

Informe Mensual



NÚMERO 300

China, un coloso ahorrador Pág. 14

La tasa de ahorro de la potencia oriental es elevadísima, un 47% del PIB. ¿Por qué?

Los felices años 00: crece el consumo... ¡y también la riqueza! Pág. 40

La peor parte se la lleva la tasa de ahorro de las familias, que está en mínimos

Malas noticias sobre los impuestos al ahorro Pág. 61

La fiscalidad sobre el ahorro financiero crea distorsiones que pueden provocar menor crecimiento de la economía

¿Se han endeudado demasiado las empresas españolas? Pág. 65

Las empresas están absorbiendo ahorro del resto de la economía a un ritmo creciente

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	2,7	3,7	3,5	3,0	3,1	2,7	2,7
Japón	1,9	2,2	1,9	2,7	2,2	1,5	2,3	2,3	2,0
Reino Unido	1,9	2,7	2,4	2,4	2,7	2,9	3,0	2,4	2,6
Zona del euro	1,5	2,8	2,4	2,2	2,9	2,7	3,3	2,8	2,3
<i>Alemania</i>	1,1	2,9	1,8	1,9	2,8	3,1	3,7	2,9	1,9
<i>Francia</i>	1,2	2,0	2,0	1,3	2,6	1,9	2,2	2,3	1,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,4	3,2	1,9	3,7	4,0	3,4	2,0	2,1	1,5
Japón	-0,3	0,2	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,4	0,4
Reino Unido	2,0	2,3	2,2	2,0	2,2	2,4	2,7	2,4	2,1
Zona del euro	2,2	2,2	1,8	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	1,6
<i>Alemania</i>	2,0	1,7	1,7	2,0	1,9	1,6	1,3	1,8	1,6
<i>Francia</i>	1,7	1,7	1,5	1,8	1,9	1,7	1,3	1,2	1,2
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
	Previsiones			Previsiones					
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	4,2	3,7	3,5	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7	3,6
Consumo de las AAPP	4,8	4,4	4,4	4,3	4,4	4,2	4,9	4,2	4,3
Formación bruta de capital fijo	7,0	6,3	4,8	6,3	6,2	6,4	6,4	5,9	5,4
<i>Bienes de equipo</i>	9,0	9,7	5,6	8,6	9,1	9,6	11,4	9,5	8,0
<i>Construcción</i>	6,0	5,9	4,8	5,8	5,8	6,2	5,7	5,4	4,8
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,2	4,9	4,3	4,8	4,8	4,8	4,9	4,6	4,4
Exportación de bienes y servicios	1,5	6,2	4,2	9,5	4,9	3,4	7,3	2,6	4,8
Importación de bienes y servicios	7,0	8,4	5,4	11,6	7,3	6,0	8,8	4,5	6,4
Producto interior bruto	3,5	3,9	3,6	3,7	3,8	3,8	4,0	3,9	3,8
Otras variables									
Empleo	3,1	3,1	2,8	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	8,3	8,2	8,0
Índice de precios de consumo	3,4	3,5	2,5	4,0	3,9	3,5	2,6	2,5	2,3
Costes laborales unitarios	2,2	2,6	2,2	2,3	2,7	2,7	2,8		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-7,5	-8,5	-9,3	-10,0	-7,8	-8,4	-7,9		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-6,5	-7,8	-8,8	-9,7	-7,4	-7,8	-6,7		
Saldo público (% PIB)	1,1	1,8	1,2						
MERCADOS FINANCIEROS									
	Previsiones			Previsiones					
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	3,2	5,0	5,2	4,4	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3
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	5,0	4,6	5,1	4,9	4,6	4,8	5,0
Bonos alemanes 10 años	3,4	3,8	4,3	3,5	4,0	3,9	3,8	4,1	4,3
Obligaciones 10 años	3,4	3,8	4,3	3,5	4,0	3,9	3,8	4,1	4,3
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,25	1,26	1,34	1,20	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35

INFORME MENSUAL

Marzo 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 2006

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	197.495
Créditos sobre clientes	139.765
Resultado atribuido al Grupo	3.025

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	25.241
Oficinas	5.186
Terminales de autoservicio	7.493
Tarjetas	9.007.335

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2007	Millones €
Sociales	256
Ciencia y medio ambiente	64
Culturales	54
Educativas	26
TOTAL PRESUPUESTO	400

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

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

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

Más información en www.estudios.lacaixa.es



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

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 **Coyuntura internacional**
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 12 China
 - 14 **China, un coloso ahorrador**
 - 17 México
- 20 **Unión Europea**
 - 20 Previsiones Comisión Europea
 - 21 Zona del euro
 - 22 Alemania
 - 25 Francia
 - 26 Italia
 - 27 Reino Unido
- 28 **Mercados financieros**
 - 28 Mercados monetarios y de capital
- 37 **Coyuntura española**
 - 37 Actividad económica
- 40 **Los felices años 00: crece el consumo... ¡y también la riqueza!**
 - 47 Mercado de trabajo
 - 53 Precios
 - 58 Sector exterior
 - 61 Sector público
- 61 **Malas noticias sobre los impuestos al ahorro**
 - 64 Ahorro y financiación
- 65 **¿Se han endeudado demasiado las empresas españolas?**

La creciente movilidad internacional del ahorro

Cuando el naufragio arroja a Robinson Crusoe a una isla desconocida y aparentemente desierta, sabemos que sólo su coraje y audacia determinarán su capacidad de supervivencia en un medio tan hostil. Pescando o recolectando descubre lo escaso que es su tiempo y lo precario de la tecnología que utiliza. Pero pronto es capaz de, una vez cubiertas las necesidades elementales, destinar tiempo a perfeccionar sus técnicas, construir mejores instrumentos o acondicionar su refugio. Es decir, en términos económicos, en el momento en que su capacidad de producción excede su necesidad de consumo, puede destinar dicho excedente a actividades que le permitirán mejorar sensiblemente su capacidad productiva futura. El «ahorro» de tiempo y el destino de éste a inversión son la clave del desarrollo y el progreso económico de cualquier sociedad.

La peripecia del hombre en la isla desierta es útil para ejemplificar conceptos económicos elementales y es por ello utilizada a menudo en la enseñanza de la economía. Cuando el modelo se complica con una población mucho mayor, la complejidad de los fenómenos económicos aumenta, pero la esencia viene a ser la misma. El análisis ahorro-inversión, precisamente, es uno de los que más energías ha consumido en la historia de las ideas económicas. Pero lo que está fuera de duda es su trascendencia en el mundo real a la hora de explicar la dinámica económica, tanto en economías simples como en la diversidad del mundo actual.

En la era de la globalización, uno de los desarrollos más llamativos es la deslocalización de los procesos de ahorro e inversión. La progresiva dilución de las fronteras económicas libera al ahorro de sus ataduras nacionales. Lo que un Robinson ahorra en un continente lo utiliza otro Robinson de otro continente. La inversión ya no está constreñida por la capacidad de ahorro personal, empresarial, ni siquiera nacional. La eficiencia del sistema financiero internacional a la hora de canalizar estos flujos de ahorro explica en buena medida que en los últimos años la economía internacional haya crecido a los ritmos más elevados en décadas pero que, sin embargo, los tipos de interés a largo plazo sigan en niveles históricamente bajos. Sobre todo en un momento de subida de los precios de las materias primas, y en particular del petróleo, el cual ha hecho menos daño del que cabía imaginar a los países dependientes de las mismas gracias a que los países exportadores han movilizad su ahorro hacia los mercados financieros internacionales, facilitando así el ajuste de las economías.

Esta capacidad de acomodar ahorro e inversión a nivel global, qué duda cabe que constituye una optimización del patrón económico internacional. Los países o regiones más dinámicos, con mayor potencial de crecimiento, pueden absorber el ahorro de economías o regiones más maduras, con menor capacidad de generación de activos financieros atractivos, en un equilibrio más fructífero que el de las economías cerradas por las restricciones nacionales. La paradoja está en que ahora mismo la principal fuente de ahorro planetario es la economía china, cuyo potencial de crecimiento es elevadísimo, mientras que el principal receptor de este ahorro es la economía americana, cuya expansión se fundamenta, precisamente, en un exceso de gasto que se refleja en un enorme déficit en la balanza de pagos corrientes desde hace ya unos cuantos años. Una paradoja que en buena medida se explica por la potencia de los mercados financieros estadounidenses, su capacidad de innovación y de desarrollo de nuevos productos. Pero que plantea la incógnita de hasta dónde se puede tensar la cuerda del apalancamiento financiero.

RESUMEN EJECUTIVO

Los últimos datos macroeconómicos trazan perfiles de mejora de la actividad en las principales economías...

...sin perder de vista los desajustes que están todavía por resolver y los riesgos que planean sobre el sistema financiero internacional.

La economía de Estados Unidos parece dirigirse hacia un «aterrizaje suave», pero habrá que cerciorarse de que la pista esté en buen estado.

Mejoran las perspectivas de crecimiento

Mientras el debate sobre el calentamiento global sigue su curso, otro calentamiento está cada vez más fuera de duda: el de la economía internacional. Por lo menos, esto es lo que sugieren los resultados de crecimiento correspondientes al último trimestre de 2006. En dicho periodo, tanto la Unión Europea (UE) como Estados Unidos y Japón han presentado resultados superiores a lo esperado, afianzando la idea de que el actual ciclo expansivo goza de buena salud.

Los riesgos de la situación actual siguen presentes, pero ciertamente no parecen constituir amenazas inmediatas. El precio del petróleo se ha instalado en los 50 ó 60 dólares por barril Brent, y sólo a finales de febrero, a raíz de los temores de un ataque a Irán, ha osado salir de la banda. Los tipos de interés monetarios han subido en muchos países, pero los tipos a largo plazo apenas han avanzado, dejando las condiciones financieras todavía muy relajadas. Los desequilibrios comerciales entre países o regiones apenas han mejorado, pero tampoco han empeorado de forma ostensible, mientras que los tipos de cambio van corrigiendo de forma paulatina algunos desajustes. Cabe señalar, de todas formas, la alerta lanzada en la última reunión del G-7, el grupo de los países más ricos del planeta, sobre el gran auge de los *hedge funds* y otros instrumentos de carácter especulativo, que se perciben cada vez más como riesgos sobre la estabilidad de las finanzas internacionales.

En Estados Unidos, sorprendió el anuncio de un crecimiento del 3,4% interanual

en el cuarto trimestre, aunque posteriormente ha sido revisado a la baja, en un periodo en el que la vivienda atravesó por el momento más negro del año. En efecto, mientras que el componente de construcción del producto interior bruto (PIB) se desplomaba más de un 12% respecto al mismo periodo del año anterior, las familias siguieron con su ritmo de consumo habitual, aparentemente ajenas al frenazo del sector inmobiliario. Algunos indicadores apuntan a que la caída de las ventas y los precios de las casas ha tocado fondo, pero en enero la estadística de viviendas iniciadas echó un jarro de agua fría sobre las perspectivas más optimistas del sector.

Puede que todo encaje en el guión de «aterrizaje suave» tan querido por el responsable de la Reserva Federal, Ben Bernanke. No tanto porque la desaceleración sea mucho más suave de lo temido, sino porque el crecimiento de la productividad, todavía elevado, permite controlar los costes laborales unitarios y las tensiones inflacionistas, al tiempo que se crea empleo. ¿Qué más se puede pedir?

Sin embargo, un vistazo más de cerca de las cifras del PIB del cuarto trimestre revela dos riesgos inquietantes. El primero, que la expansión del consumo se fundamenta en un ahorro negativo. Es decir, el consumo de las familias excede sus ingresos, lo que puede explicarse por el efecto riqueza (la subida de la bolsa y del precio de la vivienda dan una mayor seguridad económica que se traduce en mayor consumo) o, simplemente, por la venta de activos a fin de no reducir el ritmo del gasto. Teniendo en cuenta que las plusvalías bursátiles e inmobiliarias pueden desva-

necerse rápidamente en un momento de crisis, habrá que cruzar los dedos para que ello no suceda. El segundo elemento de inquietud de las cuentas del último trimestre es el freno de la inversión en maquinaria y equipo de las empresas. De hecho, el índice de actividad manufacturera se halla en zona de riesgo, lo cual no es de extrañar en plena racha de despidos en la industria más emblemática del país, la automovilística.

En este contexto, la Reserva Federal sigue deshojando la margarita de los tipos de interés. Bernanke ha lanzado mensajes sobre un exceso de inflación, pero Wall Street cree que los tipos de interés se mantendrán estables en los próximos meses. Por el contrario, el Banco de Japón se decidió por fin a actuar en febrero subiendo un cuarto de punto, hasta el 0,50%, su tipo de interés de referencia. Se trata de un movimiento que el mercado esperaba ya en enero pero que la presión política parece que obligó a retrasar hasta disponer de datos más contundentes. Estos aparecieron a mediados de mes, al anunciarse un crecimiento del 4,8% del PIB en tasa intertrimestral elevada a anual, el ritmo más intenso en tres años. Con los datos en la mano, el instituto emisor nipón consideró justificado tensar la política monetaria hasta el nivel citado, un tipo de interés todavía bajo pero que es el más alto en diez años.

Tras la subida del tipo nipón, los mercados de cambios esperaban una cierta mejora del yen, que había tocado mínimos de los últimos años frente al dólar y al euro. Pero las tibias intenciones futuras expresadas por el gobernador del banco central japonés no desalentaron, sino todo lo contrario, las operaciones especulativas basadas en las diferencias de tipos de interés entre divisas (*carry trade*), que consisten en endeudarse en yenes u otras monedas con bajos tipos de interés e invertir los fondos en monedas de alta rentabilidad. El resultado fue un nuevo retroceso del yen.

El BCE no ve con buenos ojos la subsecuente apreciación del euro, pero ello no le va a disuadir de subir de nuevo sus tipos de interés de referencia. Los miembros del consejo de gobierno consideran que la política monetaria es todavía «acomodatícia», es decir, demasiado relajada para una economía que ha dado pruebas suficientes de estar creciendo en su potencial o más.

Desde luego, después de los datos del cuarto trimestre avanzados por Eurostat ya nadie discute del buen momento económico de la UE y de la zona del euro en particular. Y mucho menos la Comisión Europea. Joaquín Almunia, comisario de Asuntos Económicos y Monetarios, dibujó un panorama económico brillante en el avance de previsiones de la Comisión presentado a mediados de mes. El crecimiento del cuarto trimestre de la eurozona deja el incremento del PIB en 2006 en el 2,8%, una cifra muy superior a la esperada a principios de año, y Bruselas confía en una suave desaceleración a lo largo de 2007, previendo una tasa del 2,4%. Además, no se esperan problemas en el lado de la inflación y se prevé que continúe el descenso de la tasa de paro –en el mínimo de la última década– y que se reduzcan los déficit públicos.

Crecimiento de mayor calidad

Unos de los protagonistas de la recuperación de la zona del euro es la economía española, que ostenta la tasa de crecimiento más elevada entre los países grandes y medianos. El crecimiento del cuarto trimestre superó las previsiones y dejó la expansión anual a una décima del 4%, el mayor ritmo desde el año 2000. Pero más que el nuevo acelerón de la actividad, quizás lo más importante fue que el crecimiento es de mejor calidad: la demanda interior pulsa con menos fuerza, la demanda exterior es menos negativa, la inflación tiende a moderarse y la productividad mejora.

