ferroviarias, préstamos para la financiación de la investigación, desarrollo e innovación científica y técnica. De este modo, el endeudamiento neto del Estado se redujo hasta finales del mes de noviembre en 5.145 millones de euros, frente a un correspondiente aumento de 575 millones de euros en 2005.

El superávit presupuestario sube el 49% y pasa a representar el 2,3% del PIB.

La política fiscal para 2007: el gasto como protagonista

El gobierno prevé alcanzar en 2007 un superávit fiscal del 1% del PIB para el conjunto de las administraciones públicas. Así lo indica la reciente *Actualización del Programa de Estabilidad 2006-2009*. A primera vista, un año más de superávit fiscal parece constatar la solidez de nuestras cuentas públicas y es un motivo de satisfacción. Por otra parte, este objetivo –que ha sido revisado al alza desde el 0,7% previsto en el Proyecto de Presupuestos– está muy por debajo del superávit esperado para 2006, cercano al 1,5% del producto interior bruto (PIB). Es lógico pues preguntarse si en el actual contexto macroeconómico, la política fiscal no debería plantearse unos objetivos más ambiciosos para contrarrestar los desequilibrios de la economía española: inflación y déficit exterior.

Esto es lo que opinan por ejemplo tanto la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos como el Fondo Monetario Internacional.

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS AA.PP.

% PIB

	2005	2006	2007
Estado y Organismos Autónomos	0,5	0,6	0,3
Seguridad Social	1,1	1,1	0,9
Entes territoriales	-0,4	-0,3	-0,2
Total	1,1	1,4	1,0

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

Las perspectivas de crecimiento a corto plazo continúan siendo favorables. El gobierno ha revisado al alza las estimaciones de crecimiento del PIB en 2006 hasta 3,8% (desde 3,4% en el Proyecto de Presupuestos). Para el año que viene, prevé una leve desaceleración (hasta 3,4%) pero el crecimiento se mantendrá en torno al potencial de la economía española. La demanda nacional continuará siendo el principal motor del crecimiento aunque su importancia disminuirá. Se espera una reducción de la inflación (medida con el deflactor del PIB) del 3,8% al 3,4%, con lo que el diferencial con la zona euro todavía sería de 1 punto porcentual, y un aumento del déficit exterior hasta alcanzar 8,2% del PIB. Aunque todo indica que el Banco Central Europeo subirá algo más los tipos de interés durante 2007, los tipos de interés reales en España continuarán siendo relativamente bajos. En este contexto de crecimiento alto y una política monetaria que no se puede calificar de restrictiva, la política fiscal debería jugar un papel importante en la contención de la inflación y el déficit exterior junto con las políticas estructurales. ¿Lo hace? Bien, es difícil considerar a los PGE como restrictivos cuando el consumo público continuará creciendo por encima del PIB real, tal y como ha sucedido en los últimos cinco años, y cuando el saldo primario se reducirá un 0,5% del PIB.

ESCENARIO MACROECONÓMICO

	2005	2006	2007
Demanda nacional	5,2	4,7	4,3
Consumo privado	4,2	3,7	3,4
Consumo público	4,8	4,2	4,0
Formación bruta de capital fijo	7,0	6,3	5,4
Variación de existencias (contribución al crecimiento)	0,0	0,1	0,0
Saldo exterior (contribución al crecimiento)	-1,7	-1,1	-0,9
PIB (% variación real)	3,5	3,8	3,4
Deflactor del PIB (% variación)	4,1	3,8	3,2
PIB a precios corrientes (% variación)	7,8	7,7	6,7

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

En efecto, los presupuestos generales del Estado crecen fuertemente, reflejando las prioridades sociales del gobierno. El presupuesto consolidado de gastos crece el 7,2% con respecto al presupuesto de 2006 (8,3% excluyen-

do los pagos por intereses). El aumento se concentra en las partidas sociales y en las referidas a investigación, desarrollo e innovación (I+D+i). El gasto en pensiones, que absorbe cerca de una tercera parte del presupuesto, se incrementa el 8% (cerca de 7.000 millones de euros) como resultado de un incremento en el número de perceptores y la mejora en las prestaciones mínimas. A pesar de la reducción en la tasa de desempleo, el gasto en políticas activas y pasivas en el mercado de trabajo se incrementa en igual porcentaje (y 1.600 millones de euros en términos absolutos). Los gastos en I+D+i, que podrían potenciar el nivel tecnológico de nuestro sistema productivo, crecen 23% (1.600 millones de euros en términos absolutos) hasta alcanzar el 0,8% del PIB. Cabe destacar por último el fuerte incremento de la dotación para Ayuda Oficial al Desarrollo (39%) hasta alcanzar el 0,3% del PIB. Incluyendo el gasto de entes territoriales y de condonación de deuda, la Ayuda Oficial al Desarrollo de España alcanzará el 0,4% del PIB.

Por el lado de los ingresos, la reforma fiscal reducirá la presión impositiva muy ligeramente. Los cambios en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y el impuesto de sociedades (ver cuadro adjunto) supondrán un coste cercano al 0,2% del PIB para el Estado. De todas maneras, estas pérdidas se verán compensadas en parte por la buena marcha de los resultados empresariales y el empleo y su impacto sobre la recaudación del impuesto de sociedades y cotizaciones sociales. Así, los ingresos consolidados del Estado, Organismos y Seguridad Social sólo disminuirán marginalmente en proporción al PIB (0,1%). ¿Podría haber ido el gobierno más lejos en la reforma fiscal y bajar más los impuestos? Quizás, pero esto habría requerido un gran esfuerzo de contención del gasto para evitar que el déficit exterior o la inflación se desbocaran. De momento, una segunda rebaja (que sobre todo otorgue un mejor trato al ahorro) queda en la cartuchera para cuando las circunstancias lo permitan.

PRINCIPALES ELEMENTOS DE LA REFORMA FISCAL

IRPF

- Reducción del número de tramos impositivos (de 5 a 4) y ensanchamiento de los tramos.
- Reducción del tipo marginal máximo del 45% a 43%.
- Introducción de un tipo fijo de gravamen del 18% para rentas del ahorro.
- Incremento sustancial de mínimos exentos.

Impuesto de Sociedades

- Reducción del tipo de gravamen en 5 puntos porcentuales (2,5 puntos en el tipo general en 2007 y 2008 respectivamente; 5 puntos para PYMES en 2007).
- Eliminación gradual de la mayor parte de deducciones entre 2007-2011.
- Limitación de la deducción por reinversión de plusvalías a actividades productivas.

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

Tal y como ha ocurrido en 2006, es probable que la ejecución de los presupuestos depare sorpresas positivas. Los ingresos fiscales, por ejemplo, podrían superar las previsiones presupuestarias, que se podrían calificar como conservadoras. Por otra parte, en algunas partidas se podría acabar gastando menos de lo esperado, especialmente en programas para los que se prevén aumentos importantes y en el fondo de contingencia. Para el futuro, el diseño de la política fiscal todavía se enfrenta a dos importantes retos: garantizar la sostenibilidad del sistema de Seguridad Social y potenciar la competitividad de la economía a través de un mejor gasto y una menor presión fiscal sobre el trabajo y las empresas.

PROYECCIONES PRESUPUESTARIAS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

% PIB

	2005	2006	2007
Ingresos			
Impuestos directos	10,9	11,4	11,4
Cotizaciones sociales	13,0	13,0	13,0
Impuestos indirectos	12,1	12,1	12,0
Otros ingresos	3,4	3,3	3,2
Total	39,4	39,8	39,6
Gastos			
Gasto primario	36,4	36,8	37,1
Del cual: Formación bruta de capital fijo	3,6	3,7	3,9
Intereses	1,8	1,6	1,5
Total	38,2	38,4	38,6
Saldo total	1,1	1,4	1,0
Saldo primario	2,9	3,0	2,5

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

Ahorro y financiación

El crédito al sector privado continúa creciendo a un ritmo elevado

Los tipos de interés crediticios siguen una senda alcista, reflejando paulatinamente las elevaciones del tipo de referencia del Banco Central Europeo desde el mes de diciembre de 2005. Así, el promedio del tipo de interés de los préstamos de las entidades crediticias al sector privado ascendió hasta el 5,0% en octubre, colocándose en el mayor nivel de los últimos años.