Mientras la Fed deja los tipos de interés monetarios como están, el Banco de Japón se decide a subirlos, pero no consigue desalentar el *carry trade*.

El BCE está también en fase de subidas de tipos, cargado con las razones que le otorgan los brillantes resultados y perspectivas de crecimiento de la zona del euro.

España sigue yendo en cabeza, con un crecimiento en 2006 rozando el 4%.

El consumo tira de la demanda, pero algo menos que hace un año, mientras que el crecimiento de la construcción de viviendas parece que toca techo.

Sin duda, el protagonismo sigue estando en el gasto de consumo e inversión. El consumo final de los hogares desaceleró su ritmo de avance al 3,7% (cinco décimas menos que en 2005), debido principalmente al menor consumo de bienes duraderos (las ventas de turismos, por ejemplo, retrocedieron un 2,0%). No obstante, se observó un comportamiento desigual a lo largo del año: en la primera mitad, el crecimiento tendió a desacelerarse ligeramente, pero hacia el final cobró una mayor fortaleza. En los inicios de 2007 se está apreciando una tónica similar; los pocos datos que se conocen son de signo expansivo, a pesar de que la confianza de los consumidores haya empeorado algo.

Por su parte, el consumo público creció un 4,4%, frente al 4,8% en 2005, mostrando un comportamiento muy irregular en el transcurso del año. Cabe destacar el importante repunte del gasto en el último trimestre, con un aumento del 4,9% interanual.

La formación bruta de capital moderó su ritmo de avance en 2006, hasta el 6,3% (siete décimas menos que en 2005). La inversión en bienes de equipo fue acelerando gradualmente su crecimiento a lo largo de 2006, marcando un máximo notable en el cuarto trimestre (11,4%). En la construcción, la edificación residencial y la obra en infraestructuras (principalmente de carreteras y ferroviarias ligadas a la alta velocidad) continuaron siendo los motores de la actividad. En particular, la construcción de viviendas aumentó un 6,4% (seis décimas más que en 2005), pero presentó una tendencia desacelerada en el transcurso del año y acabó reduciendo su ritmo de avance interanual al 5,0% en el cuarto trimestre.

Desde la perspectiva de la oferta, el hecho más destacado en 2006 es el avance de la industria, que creció un 3,3%, frente a un escaso 0,3% en 2005. El ritmo de creci-

miento del sector fue ganando intensidad a lo largo del año, hasta alcanzar el 4,4% interanual en el cuarto trimestre. En cambio, la evolución de los servicios fue muy dispar en 2006. Los servicios públicos aceleraron su crecimiento al 4,0% (medio punto más que en 2005), de acuerdo con la evolución de la remuneración de asalariados de las administraciones públicas. En cambio, los servicios de mercado desaceleraron significativamente su avance (aumento del 3,4% frente al 4,6% en 2005). Las ramas relacionadas con la intermediación financiera, las tecnologías de la información, las comunicaciones y los servicios a empresas fueron las más dinámicas en el conjunto del año. El comercio y el turismo registraron también crecimientos significativos, pero menos intensos que en las actividades citadas anteriormente.

El elevado crecimiento de la economía permitió seguir creando empleos a la vez que mejorar la productividad del factor trabajo. Así, el cociente entre el valor añadido y los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentó un 0,8%, el doble que en el ejercicio precedente. Dicho avance se debió exclusivamente a la evolución de la industria, que incrementó fuertemente su actividad sin alterar sustancialmente su nivel de empleo medio. En los grupos de actividad restantes, las ganancias de productividad fueron inexistentes. Se trata, en todo caso, de una señal positiva, que se ha unido al súbito recorte del diferencial de inflación con la zona del euro en enero, hasta medio punto porcentual (casi dos puntos hace un año). Una tasa del índice de precios de consumo armonizado del 2,4% no se registraba desde 2004. Una ganancia en términos de inflación, en un momento expansivo de la actividad, junto con la mejora de la productividad constituyen dos signos esperanzadores sobre las capacidades y potencial de la economía española.

26 de febrero de 2007

Notable avance de la industria y situación desigual en los servicios.

El crecimiento de la productividad empieza a salir de su estancamiento y el diferencial de inflación con la eurozona se reduce a medio punto.

CRONOLOGÍA

2006

- 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%.

2007

- enero**
- 1 La **Unión Europea** se amplía a 27 estados miembros tras la incorporación de Rumanía y Bulgaria y la **zona del euro** a 13 tras la adopción de la moneda única europea por parte de Eslovenia.
Entran en vigor las reformas del **Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas** y del **Impuesto de Sociedades**.
- febrero**
- 19 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (14.915,8) con una ganancia acumulada del 5,4% con relación al final de diciembre de 2006.
 - 20 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un récord histórico (12.786,6) con un alza del 2,6% en relación con el final del año 2006.

AGENDA

Marzo

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 6 Índice de producción industrial (enero).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 IPC (febrero).
- 15 Balanza de pagos (diciembre).
Coste laboral (cuarto trimestre).
IPC armonizado de la UE (febrero).
- 20 Ingresos y gastos del Estado (febrero).
- 21 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 26 Precios industriales (febrero). Comercio exterior (enero).
- 29 Avance IPCA (marzo).

Abril

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 4 Índice de producción industrial (febrero).
- 12 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 IPC (marzo).
PIB de la UE (cuarto trimestre).
- 16 Balanza de pagos (enero).
IPC armonizado de la UE (marzo).
- 24 Ingresos y gastos del Estado (marzo).
- 25 Precios industriales (marzo). Comercio exterior (febrero).
- 27 Encuesta de población activa (primer trimestre).
Avance IPCA (abril).
PIB de EEUU.

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 3,4% en el último trimestre de 2006, más liderado por sus consumidores que por sus inversores.

Estados Unidos, donde el consumo lo aguanta todo

Cuando las expansiones se alargan más de lo esperado, hay que hacer prudentes llamadas al orden previniendo sobre finales abruptos. Ciertamente, 2006 no fue el año de la moderación esperada ni el de la corrección del déficit comercial. Después de un segundo y un tercer trimestre de actividad débil, los datos del producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre, que creció un 3,4% interanual, suponen una notable recuperación de la actividad, aunque no hasta los niveles del primer trimestre.

La diferencia respecto a inicios de año es que el consumo privado se afianza como principal sostén del crecimiento, con un avance del 3,7%. En la otra cara de la moneda, siguieron los fuertes retrocesos de la

inversión en vivienda, que esta vez fueron secundados por una importante desaceleración de los bienes de equipo, aunque sin sustraer excesiva fuerza al crecimiento. El sector exterior combinó una mayor fuerza exportadora con menores importaciones y compensó la debilidad inversora y vino a compensar momentáneamente la debilidad de la inversión. El problema está en ver si esta corrección del desequilibrio comercial tendrá continuidad ya que las exportaciones se vieron ayudadas por pedidos singulares del sector aeronáutico.

Con todo ello, la ralentización, por suave, es casi imperceptible pero, viendo la fuerza del consumo, el retroceso inversor, el desequilibrio exterior y el ahorro negativo de los hogares en función de su renta disponible, el tema que flota estos días en el ambiente es la sostenibilidad de la situación presente.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006				2007
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	3,2	3,4	3,7	3,5	3,0	3,4	-
Ventas al por menor	7,2	6,3	8,3	6,6	5,5	5,0	2,3
Confianza del consumidor (*)	100,3	105,9	105,7	106,6	104,4	106,8	110,3
Producción industrial	3,2	4,1	3,3	4,2	5,1	3,7	2,6
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	55,5	53,9	55,6	55,2	53,8	50,9	49,3
Venta de viviendas unifamiliares	6,6	-16,4	-11,6	-14,4	-22,3	-17,1	...
Tasa de paro (**)	5,1	4,6	4,7	4,6	4,7	4,5	4,6
Precios de consumo	3,4	3,2	3,7	4,0	3,4	1,9	2,1
Balanza comercial (***)	-717	-764	-740	-761	-780	-764	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

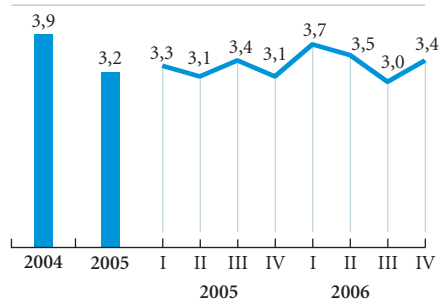
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

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

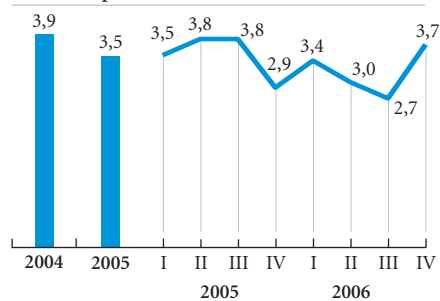
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

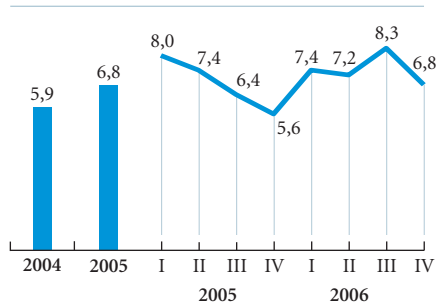
PIB



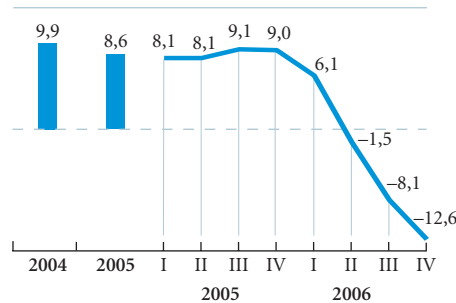
Consumo privado



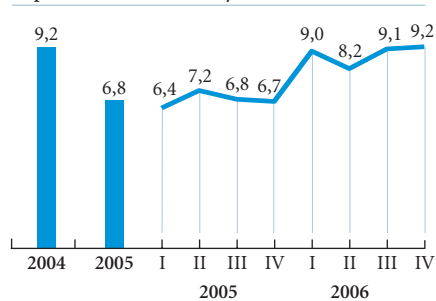
Inversión no residencial



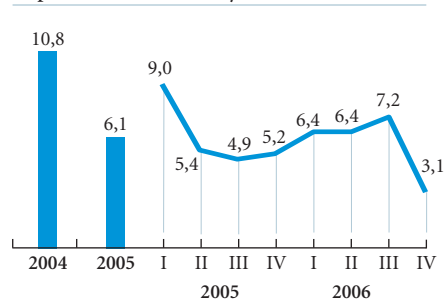
Inversión residencial



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

Los indicadores de demanda más recientes refrendan la fuerza del consumo, con unas ventas minoristas que parecen haber conjurado los titubeos de otoño. Más allá de cierta desaceleración respecto a los números de hace un año, el componente sin automóviles ni gasolina, que por tener menores vaivenes marca más la tendencia, descontando los incrementos de precios, ha crecido en términos anuales más de un 5% desde octubre, el mes más débil del sector inmobiliario hasta el momento.

En coherencia con lo dicho, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de enero aumentó ligeramente hasta los 110,3 puntos, un nivel que no se había alcanzado a lo largo de todo 2006. Pero la cuestión de la sostenibilidad sigue en el alero, ya que esta confianza se centra en la situación presente, mientras que el componente de las expectativas dibuja una imagen mucho más bajista, esperando un fin de fiesta que parece no llegar.

Las ventas minoristas se recuperan y crece la confianza en el momento presente.

La vivienda estabiliza sus pérdidas, pero la recuperación aún está por venir.

El mercado inmobiliario puede haber tocado fondo. Los últimos meses presentan cierta mejora en ventas y precios, que ya no bajan, aunque las viviendas iniciadas de enero volvieron a descender, indicando que no hay que echar las campanas al vuelo. Pero, más allá del nivel de actividad, son los precios el elemento que va a decidir la sostenibilidad de los actuales niveles de consumo y, por ende, de la actividad en general. El ahorro de los hogares en Estados Unidos es negativo respecto a su renta disponible, y es que los americanos gastan más de lo que ingresan.

En este sentido juega un papel relevante el efecto riqueza y la liquidación de activos. Las ganancias de capital al vender activos no forman parte de la renta disponible, pero en cambio generan facturas fiscales que sí que lo son. En épocas como la actual, cuando culmina una fuerte apreciación de activos, lógica es cierta realización de beneficios, que hace bajar el ahorro. Esta falta de ahorro podría afectar a la sostenibilidad de la actividad eco-

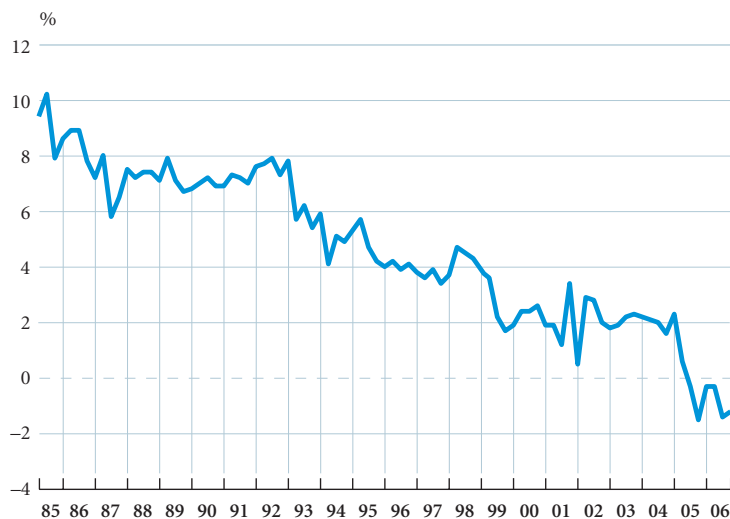
nómica en el caso de pérdidas abruptas en el valor de los activos. En este sentido, la desaceleración de la actividad en el mercado de la vivienda podría verse como un elemento positivo pues, si ante una menor demanda la oferta se reduce con agilidad, los precios de la vivienda pueden encontrar cierto apoyo. La incertidumbre sigue estando en las velocidades relativas de los ajustes.

Por el lado empresarial, las percepciones positivas siguen predominando. En el sector manufacturero, el índice del Institute for Supply Management de enero bajó al nivel de los 49,3 puntos, cerca del 50 donde se igualan quienes ven debilitamiento de actividad y expectativas con quienes ven una mejora. Pero la percepción es mejor de lo que aparenta el índice, ya que el componente más débil fue el del nivel de existencias, lo que junto a la fuerza del de nuevos pedidos apunta a la robustez de la demanda. En servicios, el índice ascendió hasta los 59,0 puntos redondeando una imagen más alcista que lo que se anticipaba.

La confianza empresarial se mantiene.

ESTADOS UNIDOS: EL AHORRO DESAPARECE

Ahorro de los hogares en relación con la renta disponible



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

Los precios avanzan con más moderación de lo que los grandes números indican. El índice de precios al consumo (IPC) de enero aumentó un 2,1% interanual, por debajo del 2,6% de diciembre. Sin embargo, los efectos de base motivados por los cambios en los precios de petróleo vienen desvirtuando las últimas lecturas. El componente subyacente, que por excluir los volátiles precios energéticos y alimentos da una imagen más nítida de las presiones en precios, ganó un 2,7%, una ligera aceleración. Esto queda por encima del valor que la Fed oficialmente consideraría óptimo, pero el panorama inflacionista debe aclararse en los próximos meses. En primer lugar, el deflactor del consumo privado no energético del PIB del cuarto trimestre ganó un ya más aceptable 2,1% respecto al trimestre anterior en términos anuales. Segundo, los alquileres están tirando de los precios hacia arriba, encarecidos por la dificultad de acceder a pisos de propiedad, y con un fuerte peso en el índice por incluir los alquileres de quienes viven en su propia vivienda –que no

son pagados de forma efectiva. Sin incluir alquileres, el IPC aumentó por debajo del 1,5% interanual, valor a tener en cuenta si las virulencias del mercado de la vivienda y del petróleo lo permiten.