Ello no ha sido obstáculo para la expansión del crédito. Así, la financiación obtenida por el sector privado en los doce últimos meses hasta octubre se incrementó el 24,0%, el mayor ritmo anotado en la

última década. No obstante, esto ha sido debido al fuerte aumento de la financiación otorgada a las empresas, del 27,4% en el último año, la tasa de variación más alta desde por lo menos 1996. De este modo, las sociedades no financieras siguen apalancándose financieramente, en parte para hacer frente a numerosas operaciones corporativas, como adquisiciones y fusiones. También es verdad que la rentabilidad esperada de los activos en la actual coyuntura supera ampliamente los actuales niveles de los tipos de interés, por lo que el endeudamiento para fines de inversión está fundamentado.

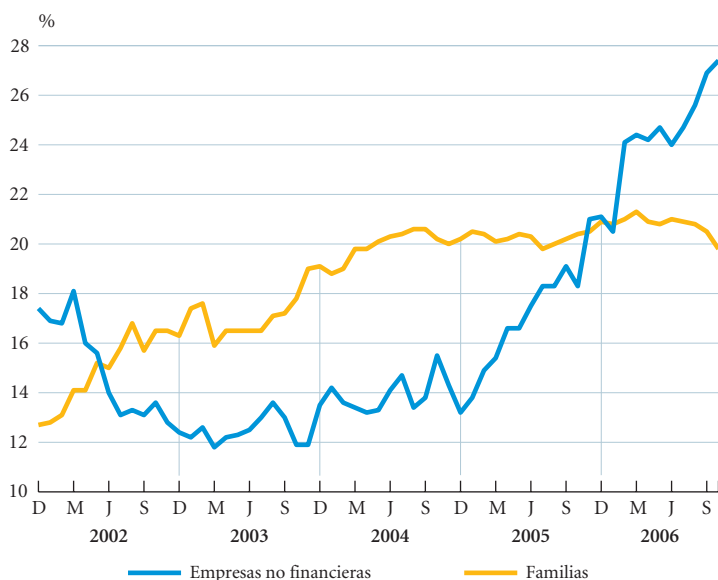
Así, los arrendamientos financieros, que suelen utilizarse para financiación de bienes de equipo e inmobiliarios, presen-

La subida de los tipos de interés bancarios...

...no ha sido obstáculo para la expansión del crédito.

EL CRÉDITO A LAS EMPRESAS SE DISPARA, MIENTRAS QUE EL DE LAS FAMILIAS SE MODERA

Variación interanual del crédito de entidades de crédito residentes (*)



NOTA: (*) Incluyendo a los préstamos titulizados fuera de balance.
FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Octubre 2006

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	76.329	968	1,3	7.038	10,2	5,3
Deudores con garantía real (*)	883.038	153.751	21,1	185.327	26,6	61,1
Otros deudores a plazo	404.825	79.529	24,4	85.923	26,9	28,0
Deudores a la vista	30.749	2.691	9,6	4.963	19,2	2,1
Arrendamientos financieros	38.663	3.669	10,5	5.227	15,6	2,7
Créditos dudosos	10.956	1.325	13,8	1.194	12,2	0,8
TOTAL	1.444.562	241.934	20,1	289.673	25,1	100,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

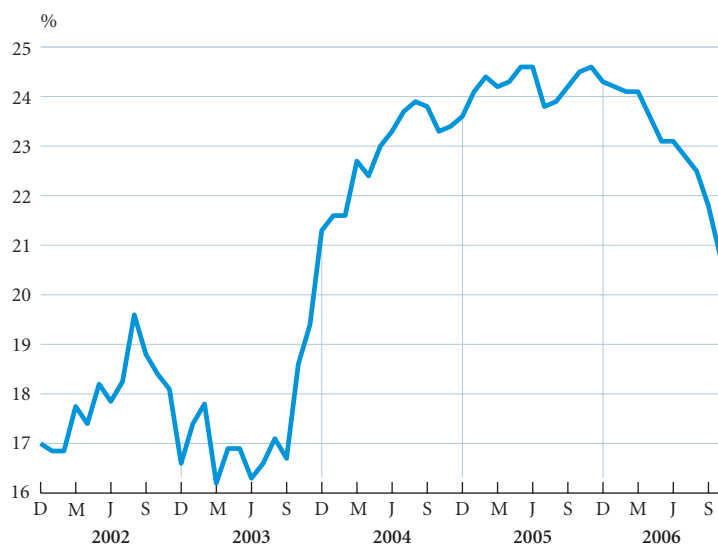
tan una elevación del 15,6% desde octubre de 2005. En cambio, el crédito comercial, que se destina a la financiación del capital circulante, muestra un crecimiento sensiblemente menor, del 10,2%.

Donde sí se aprecia una cierta moderación es en el crédito a los hogares. En efecto, al final de octubre el saldo de la finan-

ciación concedida a los particulares había ascendido el 19,8% respecto al mismo mes del año anterior. Aunque es un elevado ritmo de crecimiento, se sitúa 1,5 puntos por debajo del de marzo. La desaceleración del crédito a las familias se concentra en el crédito para la vivienda, que ha pasado de crecer a tasas anuales del 24,6% en noviembre de 2005 al 20,8%

RALENTIZACIÓN 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.

La morosidad permanece en cotas bajas.

en octubre de 2006. Sin embargo, el buen clima económico y la creación de empleo siguen apoyando la demanda de crédito hipotecario, por lo que para 2007 lo más probable es que continúe una senda de moderación suave.

En cambio, el resto de componentes del crédito a los hogares presenta una trayectoria de aceleración. Así, creció el 17,2% en los doce últimos meses hasta octubre de 2006, cuando en 2005 aumentó el 12,5%. Esta expansión se explica en parte por las políticas comerciales de las entidades financieras para compensar el menor aumento del crédito hipotecario. Éstas han relajado las condiciones para acceder al crédito al consumo y han potenciado la inmediatez de su obtención. Asimismo, están aprovechando todos los canales posibles, como internet o incluso el teléfono móvil. Así, el crédito al consumo, ya sea instrumentado mediante un préstamo, un crédito o una tarjeta, está en boga. Pero el crédito para otros fines, como puede ser la compra de valores, terrenos, etc., también estaba creciendo notablemente.

A pesar del aumento de los tipos de interés la tasa de morosidad del conjunto del crédito al sector privado se mantiene por

el momento en niveles bajos. Así, en octubre descendió por segundo mes consecutivo, situándose en el 0,76%. Con datos más detallados que alcanzan hasta septiembre, se aprecia que la dudosa del crédito para adquisición de vivienda también se hallaba en una cota reducida, del 0,41%, si bien se colocaba livianamente por encima de diciembre de 2005, cuando se situaba en el 0,38%.

Auge de los depósitos bancarios

En el otro lado del balance de las entidades financieras, los depósitos bancarios están experimentando una gran expansión. De esta manera, los depósitos del sector privado aumentaron el 24,0% en los doce últimos meses hasta octubre. A este fuerte aumento ha contribuido la subida de las retribuciones, posibilitada por el incremento del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo. No obstante, el crecimiento de los depósitos resultó insuficiente para la financiación del crédito otorgado, por lo que las instituciones financieras han recurrido sobre todo a la emisión de valores.