Otro punto que debe ayudar a decidir la dirección de las tendencias inflacionistas es el mercado de trabajo. Hasta enero, la creación de empleo en los últimos 12 meses estaba estabilizada en torno a los 2,1 millones de nuevos puestos, aunque con una ligera tendencia a la baja. El sector manufacturero perdió 110.000 puestos durante el mismo periodo. Unos valores que distan de la exhuberancia, aunque las tendencias demográficas hacen que la tasa de desempleo esté en el 4,6% de la población activa, valor relativamente bajo. Los salarios llevan ya 5 meses ganando valor adquisitivo en términos interanuales, pero las tendencias inflacionistas que de aquí puedan derivarse son contenidas.

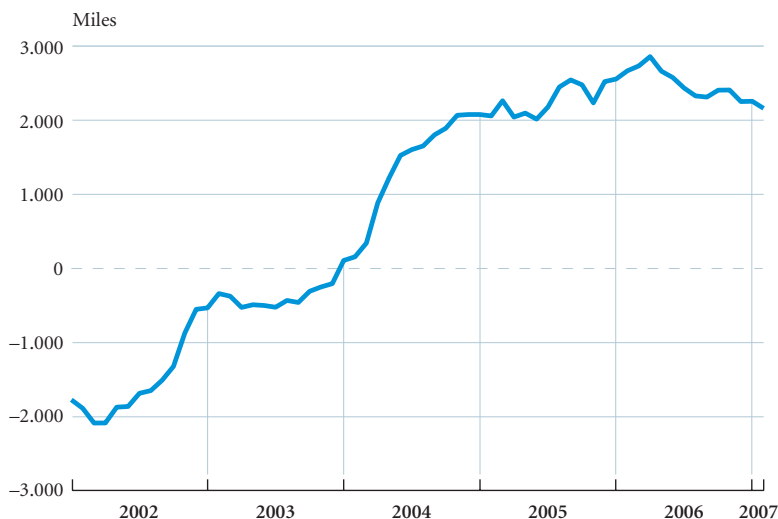
Por su parte, el déficit comercial de diciembre fue de 61.183 millones de dóla-

La inflación subyacente, que avanza al 2,7%, debe tender a moderarse.

La estabilidad domina en el mercado de trabajo.

ESTADOS UNIDOS: LA CREACIÓN DE EMPLEO SE ESTABILIZA

Creación de empleo en los últimos 12 meses



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

El déficit comercial debe consolidar su incipiente corrección.

res, un aumento de 3.000 millones del que más de 2.000 son atribuibles al saldo petrolífero. Aun considerando que un petróleo más barato debería tener efectos beneficiosos sobre la balanza comercial, la efectiva corrección del déficit vendrá cuando la parte no energética reaccione, asentando las mejoras que ahora aparecen en la contabilidad nacional.

Por último, cabe referirse al proyecto de presupuesto para el próximo año fiscal, que se suma a esa percepción de que la situación presente es mejor que el futuro. Las ambiciosas metas de política exterior hacen que se incurra en el mayor gasto militar y de seguridad de la historia (más de 600.000 millones de dólares), en parte porque se incluye una contabilización más explícita de los costes de la guerra de Afganistán e Irak. De aprobarse este presupuesto, algo improbable dado el peso de los demócratas, los gastos sanitarios sufrirían recortes sustanciales, con los que la administración confía en reducir el déficit fiscal hasta el 1,8% del PIB en 2007 y el 1,6% en 2008. El problema es que los presentes datos parecen optimistas y las tendencias demográficas pueden empeorar grandemente la situación en los próximos años.

Japón reactiva su expansión y avanza al 2,3%....

El tren japonés reactiva la marcha

Parece que los temores del premier Shinzo Abe y de su ministro de economía, Hiroko Ota, eran algo exagerados, pues la expansión japonesa no es tan frágil como se pensaba. Después de todo, el PIB del cuarto trimestre invirtió la tendencia bajista de los meses previos y avanzó un 2,3% interanual, un rotundo 4,8% respecto al trimestre previo en términos anuales. Para acabar de rebosar la copa de las alegrías, el crecimiento estuvo liderado esta vez por la demanda interna, lo que, especialmente en el caso japonés, es síntoma de solidez. El consumo privado avanzó un 0,6% interanual y volvió al terreno

positivo mientras que la inversión en equipo siguió mostrando fortaleza y ganó un 10% frente al mismo periodo del año anterior. En efecto, la economía del sol naciente ha doblado el recodo de atonía donde se había instalado con las brisas de otoño. Pero mirando esta reacción alcista más de cerca, se está muy lejos de tener esa imagen inequívoca de la recuperación robusta que se presumía a inicios de 2006. Cuatro razones invitan a la cautela.

Para empezar, los ya flojos datos del tercer trimestre fueron revisados, si cabe, a la baja, lo que magnifica las alzas del cuarto trimestre. Con todo ello, a pesar del repunte de la actividad, el pulso de la recuperación sigue estando mucho más cercano de la débil situación del tercer trimestre que de la imagen que se tenía hace tan sólo cuatro meses. El segundo pero es que, en términos absolutos, una quinta parte de la reacción está provocada por una recuperación de la inversión pública, necesariamente momentánea por la situación de las arcas estatales, que pasó de ceder un 19% a ganar un 11%. Un tercer motivo de duda está en el ambiguo comportamiento del sector exterior, que redujo ostensiblemente su aportación al crecimiento a causa de la debilidad de las exportaciones. La cuarta razón, y no la de menor peso, es el retroceso del deflactor del consumo privado, que tras una breve pausa de estabilidad, vuelve al terreno negativo y deja las espadas en alto en el frente del fin de la deflación.

Los indicadores de actividad más recientes siguen mostrando la imagen de una recuperación modesta. Las ventas al por menor de diciembre retrocedieron un 0,6% interanual y durante enero se vendieron un 10,2% menos de automóviles que en el mismo periodo del año anterior, continuando así una tendencia bajista iniciada a mediados de 2005. Como contrapunto positivo, el mercado inmobiliario de Tokio ofrece unos precios al alza aunque con

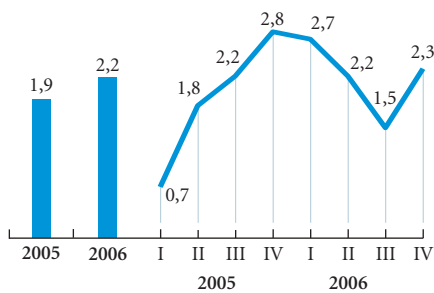
...pero el nivel de partida es bajo y el deflactor del consumo privado retrocede.

Las ventas minoristas siguen en la atonía.

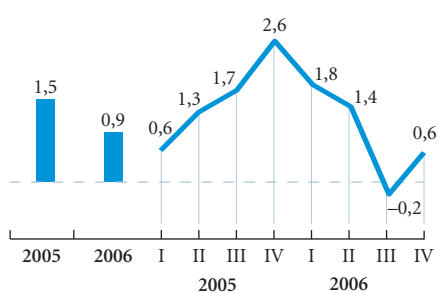
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

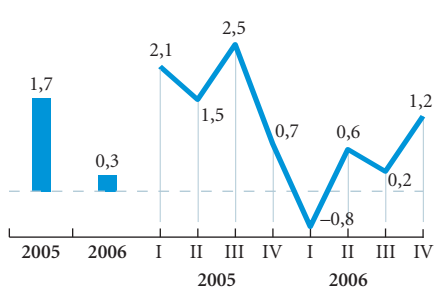
PIB



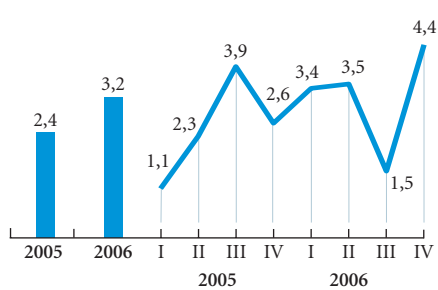
Consumo privado



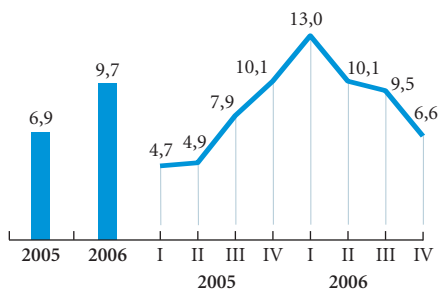
Consumo público



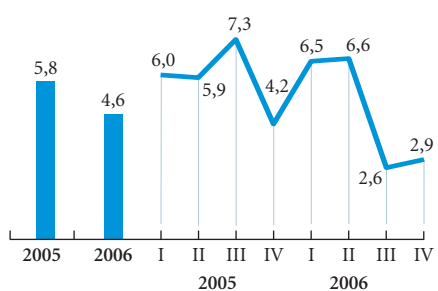
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

unas ventas cada vez más estancadas. La confianza del consumidor del cuarto trimestre avanzó hasta los 47,3 puntos, un nivel relativamente alto que no es coherente con la alicaída propensión al consumo. La producción industrial creció en diciembre un 4,6% interanual y sigue aportando la imagen más robusta del momento presente. Por su parte, los pedidos de maquinaria de diciembre mostraron un ligero retroceso interanual, en parte lógico después de los fuertes incrementos

en los meses previos debidos a los pedidos singulares de gran tamaño.

El índice de precios al consumo de diciembre ganó un 0,3% interanual, un avance que sin contar los volátiles alimentos frescos, aún fue más magro y se situó en el 0,1%. La inclusión de la energía en estos índices puede aportar sesgos importantes, pero la evolución de los precios de Tokio en enero y el ya mencionado retroceso del deflactor del consumo privado

El sector industrial sigue siendo robusto.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2005				2006			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	
PIB real	1,9	2,2	2,8	2,7	2,2	1,5	–	2,3	–	
Ventas al por menor	1,4	0,2	0,7	0,6	–0,2	0,4	0,3	–0,1	–0,6	
Producción industrial	1,5	4,2	3,6	2,8	3,7	5,3	6,1	4,9	4,6	
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	18,0	22,5	21,0	20,0	21,0	24,0	–	25,0	–	
Viviendas iniciadas	3,9	4,5	6,7	4,9	8,9	–0,8	2,3	3,9	10,3	
Tasa de paro (**)	4,4	4,1	4,5	4,2	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	
Precios de consumo	–0,3	0,2	–0,7	–0,1	0,2	0,6	0,4	0,3	0,3	
Balanza comercial (***)	10,2	9,4	10,2	9,5	9,1	8,9	9,0	9,4	9,4	

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La baja tasa de paro no reactiva los salarios.

apuntan más bien a la baja. La tasa de paro de diciembre se instaló en el 4,1% de la población activa, cifra baja que refleja una demografía en declive pero que no acaba de producir el despegue de los salarios. Por su parte, la balanza comercial siguió en terreno positivo siempre a la espera de la afección compradora del socio americano y del socio chino. Japón ha visto un buen final de año que sin embargo debe tener continuidad para poder crecer consistentemente cerca de su modesto potencial.

China: el extraño caso del crecimiento sin consumo

La recuperación de ciertas creencias religiosas del pasado, especialmente las de carácter más popular, es en China un hecho, y ahora goza además de un tímido beneplácito gubernamental que no hace mucho hubiera sido considerado herético. Paralelamente, el interés de las grandes multinacionales de ventas minoristas por el mercado chino sigue en aumento, aunque sus fortunas son desiguales. Hoy, estas dos realidades de naturaleza tan dispar tienen mucho que ver con la marcha económica del país. China sigue a toda má-

quina, más allá de lo esperado por los analistas, que no era poco. El PIB del cuarto trimestre creció un 10,4% interanual dejando el crecimiento para el total de 2006 en el 10,7%. La inflación sigue siendo moderada, con un avance del 2,2% interanual en enero. Sin embargo, a pesar de los titulares, la economía tiene debilidades que enturbian esta brillante imagen.

En primer lugar, el crecimiento está excesivamente dominado por la industria pesada. El sector industrial, con un incremento del 12,5% interanual en el cuarto trimestre, siguió liderando los avances y ya representa el 48% del conjunto de la economía, mientras que los servicios crecieron algo menos, un 10%, y ven menguar su participación hasta un nivel ligeramente inferior al 40%.

En segundo lugar, la actividad económica está dominada por la inversión, industrial naturalmente, y por las exportaciones, mientras que el consumo apenas representa un 39% del PIB cuando en la mayoría de los países supera al menos el 50%.

Pero las cosas pueden ya estar moviéndose en la buena dirección y, con las debidas

China creció en 2006 un 10,7% sin tensiones inflacionistas.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2005	2006						2007
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB real	9,9	10,7	9,9	10,4	11,5	10,6	–	10,4	–	–
Producción industrial	15,9	16,4	16,4	16,8	18,0	16,2	14,7	14,9	14,7	...
Producción eléctrica	13,4	14,7	11,8	13,4	13,2	16,5	15,6	15,7	14,5	...
Precios de consumo	1,8	1,5	1,4	1,2	1,4	1,3	1,4	1,9	2,8	2,2
Balanza comercial (*)	102,0	177,2	102,0	108,8	123,4	143,3	155,2	167,6	177,2	183,5

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

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

cautelas, cuatro hechos lo atestiguan. Entre los indicadores de actividad de diciembre, la producción industrial siguió avanzando al 14,7% interanual, ritmo elevado pero que supone una sensible moderación respecto los niveles usuales de los últimos años. La industria pesada aún sigue siendo el sector dominante. Una supremacía que, empero, podría estar dando síntomas de agotamiento. Los ineficientes conglomerados estatales siguieron perdiendo peso en la industria y llegaron en noviembre a representar el 34% del total, cuando dos años atrás tenían un peso del 40%.

Un tercer factor que sugiere que China se mueve está en las ventas minoristas. En diciembre crecieron un 14,6% interanual, combinando cierta aceleración, notablemente en el ámbito rural, frente a esta tímida ralentización de la industria. Pero, más allá de las cifras, la relativa debilidad del consumo chino evidencia los déficit institucionales que aquejan al país, con las grandes diferencias entre zonas urbanas y rurales como uno de los principales problemas. Es aquí donde la recuperación religiosa y las fortunas de Wal-Mart y Carrefour cobran especial significado. La mejora de la protección social y unos más sólidos derechos de propiedad deberían estimular el consumo pero, a falta de medidas efectivas al respecto, los templos dedicados a drago-

nes negros o a Confucio podrían ya estar contribuyendo a ello.