En esta parcela del mercado, los bancos están demostrando un mayor dinamismo en

El alza de las retribuciones apoya la expansión de los depósitos bancarios.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Octubre 2006

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	415.232	19.042	4,8	40.468	10,8	39,0	
A plazo hasta 2 años	236.348	45.828	24,1	51.897	28,1	22,2	
A plazo a más de 2 años	311.898	72.416	30,2	94.489	43,5	29,3	
Cesiones temporales	72.158	-888	-1,2	5.191	7,8	6,8	
Total	1.035.637	136.399	15,2	192.046	22,8	97,2	
Depósitos en monedas no euro	29.526	13.887	88,8	14.078	91,1	2,8	
TOTAL	1.065.162	150.285	16,4	206.124	24,0	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

el último periodo. Así, en el periodo que va de octubre 2005 a octubre 2006 los depósitos de la banca aumentaron el 26,6% frente al 21,5% de las cajas de ahorros. De esta manera, los bancos recuperaron cuota en este segmento del mercado, que, no obstante, sigue liderado por las cajas.

De hecho, la mejora del atractivo de los depósitos bancarios en el último periodo parece que ha tenido consecuencias desfavorables para las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria, otro producto favorito de los ahorradores. El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria sólo se elevó el 4,6% en el último año hasta noviembre de 2006. En los últimos tres meses las salidas de dinero han superado a las entradas. Las retiradas de fondos han sido considerables en la renta fija, afectada por bajas rentabilidades. En promedio, el rendimiento anual resultó de un notable 4,8%, aunque el grado de dispersión fue elevado. Sólo la renta va-

riable de Japón fue negativa. La máxima rentabilidad fue obtenida por la renta variable nacional, con un extraordinario 31,1%.

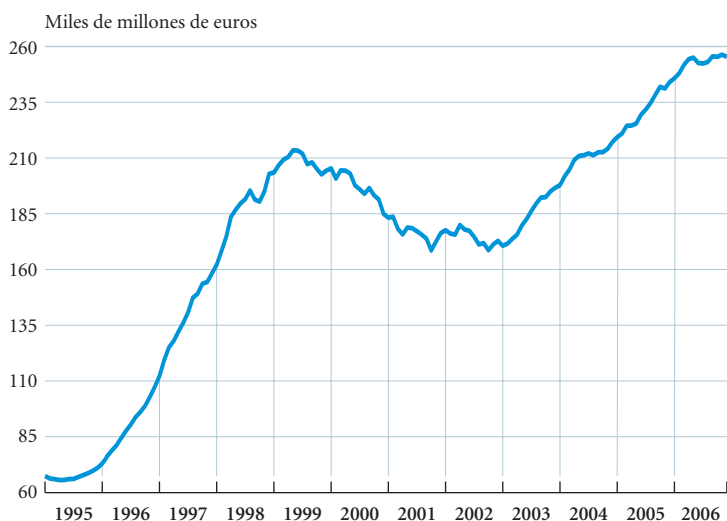
En otro ámbito, las primas del sector del seguro directo sobrepasaron los 37.000 millones de euros en los nueve primeros meses de 2006, según datos de la asociación ICEA de investigación de los seguros. Así, crecieron un 4,5% respecto al mismo periodo del año precedente. Por ramos, el de vida sólo anotó una subida del 1,2% y los de no vida del 6,8%. En este grupo, los multirriesgos y la salud experimentaron aumentos del orden del 10%, mientras que el subsector del automóvil sólo creció el 4,6% en un marco de fuerte competencia. Por otra parte, el ahorro gestionado en el ramo de vida, materializado mediante sus provisiones técnicas, se colocó en unos 129.000 millones de euros en septiembre de 2006, con un ascenso del 5,0% con relación al mismo periodo del año anterior.

Retiradas netas en las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria durante tres meses consecutivos.

Las primas de seguros crecen el 5% en los tres primeros trimestres de 2006.

DESCENSO DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN NOVIEMBRE POR LA COMPETENCIA DE LOS DEPÓSITOS

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.

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

■ 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

2. El empleo a partir de los 55 años

Maria Gutiérrez-Domènech

3. Offshoring y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional

Claudia Canals

4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España?

Marta Noguera

■ "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-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area

Pau Rabanal

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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, Alex 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

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 M. P. 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)

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 Princeton
- 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