Un templo chino, lugar donde se hacen predicciones sobre el futuro y se tiende a relacionarlo con la buena fortuna, es capaz de aglutinar multitud de pequeñas tiendas y puede ejercer una influencia en una zona relativamente extensa, convirtiéndose en una versión moderna de lo que era una antigua venta. Con más de 100 millones de habitantes que se declaran creyentes de algún modo, la religión puede ser un factor de estabilidad social y un dinamizador del consumo, pues a quien los buenos augurios le refuerzan la confianza, más consume, siendo así una fuerza de cohesión de un mercado muy fragmentado. Imitando en cierto sentido la incipiente popularidad de los templos populares, Carrefour, con una estrategia descentralizada que busca socios autóctonos y que tiene en cuenta las idiosincrasias locales, parece tomar la delantera sobre Wal-Mart, que adopta un enfoque más centralizado y de sofisticación tecnológica. Donde ambas coinciden es en apostar por un mercado de 440.000 millones de dólares que en 2010 podría acercarse a los 600.000.

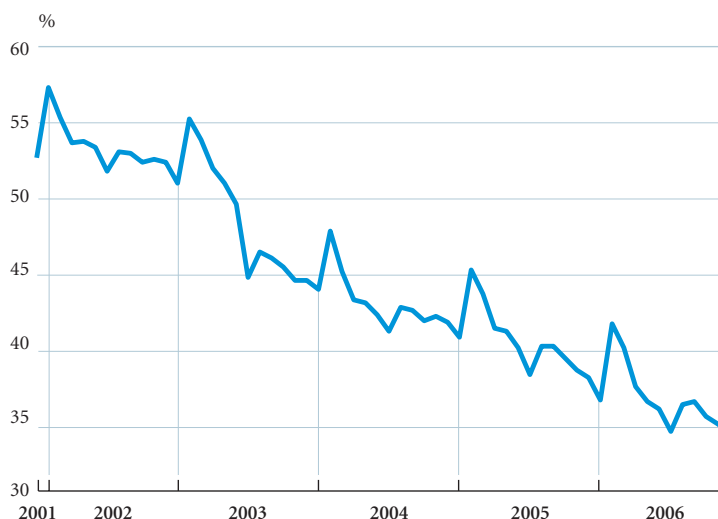
El cuarto hecho positivo está en el sector exterior. Es conocido el aumento del superávit comercial, concentrado mayormente en el comercio con Estados Unidos y Europa, mientras que presenta déficit

Pero el avance es desequilibrado, con excesivo peso de la industria y un débil consumo.

Factores institucionales y el fomento de creencias tradicionales pueden ayudar a cohesionar un mercado disperso.

CHINA: LA MENGUANTE HERENCIA DEL PASADO

Cuota de los conglomerados estatales en la producción industrial



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

Las empresas autóctonas chinas están despertando frente a las de propiedad foránea.

con muchos países asiáticos. Sin embargo, más allá de las cifras, destaca el creciente protagonismo de las empresas chinas. Desde 2005 fueron las empresas extranjeras afincadas en China las que lideraron la explosión del superávit, pero desde la primavera de 2006, la fracción de ese saldo que pertenece a las empresas chinas ha

venido recuperando terreno con fuerza. Las cifras económicas chinas son contundentes, pero más que las simples cantidades, son los mencionados factores que inciden sobre el espíritu empresarial y sobre el comportamiento de los consumidores los que están conformando la marcha económica del gigante asiático.

China, un coloso ahorrador

China consume poco más de la mitad de lo que produce y con una tasa de ahorro del 47% del PIB en 2005 se convierte en uno de los grandes «ahorradores» mundiales⁽¹⁾ (véase gráfico adjunto). Este patrón de ahorro es bastante común entre los países asiáticos en vías de desarrollo que ahorran como media (incluyendo a China) un 40% de su PIB. Sin embargo, esto no se da entre las economías más avanzadas, con tasas de ahorro cercanas al 20% del PIB⁽²⁾ ¿A qué se debe esta gran diferencia de comportamiento?

Vale la pena analizar con detalle los motivos que inducen a China a tan elevada tasa de ahorro. Dado que en toda economía hay tres sectores institucionales que ahorran –familias, empresas y sector público– dicho estudio requiere un examen de cada uno de ellos por separado.

(1) Datos para China: National Bureau of Statistics of China 2005 y Fondo Monetario Internacional Country Report No 06/394.

(2) Fondo Monetario Internacional: «World Economic Outlook – 2006».

Las familias chinas aumentaron su tasa de ahorro de manera significativa en la década de los noventa, situándola desde entonces y de manera bastante estable alrededor de un 20% del PIB. El motivo de tan elevada tasa es principalmente preventivo. La reducción paulatina de las ya bajas coberturas sanitarias y por desempleo proporcionadas por el gobierno y las empresas obligó a las familias a aumentar su tasa de ahorro para poder hacer frente a situaciones imprevistas de enfermedad o pérdida de empleo. Además, el gasto del gobierno en materia de educación y pensiones es también muy reducido, con lo cual las familias deben ahorrar para educar a sus hijos y para poder retirarse decentemente. Un dato que ilustra esta necesidad de ahorro es la comparación del gasto social público en China, que alcanzó el 3,5% del PIB en 2005, con el de España, que sólo en educación invirtió el 4,5% de su PIB ya en el 2003.⁽³⁾

Otro factor que contribuye a la elevada tasa de ahorro de las familias es el subdesarrollo de los mercados financieros chinos. El acceso al crédito para adquirir bienes duraderos es difícil y tampoco es sencillo contratar seguros para cubrir determinados riesgos, con lo cual las familias sólo tienen el recurso de ahorrar para hacer frente a dichas compras y eventualidades.

Sin embargo, y a pesar de que las familias ahorran mucho, el aumento continuado en los últimos años del ahorro total en China se explica básicamente por el aumento en el ahorro del sector público y de las empresas, los otros dos agentes de la economía.

El sector público chino ha pasado de ahorrar cerca de un 5% del PIB en 1992 a un 10% en 2005. Al igual que con las familias, su motivo podría interpretarse como preventivo, pues es la frágil situación del sector financiero la que ha obligado al sector público chino a aumentar su tasa de ahorro para recapitalizar los bancos.

No obstante, el papel del sector público en el ahorro no termina aquí sino que es una figura principal en el gran ahorro empresarial acaecido recientemente. En concreto, las empresas chinas han pasado de ahorrar alrededor de un 10% del PIB en 1992 a ahorrar un 20% en 2005. En los últimos años los beneficios empresariales en términos de PIB han ido creciendo, en parte debido a ciertas reformas empresariales, pero sobre todo gracias al apoyo del gobierno a las exportaciones, el cual ha mantenido un tipo de cambio infravalorado para favorecer dichas exportaciones. Así, los beneficios retenidos de las empresas, o equivalentemente su ahorro, se han convertido en un factor clave para explicar el ahorro total chino.

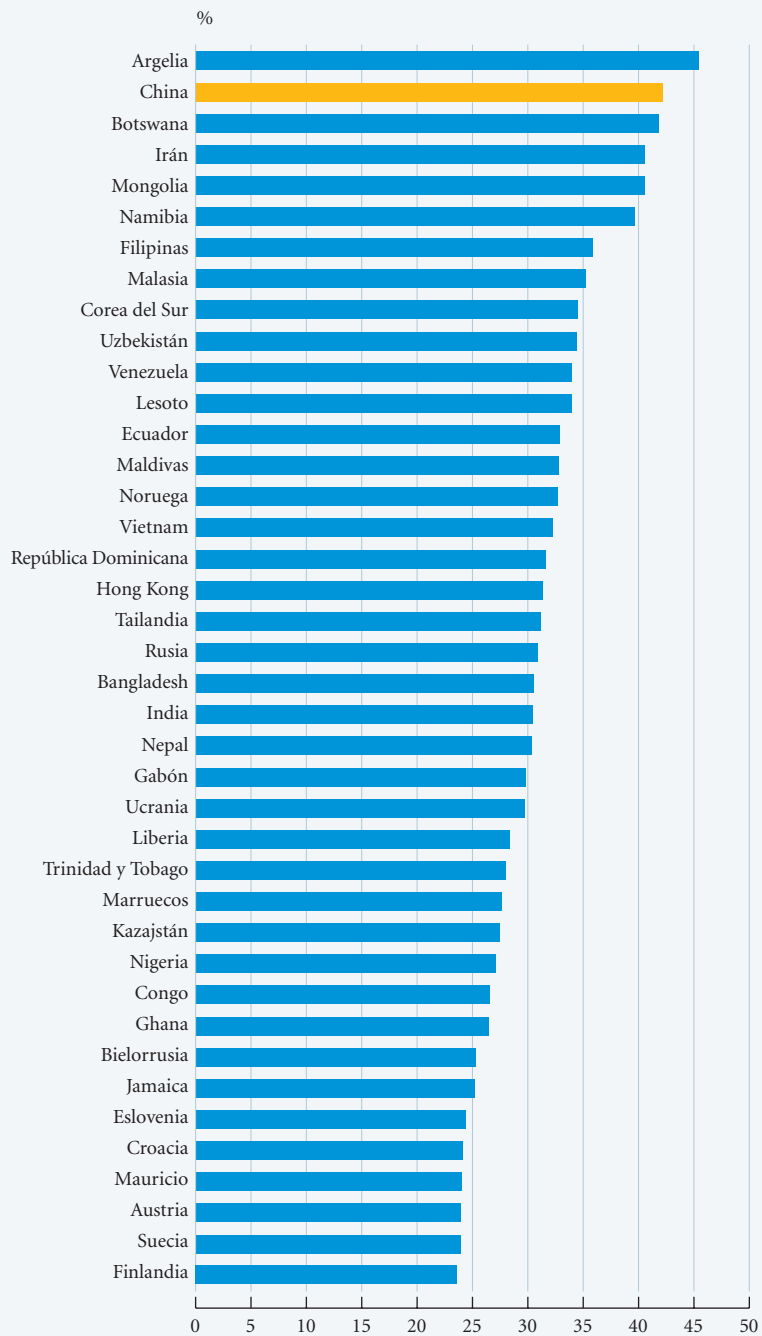
Son especialmente las empresas públicas, que tienen un peso del 50% en el total de los beneficios empresariales, las que ahorran desmesuradamente. Éstas, al no estar obligadas a distribuir dividendos a su propietario, el gobierno, generan grandes cantidades de ahorro, o beneficios retenidos, parte de los cuales los reinvierten en la propia empresa, hecho que a menudo da lugar a una mala asignación de los recursos en determinados activos y/o sectores. Si estos beneficios fueran distribuidos al gobierno, éste podría aumentar su gasto en servicios sanitarios, educación, y cobertura por desempleo y jubilación, entre otras prestaciones, sin necesidad de aumentar con ello los impuestos. Así, las familias podrían disminuir su tasa de ahorro, o lo que es lo mismo, aumentar su consumo, lo cual ayudaría a generar un modelo de crecimiento basado en el consumo privado en lugar del actual, fundamentalmente basado en la inversión y las exportaciones.

Admitiendo implícitamente que su tasa de ahorro es demasiado alta, China se ha propuesto aumentar su consumo. Con tal fin, el gobierno pretende aumentar su gasto en prestaciones sociales, incrementar el salario mínimo, y reformar las políticas de tipo de cambio dotándolas de mayor flexibilidad. No obstante, las propuestas sugerir-

(3) Datos para España: Instituto Nacional de Estadística.

MÁXIMOS AHORRADORES: LOS CUARENTA PRINCIPALES

Ahorro nacional con relación al PIB



FUENTE: Banco Mundial.

das por el gobierno chino parece que no se llevan a cabo. El gobierno aún actúa para prevenir la apreciación del renminbi. El gasto en los programas sociales es todavía pequeño. Y los intentos para aumentar el salario mínimo encuentran dos problemas. Primero, la gran libertad que da el gobierno central a los gobiernos locales para elegir el salario mínimo de su zona. Segundo, el poco efecto que tiene esta política en los trabajadores, pues sólo una ínfima proporción está por debajo del salario mínimo.⁽⁴⁾

Con todo, no podemos olvidar el hecho de que es la posición de ahorro neto –ahorro menos inversión– de países como China (véase tabla adjunta) la que permite a economías como la estadounidense o la española invertir más de lo que ahorran, financiando parte de su inversión interna y su déficit por cuenta corriente. Si China cambia su actitud frente al ahorro y reduce efectivamente el contenido de sus arcas, tal vez los países vecinos sigan sus pasos y ello podría llevar a un aumento de los tipos de interés mundiales, tal y como se especulaba en el número de enero de este Informe Mensual.

AHORRO E INVERSIÓN EN CHINA

	2002		2005	
	% del PIB	Miles de millones de \$	% del PIB	Miles de millones de \$
Ahorro	38	554	47	1.051
Inversión	35	510	40	894

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

(4) Lardy, Nicholas R., Octubre 2006, «China: Toward a Consumption-Driven Growth Path», *Policy Briefs in International Economics, Institute for International Economics*.

México: un buen crecimiento con permiso de los precios

La economía mexicana acabó el año con vigor, creciendo un 4,3% interanual en el cuarto trimestre. La expansión sigue respaldada en el consumo privado, que con un avance del 5,2% acrecenta su protagonismo en detrimento del consumo público, que después de acelerarse hasta el 9,0% a mediados de año, en el tercer trimestre perdió buena parte de sus ínfulas. El predominio del sector privado queda reforzado por la fuerza de la inversión, que en el tercer trimestre se aceleró hasta crecer un 10% interanual. Una fuerza dominada por la formación de capital fijo privado, que avanzó al 13,3% mientras que la de origen estatal retrocedió un 6,6%, perdiendo toda la fuerza de princi-

pios de año. Así, la suave desaceleración de la economía hay que circunscribirla exclusivamente al proceso de contención del gasto público. Si la demanda interna muestra una buena salud, el sector exhibe una imagen más ambigua, con la aceleración de las exportaciones compensada por la reactivación de las importaciones, que siguen crecimiento a un ritmo superior.

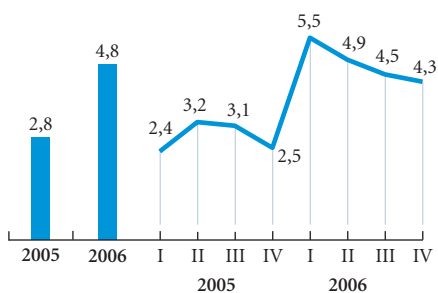
Entre los indicadores de actividad más recientes, la producción industrial de diciembre se desaceleró hasta crecer un magro 1,6% interanual, con una ralentización más centrada en las manufacturas que en la construcción, que confirma la incipiente supremacía que mostraba a finales de verano. Entre las primeras destacan los retrocesos en la producción industrial de las

México crece al 4,3%, liderado por los sectores privados.

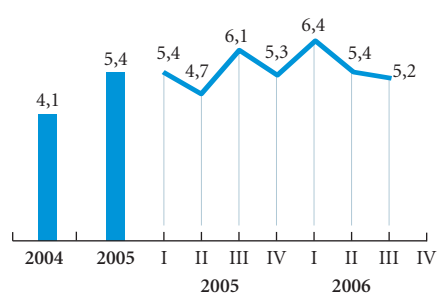
EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

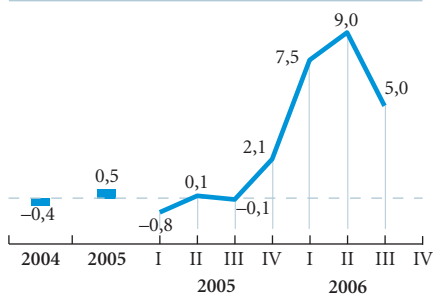
PIB



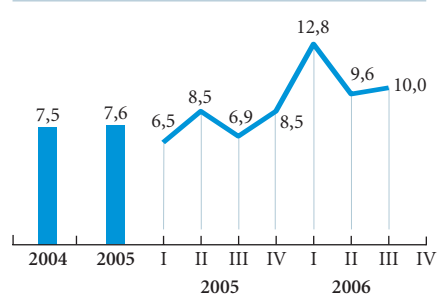
Consumo privado



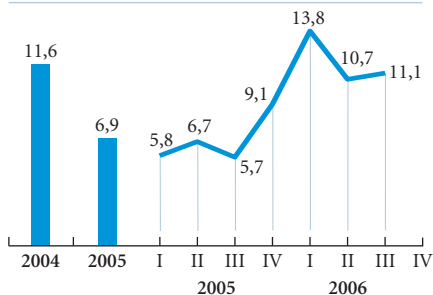
Consumo público



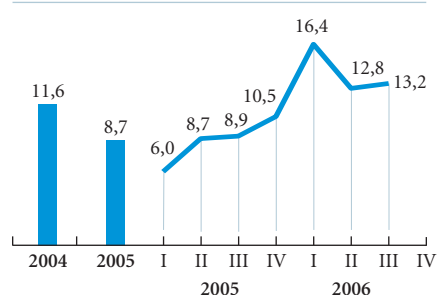
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2005				2006			2007
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB real	2,8	4,8	2,5	5,5	4,9	4,5	—	4,3	—	—
Producción industrial	1,8	5,0	2,9	7,1	3,9	5,4	4,4	4,6	1,6	...
Tasa de paro general (*)	3,6	3,6	3,1	3,5	3,2	4,0	4,0	3,6	3,5	...
Precios de consumo	4,0	3,6	3,1	3,7	3,1	3,5	4,3	4,1	4,1	4,0
Balanza comercial (**)	-7,6	-5,8	-7,6	-5,0	-4,5	-5,3	-5,8	-5,9	-5,8	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTE: Banco Central de México.

maquiladoras, que en diciembre cedieron un 1,3% respecto al mismo periodo del año previo. En este sentido, se deja notar la presión de la competencia china, aunque a la vista de la evolución de la demanda interna, es positivo que la actividad siga manteniendo el tono frente a este proceso que, en cierto sentido, supone una disminución de la dependencia externa de la economía mexicana.

La cuestión de la estabilidad de precios parece que va resolviéndose poco a poco, con una inflación que en enero avanzó un 4,0% interanual. También el deflactor del PIB, que en el segundo trimestre había hecho sonar las señales de alarma avanzando al 8,5%, pareció en otoño volver al redil y creció un 4,9% interanual, ayuda-

do por la mencionada moderación del consumo público. También en el lado de los haberes, la tasa de paro oficial de diciembre bajó ligeramente hasta el 3,5% de la población activa.

El deficitario sector exterior mostró cierta estabilización de su proceso de deterioro, con un saldo comercial excluyendo las exportaciones petroleras que en los últimos tres meses hasta diciembre arrojó un déficit de 12.342 millones de dólares, unos 300 millones menos de los que se registraron en el tercer trimestre del año a pesar de la mencionada debilidad de las *maquiladoras*. Todo un indicio positivo de cara a la corrección de uno de los lunares de una economía que sigue mostrándose relativamente saludable.

El retroceso de las maquiladoras debilita la actividad manufacturera...

...pero los precios se moderan y el sector exterior logra estabilizar su deterioro.

UNIÓN EUROPEA

La Comisión Europea espera un buen 2007

La zona del euro crecerá un 2,4% y la Unión Europea un 2,7% en 2007.

La Unión Europea (UE) creció en 2006 un 2,9% mientras que la eurozona alcanzó el 2,7%. ¿Mantendrá en 2007 este excelente rendimiento económico? La Comisión Europea espera, en su avance de las previsiones de primavera, que el presente año se salde con un ritmo sólo moderadamente inferior, del 2,7% en la UE y del 2,4% en la eurozona.

El año se caracterizará por un mayor protagonismo de la demanda interna que, no obstante, será compatible con una desaceleración de la inflación.

Ambos registros son, con todo, positivos. De entrada, porque la composición esperada del crecimiento, con mayor contribución de la demanda interna, facilitará la sostenibilidad de la expansión en futuros ejercicios. Y en segundo lugar, porque el crecimiento, aún situándose por encima del potencial, no generará excesivas tensiones en precios. Gracias a un impacto menor de lo esperado de la subida del

impuesto sobre el valor añadido alemán, en vigor desde enero pasado, y a la remisión de las tensiones energéticas, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado se desacelerará dos décimas en 2007, situándose en el 1,8%. Adicionalmente, el ejecutivo comunitario confía en que la mejora de la productividad recientemente registrada continúe, lo que junto al efecto beneficioso de la creciente competencia internacional en precios, facilitará una evolución contenida de la inflación.

Finalmente, otros dos elementos destacables de las previsiones de la Comisión son el mejor punto de partida relativo en que se inicia 2007 en materia laboral –la tasa de paro está en su mínimo en más de una década– y de reequilibrio de las finanzas públicas. Ambas tendencias deberían mantenerse durante el presente año.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LA COMISIÓN EUROPEA

País	Crecimiento				Inflación (*)			
	2006	Previsión actual para 2007	Previsión anterior para 2007 (**)	Diferencia	2006	Previsión actual para 2007	Previsión anterior para 2007 (**)	Diferencia
Alemania	2,7	1,8	1,2	0,6	1,8	1,7	2,2	-0,5
España	3,8	3,7	3,4	0,3	3,6	2,5	2,8	-0,3
Francia	1,9	2,2	2,3	-0,1	1,9	1,5	1,8	-0,3
Italia	1,9	2,0	1,4	0,6	2,2	1,9	2,0	-0,1
Zona del euro	2,7	2,4	2,1	0,3	2,2	1,8	2,1	-0,3
Reino Unido	2,7	2,7	2,6	0,1	2,3	2,2	2,2	0,0
UE-27	2,9	2,7	2,4	0,3	2,2	2,0	2,3	-0,3

NOTAS: (*) Índice de precios de consumo armonizado.

(**) Fecha de la previsión: noviembre de 2006.

FUENTE: Comisión Europea.

Zona del euro: final de año a toda máquina

El dato de crecimiento del cuarto trimestre se esperaba con interés. Los indicadores mensuales disponibles apuntaban a un final de ejercicio en aceleración. Pero el registro final batió incluso las previsiones más optimistas al crecer un 3,3% interanual, su máximo desde el tercer trimestre de 2000. En el tercer trimestre se había alcanzado un 2,7% interanual. Tras este repunte se encuentra la inflexión alcista de Alemania, Francia e Italia, las tres grandes economías de la eurozona. Concretamente, la economía teutona creció un 3,7% interanual, la gala un 2,2% y la transalpina un 2,9%.

Todavía no se dispone del detalle de componentes, pero la información mensual publicada apunta a que la principal novedad habrá sido, con toda probabilidad, una recuperación más clara del consumo privado. Cuando menos, la aceleración de las ventas al por menor hasta diciembre (crecieron un 2,2% interanual, frente al

1,8% del tercer trimestre) y el continuado crecimiento de la confianza del consumidor así lo indican.

Otros dos frentes que deben haber jugado un papel positivo son la inversión y la demanda externa. En el primer caso, indicadores relevantes como la producción industrial de bienes de equipo han cerrado 2006 al alza. Por lo que se refiere al sector exterior, el buen comportamiento exportador ha facilitado una notable reconducción del déficit comercial. Concretamente, en diciembre, el déficit acumulado de doce meses era de sólo 8.200 millones de euros, una clara corrección respecto a las cifras registradas pocos meses atrás. El saldo negativo promedio del tercer trimestre, por ejemplo, fue de 21.200 millones de euros.

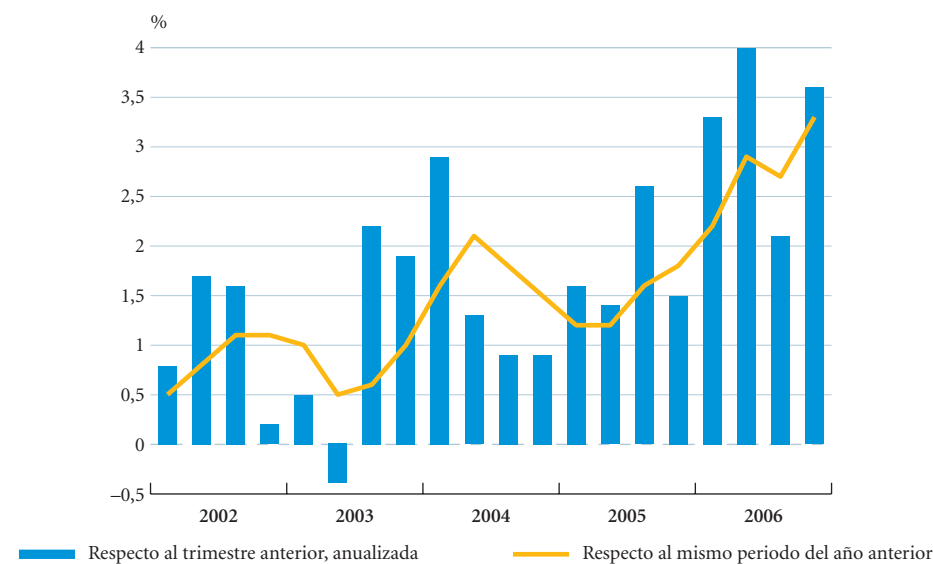
Desde la perspectiva de la oferta, cabe destacar que la industria sigue aprovechando la expansión. Tras una ligera corrección en noviembre, la producción industrial se aceleró en 1,3 puntos porcentuales en diciembre, hasta el 4,0%

En la recta final de 2006, el crecimiento de la zona del euro bate las expectativas al alcanzar el 3,3%.

Tras este repunte se encuentran, con toda probabilidad, un avance del consumo que se suma al ya registrado impulso de inversión y exportaciones.

LA EUROZONA APRIETA EL ACELERADOR

Variación del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005			2006				2007
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	1,7	1,5	1,8	2,2	2,9	2,7	–	3,3	–	–
Ventas al por menor	1,5	1,3	1,3	0,8	1,6	1,8	0,8	1,6	2,2	...
Confianza del consumidor (*)	–14	–14	–13	–11	–10	–8	–8	–7	–6	–7
Producción industrial	2,0	1,3	2,2	3,4	4,2	4,1	3,8	2,7	4,0	...
Sentimiento económico (*)	99,2	97,9	100,1	102,6	106,8	108,2	110,0	109,9	109,8	109,2
Tasa de paro (**)	8,8	8,6	8,4	8,2	7,8	7,7	7,6	7,6	7,5	7,4
Precios de consumo	2,1	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,6	1,9	1,9	1,8
Balanza comercial (***)	80,4	42,1	22,1	3,1	–9,8	–21,2	–18,9	–11,7	–8,2	...

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.

El año 2007 empieza en una tónica de paulatina desaceleración, lógico resultado de partir de un ritmo de actividad fuerte.

interanual. Este movimiento había sido anticipado por la dinámica evolución de los pedidos industriales de los últimos meses. Su buena tendencia permite esperar que en el inicio de 2007 la industria arranque en buena forma.

Ahora la cuestión principal es vislumbrar cómo empezará a tomar forma la ralentización esperada para 2007. Preocupaba especialmente que la confianza de los actores económicos empeorase de forma un tanto abrupta, como ha sucedido en otros procesos similares en la eurozona, y que el impacto de la subida del Impuesto sobre el Valor Añadido alemán sobre la inflación fuese pronunciado. Ambas hipótesis han quedado descartadas. El sentimiento económico, un indicador cualitativo que refleja las expectativas de los agentes económicos, ha retrocedido de forma sólo moderada en enero, cayendo seis décimas, hasta el nivel de los 109,2 puntos. Cabe recordar que los niveles de los que se partía en el final del cuarto trimestre eran elevados.

Respecto a la inflación, el crecimiento del IPC en enero fue de 1,8% interanual. Es decir, el ritmo de crecimiento de los pre-

cios de consumo se ha desacelerado levemente respecto al registro de diciembre. Las previsiones que se manejaban para enero eran sustancialmente superiores, del orden del 2,1%. En definitiva, otra preocupación que se desactiva.

Alemania: Merkel, la reformadora

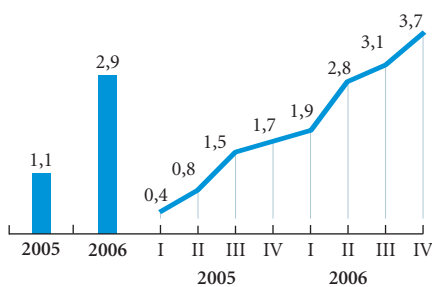
Hace un año y medio, cuando la Gran Coalición presidida por Angela Merkel inició su singladura, escribíamos en estas mismas páginas que el reto al que se enfrentaba el nuevo gobierno era doble: debía a un tiempo desencallar reformas de calado largo tiempo varadas y realizar este esfuerzo modernizador sin hacer descarrilar una incipiente recuperación económica. Ahora se puede afirmar que el ejecutivo Merkel lo está consiguiendo. En pocos días ha coincidido la noticia que la reforma de la sanidad ha prosperado –y se trata de la cuarta reforma, tras la fiscal, la redistribución competencial entre *lander* y gobierno federal y la de prestaciones de jubilación– y que el producto interior bruto (PIB) creció en el cuarto trimestre de 2006 un 3,7% interanual, un ritmo que ha sorprendido por su intensidad.

Con la reforma del seguro por enfermedad, el ejecutivo Merkel ya ha completado cuatro reformas de carácter estructural, lo que no ha impedido que la recuperación económica se haya consolidado.

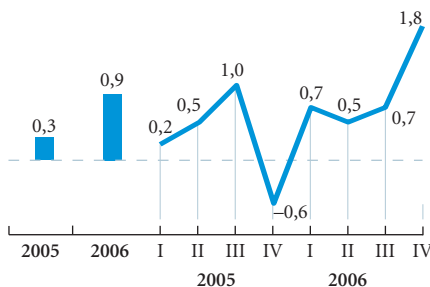
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ALEMANIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

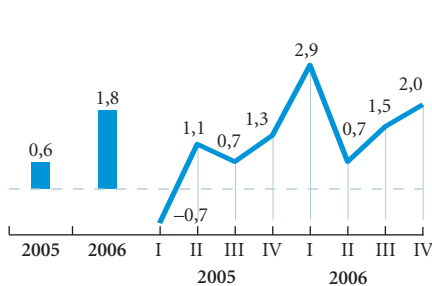
PIB



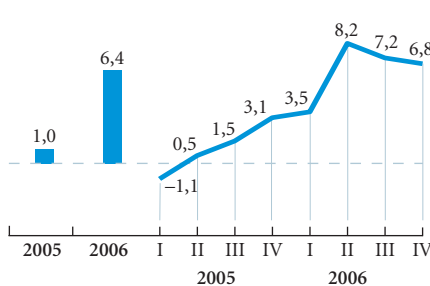
Consumo privado



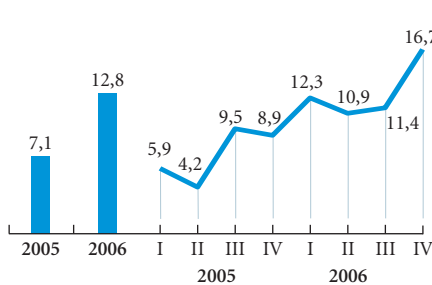
Consumo público



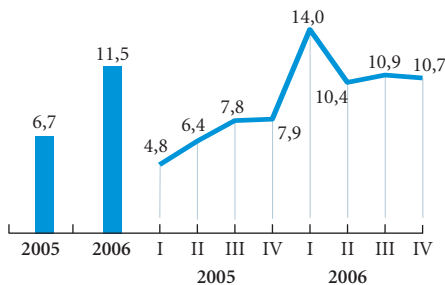
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

Ciertamente, Alemania no se va a trasmutar en tigre asiático, toda vez que pronto se asistirá a una moderada ralentización económica. Y también hay que decir claramente que las reformas realizadas se pueden calificar de modestas. Pero, con todo, lanzar cuatro reformas que tocan aspectos sensibles en año y medio en un país en que el consenso se construye en décadas, y al mismo tiempo encarrilar la expansión económica son méritos indiscutibles de la Gran Coalición.

Yendo a los detalles, la reforma de la sanidad aprobada el pasado 3 de febrero en el *Bundestag* tiene como eje principal la racionalización del sistema de seguro de enfermedad. Actualmente, los asegurados por el sistema están inscritos en 250 cajas públicas, con unas prestaciones dispares en muchos casos. Además, en el actual sistema 300.000 personas no están aseguradas. La reforma, que entrará en vigor el 1 de abril, implica un aumento de las cuotas que pagan a medias empresas y asalaria-

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005			2006				2007
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	0,8	1,1	1,7	1,9	2,8	3,1	–	3,7	–	–
Ventas al por menor	2,1	1,3	0,4	0,6	0,2	0,0	0,0	–0,4	–0,2	...
Producción industrial	2,5	2,7	4,7	4,5	6,0	6,6	3,5	6,3	5,5	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,4	95,5	98,6	103,6	106,1	105,2	105,4	106,9	108,7	107,9
Tasa de paro (**)	10,6	11,7	11,4	11,4	11,1	10,6	10,3	10,1	9,8	9,5
Precios de consumo	1,6	2,0	2,2	2,0	1,9	1,6	1,1	1,5	1,3	1,7
Balanza comercial (***)	149	156,3	158,4	154,8	151,3	148,2	153,1	158,7	161,8	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Alemania crece un 3,7% en el cuarto trimestre y un 2,9% en el conjunto del año 2006.

dos y un incremento de la financiación estatal. A cambio, se espera que todos los residentes germanos estén cubiertos por el sistema en 2009. La reforma también modifica el catálogo de prestaciones y conlleva un esfuerzo de reducción de los costes mediante medidas como el aumento que las empresas farmacéuticas tienen que aplicar a las medicinas vendidas a las cajas.

Por lo que se refiere a la segunda de las noticias fundamentales del mes, el crecimiento explosivo del cuarto trimestre (3,7% interanual, frente al 3,1% del trimestre precedente), su explicación estriba, en síntesis, en que los componentes que todavía no habían contribuido significativamente a la expansión –el consumo privado y la inversión en construcción, principalmente– han acelerado su ritmo al tiempo que el sector exterior ha acrecentado su importante aportación al crecimiento. Todo ello ha permitido contrarrestar la leve desaceleración de la inversión en equipo.

Pero decíamos antes que las perspectivas inmediatas no son de consolidación de este ritmo de crecimiento. Las previsiones apuntan a un primer trimestre en leve

desaceleración, y ciertamente los escasos indicadores disponibles de enero así lo avalan. Así, el indicador IFO de actividad empresarial se situó en el nivel de los 107,0 puntos en febrero, una corrección de nueve décimas respecto al dato de enero. Aunque se trata de un ajuste lógico dado que el indicador IFO está en niveles históricamente elevados –de hecho, los mayores desde la reunificación– la tendencia debería continuar en los próximos meses.

En cambio, otro elemento que preocupaba, el impacto inflacionista de la subida del tipo del impuesto sobre el valor añadido en tres puntos desde el primero de enero, ha perdido fuerza al conocerse que el IPC sólo creció un 1,7% interanual en enero, cuatro décimas menos de lo previsto. Los restantes indicadores, referidos al final de año, sirven principalmente para establecer el punto de partida de 2007: en diciembre, la producción industrial se corrige levemente, las ventas al por menor se aceleran y el superávit exterior se amplía. Tomados en su conjunto, los indicadores anteriores apuntan a un inicio de año con la actividad cediendo levemente en su impulso y sin excesivas tensiones en precios.

El impacto del alza del IVA impacta menos de lo esperado en la inflación.

Francia: carpetazo al bache del tercer trimestre

Tras el crecimiento nulo intertrimestral en julio-septiembre de 2006, la evolución del PIB en los últimos tres meses del año se antojaba clave para dirimir el alcance del parón económico galó. Con los datos de contabilidad nacional disponibles ya se puede afirmar que Francia vuelve a levantar cabeza y que lo hace de la mano del consumo público y de las exportaciones. En su conjunto, la economía francesa creció un 2,0% en 2006, igualando el ritmo registrado en 2004 y por encima del 1,2% de 2005.

Concretamente, el crecimiento interanual del PIB se situó en el cuarto trimestre en el 2,2%, frente al 1,8% del trimestre anterior, gracias a la aceleración del consumo público, que anotó un avance de idéntico calado que el conjunto del PIB, del 1,9% anterior al 2,2%, y a la contribución del sector exterior (aportación nula a la variación del PIB, frente a la detracción de 1,1 puntos del tercer trimestre). Por lo que se refiere a los restantes componentes de la demanda, el consumo privado y la inversión se desaceleraron moderadamente. A su vez, la variación de existencias drenaba cuatro décimas porcentuales al crecimiento del PIB

mientras que en el tercer trimestre había aportado tres décimas positivas.

A partir de estas tendencias, la batería de indicadores mensuales apunta a cierta pérdida de impulso en los albores de 2007. Así, y aunque el consumo de los hogares empieza en abierta expansión (crecimiento del 7,1% interanual en diciembre), la confianza de los consumidores empieza el año en el nivel de los 10 puntos negativos, consolidando el descenso registrado en diciembre. Esta evolución no deja de ser paradójica, toda vez que el mercado laboral refleja una clara mejora. Por citar un único indicador, la tasa de paro de diciembre (8,6% de la población activa) es la mejor desde junio de 2001.

Una tónica similar se registra, por el lado de la oferta, en la actividad industrial. La producción industrial mejora en diciembre, pero el indicador de confianza de la industria cae en dicho mes y en enero. En este caso, no obstante, el deterioro de la cartera de pedidos es consistente con el empeoramiento de expectativas de los industriales galos. A tenor de la caída de la confianza del sector terciario en diciembre y enero, los servicios también están perdiendo parte de su anterior dinamismo. Por lo que se refiere a los precios, la

Francia crece un 2,2% en el cuarto trimestre, dando carpetazo al parón del tercer trimestre.

El año 2007 se inicia con una cierta inflexión a la baja, visible en la pérdida de confianza de consumidores y empresarios.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005	2006						2007
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	2,0	1,2	1,0	1,3	2,5	1,8	–	2,2	–	–
Consumo de los hogares	3,8	2,9	2,2	2,9	4,8	4,3	4,1	4,2	6,4	7,1
Producción industrial	2,0	0,2	–0,6	0,5	1,7	0,6	2,4	–1,4	0,7	...
Tasa de paro (*)	10,0	9,9	9,7	9,6	9,1	8,9	8,8	8,7	8,6	...
Precios de consumo	2,1	1,7	1,6	1,8	1,9	1,7	1,1	1,4	1,5	1,2
Balanza comercial (**)	0,1	–1,3	–1,8	–2,1	–2,1	–2,4	–2,4	–2,4	–2,4	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

situación sigue siendo contenida. El IPC se situó en enero en el 1,2% interanual, frente al 1,5% del mes anterior. En su conjunto, la coyuntura gala inicia el año con cierta moderación, pero la evolución de sus desequilibrios fundamentales –precios y desempleo– es favorable.

Italia: liberalización con cuentagotas

Las difíciles componendas que el gobierno de centroizquierda liderado por Romano Prodi tuvo que hacer para alcanzar una mayoría suficiente en las elecciones de 2006 hacían presagiar un recorrido reformador de escaso calado. La realidad ha superado incluso estas limitadas expectativas, toda vez que el propio gobierno ha acabado cayendo. En el haber de los nueve meses del gobierno Prodi quedarán dos iniciativas de reforma económica.

El primer intento, centrado en la liberalización de distintos sectores, se saldó con una estrepitosa protesta de los taxistas en julio de 2006. A pesar de que el decreto de reforma se mantuvo, su aplicación está siendo excesivamente morosa, como recordaba la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en un informe reciente.

A finales de enero, el ejecutivo de Prodi aprobó una nueva batería de medidas liberalizadoras. Aunque se trata de un conjunto muy amplio, cabe destacar la agilización de los procesos de establecimiento de nuevos negocios, la reducción de los costes de cambio de hipoteca de una entidad a otra, la liberalización de los transportes internacionales de pasajeros y la flexibilización de los criterios de apertura de gasolineras, peluquerías, quioscos y cines. ¿Son las medidas que Italia necesita? Algunos diputados de la propia coalición gubernamental las han calificado de insuficientes, pero en cualquier caso reflejan un pequeño progreso en la buena dirección. Desgraciadamente, la incertidumbre política que ahora se abre no contribuirá a perseverar en esta vía.

Y lo cierto es que la inesperada fortaleza del rebote del crecimiento en el cuarto trimestre podía haber sido un factor clave en esta tesitura. Tras crecer en los tres primeros trimestres de 2006 a un ritmo del 1,7% interanual, en el último trimestre se registró un avance del PIB del 2,9%. Otros indicadores también apuntan a un mejor tono económico: las ventas al por menor repuntaron en noviembre, la producción industrial se aceleró en diciembre, el déficit comercial se redujo levemente, tam-

Italia adopta un paquete de medidas liberalizadoras, seguramente menos ambiciosas de lo que la economía transalpina requeriría.

El repunte de la actividad en el tramo final de 2006, superior a lo esperado, debería favorecer el impulso reformador.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2005	2006						2007
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	0,9	0,1	0,5	1,7	1,7	1,7	–	2,9	–	–
Ventas al por menor	–0,4	0,4	1,9	0,5	1,8	1,6	0,4	1,7	0,9	...
Producción industrial	–0,5	–0,9	0,3	2,7	1,7	1,4	3,6	3,4	4,4	...
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	1,9	1,7
Balanza comercial (**)	–1,2	–9,4	–8,5	–12,9	–16,5	–21,3	–22,6	–21,9	–21,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

bién en dicho mes de diciembre, y la inflación, de por sí moderada, se desacelera de nuevo en enero. En definitiva, se abría la oportunidad de aprovechar la coyuntura para aumentar el ritmo reformador, toda vez que los costes del ajuste pesan menos en situación de bonanza.

Reino Unido: ¡más madera! (ya no queda mucha)

El crecimiento británico en el cuarto trimestre fue del 3,0% interanual (2,9% en el tercero). Descolocó su fuerte dinamismo cuando se conoció la estimación preliminar –se esperaba que la desaceleración empezase en ese periodo– y ahora que se ha hecho público el desglose por componentes también ha saltado alguna sorpresa. Desde la perspectiva de la demanda interna, se esperaba una cierta aceleración del consumo privado, que efectivamente se ha confirmado, pero no tanto que la inversión acompañaría este mayor crecimiento. La otra novedad, ésta negativa, la ha proporcionado la exportación, que se ha desplomado en el cuarto trimestre, con lo que la detracción del sector al crecimiento del PIB se ha ampliado.

¿Volverá a sorprender el Reino Unido en el primer trimestre? Probablemente, no. En enero, las ventas al por menor se desaceleraron ocho décimas porcentuales, hasta el 3,2%, al tiempo que la confianza del consumidor cedía cerca de dos puntos. Por tanto, parece que el consumo empieza a frenar su ímpetu, a pesar de que la tasa de paro sigue siendo reducida (2,9% en enero). Los pedidos industriales, también en enero, han caído dos puntos, lo que hace presagiar que la desaceleración de la producción industrial de diciembre tendrá continuidad en el inicio de 2007. El sentimiento económico, un indicador amplio del tono económico general, se situó en enero en el nivel de los 104 puntos, siete puntos menos que en el mes anterior.

De confirmarse la desaceleración, cabe esperar que progresivamente la presión sobre los precios remita. Hasta la fecha, no obstante, la inflación sigue manteniéndose lejos del objetivo del Banco de Inglaterra, cifrado en el 2%. En enero, el IPC británico se situó en el 2,7% interanual. Aunque representa una cierta mejora respecto al 3,0% de diciembre, sigue siendo un ritmo preocupante.

La economía británica crece un 3,0% en el cuarto trimestre, más de lo esperado.

Aunque hay señales de desaceleración, los precios siguen mostrando tensiones.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2004	2005	2006							2007
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	3,3	1,9	2,0	2,4	2,7	2,9	–	3,0	–	–
Ventas al por menor	6,1	1,9	2,6	1,7	3,4	3,8	4,0	3,2	4,0	3,2
Producción industrial	0,8	–1,9	–2,6	–1,0	–0,6	0,4	1,1	0,9	0,5	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9
Precios de consumo	1,3	2,0	2,1	1,9	2,2	2,4	2,5	2,7	3,0	2,7
Balanza comercial (**)	–56,1	–64,6	–67,4	–72,0	–78,1	–82,2	–83,6	–83,9	–84,3	...

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 Banco de Japón apunta a una subida gradual de su tipo de interés de referencia.

La Reserva Federal probablemente mantendrá el nivel objetivo de los fondos federales en el 5,25% durante algunos meses.

El Banco de Japón eleva su tipo de interés de referencia

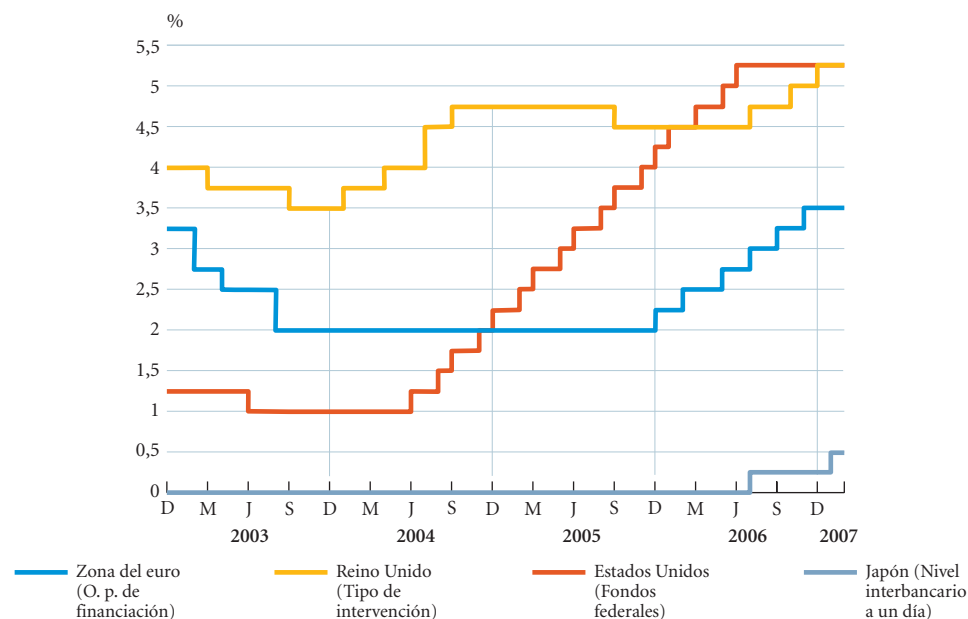
El Banco de Japón se decidió finalmente por subir sus tipos de interés la tercera semana de febrero. Después de confundir a los mercados en enero, cuando casi todos los operadores esperaban la subida, esta vez la autoridad monetaria japonesa dejó atrás las vacilaciones y decretó el aumento de su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 0,50%. Se trataba del segundo movimiento alcista desde el inicio del giro restrictivo en julio de 2006. El argumento esgrimido por el banco central nipón eran los buenos resultados macroeconómicos del cuarto trimestre presentados unos días antes. Aunque

es cierto que la inflación apenas existe, la autoridad monetaria cree que la economía continuaría expandiéndose a un ritmo moderado. El instituto emisor japonés apuntó a una senda gradual de elevación de los tipos de interés, por lo que el tipo oficial probablemente permanecerá en el 0,50% durante algunos meses.

Lo mismo sucederá en Estados Unidos, donde no se esperan movimientos en los próximos meses. El mensaje de la autoridad monetaria estadounidense es de mantener el nivel objetivo del tipo de interés interbancario a un día en el 5,25%, nivel resultante del equilibrio entre la mejora de la situación económica y los problemas por los que atraviesa el mercado inmobiliario.

LOS BANCOS CENTRALES SUBEN TIPOS

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

liario. En su comparecencia ante un comité del Congreso a mediados de febrero, Ben Bernanke, el presidente de la Reserva Federal, manifestó que la inflación tendía a bajar, pero apuntó a que mantenía el sesgo alcista en la política monetaria, es decir, que pensaba que a la larga acabarán aumentando los tipos de interés.

También apuntan a un alza los tipos británicos. El día 8 de febrero el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener el tipo de interés oficial en el 5,25%. A diferencia de la reunión de enero, cuando el aumento del tipo de interés pilló a los mercados despreve-

nidos, no hubo sorpresa y posteriormente las expectativas de nuevas alzas se enfriaron un poco. Sin embargo, tal como espera el mercado, es probable alguna subida en los próximos meses para frenar las tensiones inflacionistas.

El Banco Central Europeo (BCE) tampoco modificó el nivel de su tipo de interés de referencia en su cita de la segunda semana de febrero, dejándolo en el 3,50%. El presidente Trichet, no obstante, reiteró que el nivel de los tipos de interés sigue siendo bajo y que la política monetaria es relajada y apuntó a una nueva subida de los tipos de interés directores

La prevista alza del tipo de interés del Eurosistema de marzo seguramente no será la última.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
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	3,50	3,68	3,92	5,25	5,36	0,53	5,00	5,29	2,02
2007									
Enero (*)	3,56	3,75	4,06	5,25	5,36	0,55	5,16	5,49	2,15
Febrero (1)	3,55	3,85	4,12	5,25	5,36	0,66	5,25	5,54	2,22

NOTAS: (*) Cifras provisionales.

(1) Día 23.

(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: 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%), 11-1-07 (5,25%).

(5) Tipo de interés interbancario de oferta.

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

El banco central de la India y el de Suecia restringen la política monetaria.

La reunión del G-7 no es obstáculo para una mayor caída del yen...

...y sigue presionado por un amplio diferencial de tipos de interés en su contra.

La ampliación del déficit comercial afecta negativamente al dólar.

en marzo. Aunque la escalada de los precios del crudo en los últimos años no ha provocado efectos significativos de segunda vuelta, el BCE manifiesta preocupación por la evolución de las negociaciones salariales en curso. Dado que la economía europea parece que sigue creciendo más de lo que se esperaba, posiblemente la de marzo no sea la última subida de este ciclo, con lo que el tipo de referencia podría alcanzar el 4%, un nivel más próximo al nivel neutral.

El que sí que se decidió a actuar de nuevo fue el banco central de la India, alarmado por los signos de recalentamiento económico. Así, al final de enero decidió aumentar su tipo repo en 25 puntos básicos hasta el 7,5%, entre otras medidas de restricción monetaria. La economía india está creciendo más de lo que se esperaba y el propio banco central elevó sus proyecciones de crecimiento para el ejercicio que finaliza en marzo de 2007 hasta el 8,5%-9%, lo que acrecienta los riesgos inflacionistas. Por otra parte, a mediados de febrero el Banco de Suecia elevó nuevamente su tipo de interés de referencia en 25 puntos hasta el 3,25%, acercándolo al nivel de la eurozona.

Las principales monedas asiáticas siguen infravaloradas

Había expectación en torno a la reunión de los ministros de finanzas del grupo de los países más avanzados (G-7) en Essen (Alemania), al final de la segunda semana de febrero, respecto a los tipos de cambio. Previamente, numerosos dirigentes europeos manifestaron su preocupación por la debilidad del yen. La moneda japonesa había marcado una cota mínima histórica contra el euro en la cuarta semana de enero al pagarse a 158,1 yenes. No obstante, se preveía que el G-7 no adoptaría medidas al respecto ya que se perfilaban posturas divergentes. Los dirigentes de

Estados Unidos parecían más inquietos por la evolución del yuan chino, mientras que los gobernantes japoneses alegaban que ellos no intervenían en el mercado de cambios. Aunque esto es cierto, también lo es que han presionado al Banco de Japón para que no suba los tipos de interés, y el diferencial en su contra es el principal causante de la baja cotización del yen en la actualidad.

De hecho, en enero el yen registró el nivel más bajo en términos efectivos reales, teniendo en cuenta la inflación, desde septiembre de 1985, lo que es indicativo de la infravaloración de la moneda nipona. No obstante, el comunicado del G-7 no mencionó directamente al yen, si bien expresaba confianza en que los mercados finalmente reflejarían el relanzamiento de la economía de Japón. Asimismo, el G-7 reiteró el llamamiento a China para que aumentase la flexibilidad de su tipo de cambio. La moderada postura del G-7 no tuvo demasiada incidencia en los mercados de divisas. Así, el día 14 de febrero el yen volvía a marcar un nuevo nivel mínimo frente al euro de 158,6 unidades y al final de la cuarta semana de enero cotizaba ya a más de 159 por euro.

Respecto al dólar, el lunes siguiente a la reunión del G-7 el yen marcó la cota mínima desde diciembre de 2002 al cotizar a 121,9 dólares, si bien posteriormente se recuperó en cierta medida, debido a un debilitamiento del dólar y a la publicación de un crecimiento económico en el cuarto trimestre de 2006 mayor de lo esperado. Así, pasó a cotizar a 119 yenes por dólar a mediados del mes. El aumento del tipo de interés de referencia del Banco de Japón, citado en el apartado anterior, probablemente no será suficiente para evitar las presiones bajistas en contra del yen.

Por su parte, el dólar ha revertido las ganancias de los primeros compases del año en las últimas semanas. En ello ha influi-

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Enero 2007

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 23-02-07
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2006	Anual	
Frente al dólar de EEUU							
Yen japonés	120,9	1,6	120,4	2,5	2,5	4,1	121,1
Libra esterlina (1)	1,964	0,3	1,959	-0,2	-0,2	10,9	1,963
Franco suizo	1,245	2,1	1,243	2,7	2,7	-2,8	1,232
Dólar canadiense	1,177	1,0	1,176	1,9	1,9	1,6	1,160
Peso mexicano	11,04	2,2	10,95	0,9	0,9	3,8	11,03
Índice efectivo nominal (4)	107,7	0,8	107,6	0,8	0,8	-2,4	106,9
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,295	-1,6	1,301	-1,5	-1,5	7,5	1,313
Yen japonés	157,3	0,2	156,6	1,0	1,0	12,0	159,4
Franco suizo	1,621	0,9	1,615	1,1	1,1	4,2	1,626
Libra esterlina	0,663	-1,2	0,664	-1,3	-1,3	-3,2	0,669
Corona sueca	9,052	0,1	9,078	0,5	0,5	-2,5	9,306
Corona danesa (3)	7,455	0,0	7,454	0,0	0,0	-0,1	7,455
Zloty polaco	3,927	2,5	3,877	1,7	1,7	1,5	3,882
Corona checa	28,16	2,5	27,82	0,2	0,2	-3,1	28,33
Forint húngaro	257,2	2,2	253,8	0,0	0,0	1,2	252,3
Índice efectivo nominal (5)	104,9	-0,6	104,9	-0,6	-0,6	3,5	105,8

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.

do la moderación de las expectativas de tipos de interés a raíz de la publicación de indicadores económicos moderados y de la comparecencia del presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, que fue interpretada en términos tranquilizadores respecto a la inflación por parte del mercado. Asimismo, la ampliación del déficit comercial en diciembre también le afectó negativamente.

En cambio, el euro recuperó vigor en las últimas semanas, ayudado por la mejora de las perspectivas económicas y la consolidación de un panorama de tipos de

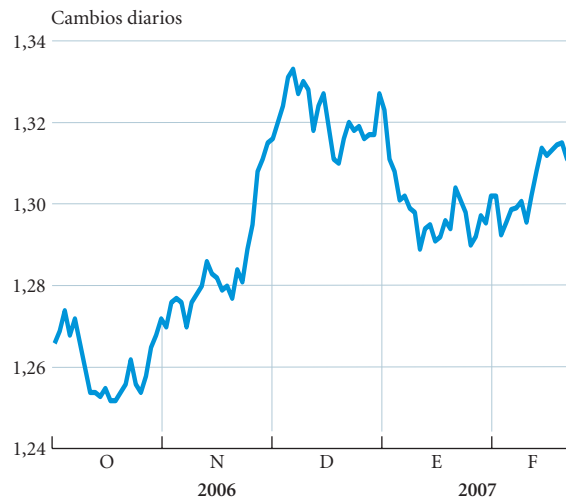
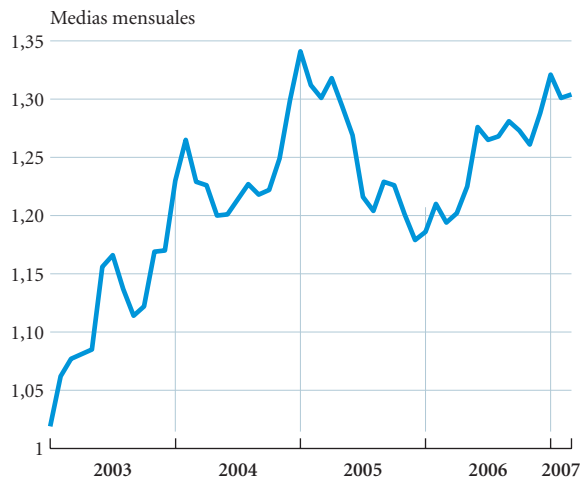
interés al alza. De esta forma, con relación a la cesta de monedas de sus principales socios comerciales, la moneda única europea recuperó el nivel del principio del año. En relación con el billete verde, el euro recobró la cota de 1,31 dólares.

Por el contrario, la libra esterlina ha perdido brillo en las últimas semanas. Ello ha sido debido sobre todo a un enfriamiento de las perspectivas alcistas del tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra a consecuencia de una moderación de las previsiones de la actividad económica y de la inflación.

La libra esterlina pierde brillo al moderarse las expectativas alcistas de tipos de interés.

EL EURO REACCIONA FRENTE AL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 23 de febrero.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

LA MONEDA ÚNICA EUROPEA MARCA UN NUEVO RÉCORD CONTRA EL YEN

Yenes por euro

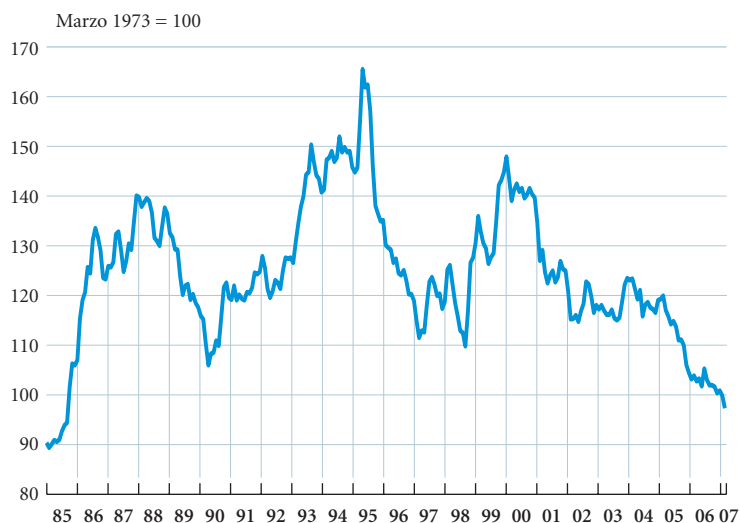


NOTA: Los datos alcanzan hasta el 21 de febrero.

FUENTE: Thomson Financial Datastream.

EL YEN CAE HASTA LA COTA MÁS BAJA DE LOS ÚLTIMOS VEINTIÚN AÑOS EN TÉRMINOS REALES

Índice de tipo de cambio efectivo real del yen del Banco de Japón



NOTA: Los datos alcanzan hasta el mes de enero.
FUENTE: Thomson Financial Datastream.

Ligera reducción de la rentabilidad de los bonos públicos de Estados Unidos

El rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericanos a 10 años se elevó hasta el 4,89% hacia el final de enero, al posponerse un previsible recorte del tipo de interés de la Fed. No obstante, pocos días después, una creación de empleo menor de lo esperado en enero diluyó el optimismo económico y la rentabilidad de los bonos públicos a largo plazo tendió a relajarse. Un panorama inflacionista más contenido también contribuyó a una ligera bajada del tipo de interés de los bonos a largo plazo hasta alrededor del 4,7% en la cuarta semana del mes.

En el área del euro, los bonos siguieron la evolución de sus homólogos de la otra orilla del Atlántico. No obstante, la presión a la baja en las últimas semanas fue menor, como consecuencia de los favorables datos macroeconómicos y de las declaraciones de tono más bien agresivo por parte del Banco Central Europeo. De esta forma, el

diferencial de tipos de interés a largo plazo entre el dólar y el euro tendió a estrecharse hasta menos de 70 puntos básicos.

Por otra parte, con la elevación de la calificación crediticia de la deuda de la India al nivel BBB-, por parte de la agencia Standard & Poor's, el gigante asiático ha pasado a la categoría de calidad crediticia mediana según todas las principales agencias especializadas. Esto refleja la mejora de la situación económica en el subcontinente, que está experimentando un fuerte crecimiento, como se ha comentado más arriba.

Por otro lado, la aversión al riesgo se mantiene en niveles muy bajos. En la penúltima semana de febrero la prima de riesgo de los bonos soberanos de los países emergentes marcó una nueva cota mínima histórica en 164 puntos básicos. Por su parte, las primas de riesgo de los bonos empresariales también se sitúan en niveles reducidos.

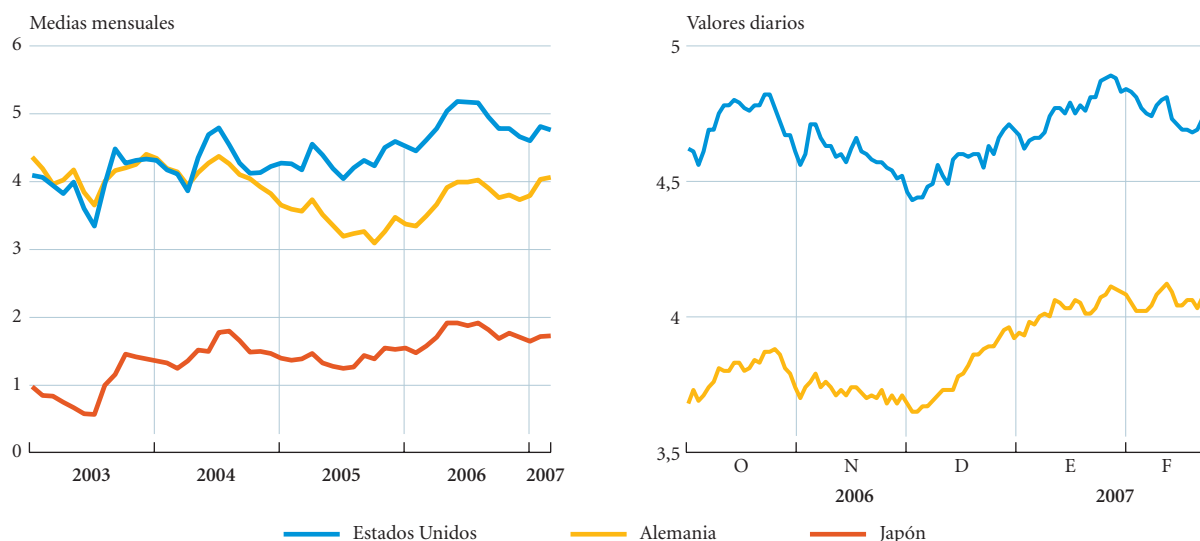
Un panorama de inflación contenida motiva el deslizamiento del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a la baja.

La deuda de la India asciende a la categoría de calidad crediticia mediana.

La aversión al riesgo se mantiene en niveles muy bajos.

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

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



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 23 de febrero.

FUENTES: Banco de España y Thomson Financial Datastream.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2004	2005	2006				2007	
			I	II	III	IV	Enero	23 febrero
Estados Unidos	4,31	4,33	4,61	5,13	4,96	4,68	4,81	4,68
Japón	1,50	1,39	1,58	1,90	1,80	1,70	1,71	1,67
Alemania	4,07	3,38	3,50	3,96	3,89	3,77	4,03	4,03
Francia	4,10	3,41	3,51	3,99	3,90	3,78	4,06	4,09
Italia	4,24	3,56	3,71	4,27	4,18	4,03	4,24	4,25
España	4,10	3,39	3,49	3,97	3,89	3,79	4,07	4,09
Reino Unido	4,93	4,47	4,23	4,65	4,67	4,65	4,93	4,89
Suiza	2,57	2,04	2,18	2,67	2,61	2,38	2,55	2,58

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

El crecimiento de los beneficios, la relajación de los tipos de interés a largo plazo y el dinamismo de las operaciones empresariales animan a los mercados bursátiles.

Los parques respiran optimismo

En los primeros meses del año las bolsas internacionales han evolucionado de forma favorable, anotando nuevos máximos históricos en numerosos casos. La perspectiva de continuidad en la expansión de la economía global y los beneficios em-

presariales, la relajación de los tipos de interés a largo plazo, una cierta contención de los precios del petróleo y el dinamismo de las operaciones societarias han animado a los mercados bursátiles.

En Estados Unidos, al reafirmarse la expectativa de un aterrizaje suave de la eco-

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

31-01-2007

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Cotización a 23-2-07	
					% variación acumulada	% variación sobre la misma fecha de 2004
Nueva York						
Dow Jones	12.621,7	1,3	1,3	16,2	1,5	19,2
Standard & Poor's	1.438,2	1,4	1,4	12,4	2,3	27,2
Nasdaq	2.463,9	2,0	2,0	6,9	4,1	25,3
Tokio						
Tokio	17.383,4	0,9	0,9	4,4	5,6	67,3
Londres						
Londres	6.203,1	-0,3	-0,3	7,7	2,9	41,5
Zona del euro						
Zona del euro	4.178,5	1,4	1,4	13,2	3,1	46,0
Francfort						
Francfort	6.789,1	2,9	2,9	19,6	6,0	71,9
París						
París	5.608,3	1,2	1,2	13,3	3,2	53,2
Amsterdam						
Amsterdam	499,8	0,9	0,9	10,9	3,1	41,9
Milán						
Milán	32.483,0	1,9	1,9	16,8	3,4	59,1
Madrid						
Madrid	14.553,2	2,9	2,9	31,1	4,4	79,1
Zurich						
Zurich	9.135,1	4,0	4,0	17,0	5,4	57,4
Hong Kong						
Hong Kong	20.106,4	0,7	0,7	27,6	3,7	50,5
Buenos Aires						
Buenos Aires	2.070,6	-0,9	-0,9	15,4	5,4	83,6
São Paulo						
São Paulo	44.641,0	0,4	0,4	16,3	3,5	115,7

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

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

nomía, soslayando la crisis del sector inmobiliario, las bolsas recobraron impulso. El índice Dow Jones siguió escalando hasta nuevas cotas máximas históricas. El índice más amplio Standard & Poor's 500 se acercaba cada vez más al máximo del año 2000. El índice Nasdaq ha avanzado notablemente en las primeras semanas de 2007 gracias al positivo comportamiento de los valores tecnológicos, si bien se halla lejos de las cotas de 2000. De todos modos, los sectores que registraron un mejor balance en lo que llevamos de año fueron los de materiales y de servicios públicos. En el polo opuesto, las empresas energéticas registraban un retroceso respecto al final de 2006, a causa de la bajada del precio del crudo.

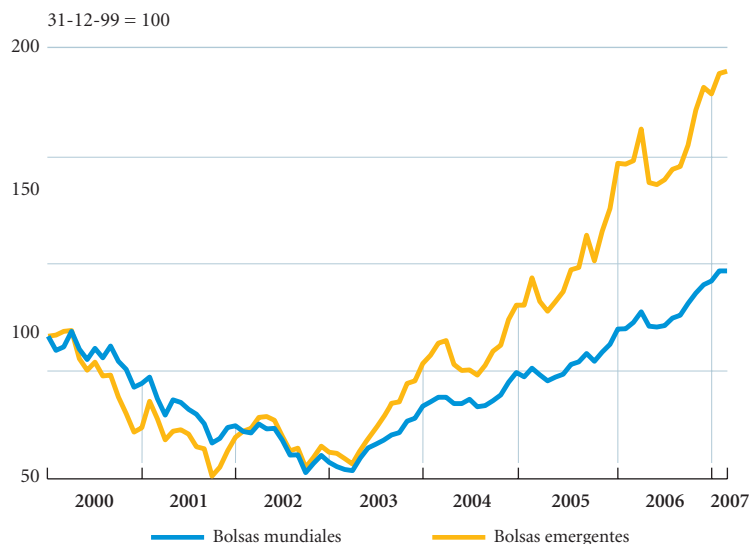
En la eurozona, las mejores previsiones de crecimiento económico han cotizado en la bolsa lógicamente al alza. Los movimientos de consolidación en el mercado europeo, como por ejemplo en el sector eléctrico, han continuado impulsando a las bolsas. Así, el índice DJ Eurostoxx 50, que incluye a las mayores empresas del área del euro, subía más del 3% al final de la cuarta semana de febrero. El mayor incremento sobre diciembre correspondía a la bolsa alemana, entre las principales plazas.

La bolsa española también se situaba en el grupo de cabeza de las europeas, con un notable ascenso y nuevos máximos históricos. El nuevo régimen fiscal del ahorro ha impulsado la negociación bur-

La bolsa española se sitúa en el grupo de cabeza de las europeas.

LAS BOLSAS INTERNACIONALES CONTINÚAN MARCANDO MÁXIMOS HISTÓRICOS

Índices en dólares



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 23 de febrero.

FUENTES: Thomson Financial Datastream, Morgan Stanley Capital International y elaboración propia.

Las bolsas de los mercados emergentes logran remontar el vuelo después de retrocesos en enero.

sátil, incluyendo a los valores de las empresas pequeñas, más especulativos.

Asimismo, la bolsa suiza registraba nuevos máximos históricos en un entorno de tipos de interés muy bajos. El mercado británico, una vez asimilada la subida del tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra de enero remontó posiciones hasta el nivel más alto desde el año 2000, reflejando el buen tono de la economía de Reino Unido.

En Asia, el Nikkei 225 de la bolsa de Tokio siguió recobrándose apoyado en las ganancias de las empresas exportadoras, favorecidas por un yen extraordinariamente débil. El aumento del tipo de interés de referencia del Banco de Japón en la terce-

ra semana de febrero motivó sólo un ligero retroceso transitorio. Cabe señalar que a pesar de la remontada de los últimos años el Nikkei 225 todavía no ha llegado a la mitad del máximo del final de 1989.

Las bolsas de los mercados emergentes, después de experimentar retrocesos en enero a raíz de la caída de los precios de las materias primas, han logrado remontar el vuelo en febrero hasta nuevas cotas máximas en términos generales. La bolsa china hacia el final de enero sufrió una fuerte sacudida a consecuencia de rumores respecto a que las autoridades actuarían para enfriar la fiebre bursátil y llegó a perder la par del ejercicio. No obstante, posteriormente consiguió ganar impulso y anotó de nuevo máximos históricos.

Actividad económica

Balance de 2006: más crecimiento y menores desequilibrios

En el cuarto trimestre de 2006, el producto interior bruto (PIB) generado por la economía española creció un 4,0% interanual, dos décimas más que en el trimestre precedente, manteniendo la senda de aceleración iniciada hace tres años. En el conjunto de 2006, el crecimiento total del PIB se elevó al 3,9% interanual, cuatro décimas más que en 2005. Este ritmo expansivo es muy superior al registrado en los países de nuestro entorno (supera en más de un punto porcentual al del conjunto de la zona del euro). Pero el hecho más positivo es que esta importante aceleración de la actividad vino acompañada de una mayor contención de los desequilibrios crónicos de la economía española: los precios se desaceleraron, la producti-

vidad mejoró y el crecimiento del déficit exterior tendió a moderarse.

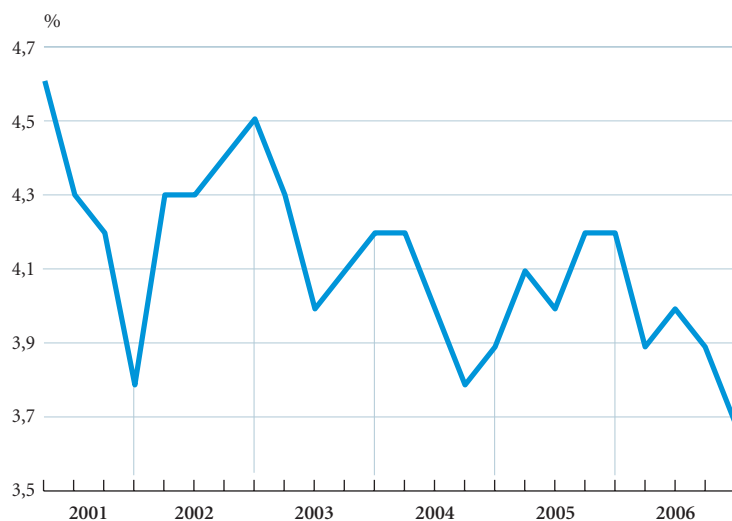
Se trata de una corrección claramente insuficiente todavía, pero que va en la buena dirección. La demanda nacional se moderó, con una contribución al crecimiento del PIB de 4,9 puntos porcentuales (tres décimas menos que en 2005) y, a su vez, la aportación negativa del sector exterior se redujo a un punto (siete décimas menos), como consecuencia de una aceleración del crecimiento de las exportaciones más intensa que en las importaciones. No obstante, esta mejora no impidió que el déficit exterior aumentara de nuevo (por encima de 82.900 millones de euros, en torno al 8,5% del PIB), pero lo hizo a un ritmo más moderado (creció un 23% frente al 37% en 2005).

El PIB crece un 3,9% en 2006, superando en más de un punto al incremento de la zona del euro.

Se modera el crecimiento de la demanda nacional y se reduce la aportación negativa del sector exterior.

SE DESACELERA EL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS

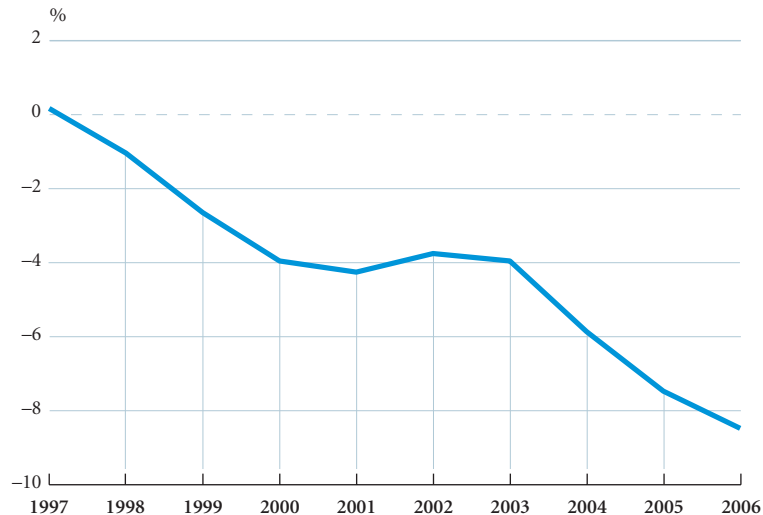
Variación interanual del deflactor del PIB



FUENTES: INE y elaboración propia.

EL DÉFICIT EXTERIOR CONTINÚA AUMENTANDO, PERO CON MAYOR MODERACIÓN

Déficit por cuenta corriente sobre el PIB



FUENTES: INE y elaboración propia.

Se modera el avance del consumo privado, pero recobra un mayor impulso hacia el final de año.

En el conjunto del año, el consumo final de los hogares desaceleró su ritmo de avance al 3,7% (cinco décimas menos que en 2005), debido principalmente al menor consumo de bienes duraderos (las ventas de automóviles de turismo, por ejemplo, retrocedieron un 2,0%). No obstante, se observó un comportamiento desigual a lo largo del año: en la primera mitad el crecimiento tendió a desacelerarse ligeramente, pero hacia el final cobró una mayor fortaleza. En los inicios de 2007 se está apreciando una tónica similar; los pocos datos que se conocen son de signo expansivo (en enero, las matriculaciones de vehículos de turismo y todo terreno crecieron un 2,7% interanual), a pesar de que la confianza de los consumidores haya empeorado algo (cayó a 12 puntos negativos).

Por su parte, el consumo público creció un 4,4% (frente al 4,8 en 2005), mostran-

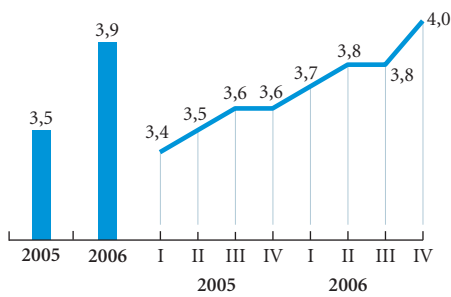
do un comportamiento muy irregular en el transcurso del año. Cabe destacar el importante repunte del gasto en el último trimestre, con un aumento del 4,9% interanual, debido principalmente a la aceleración de la remuneración de asalariados.

Globalmente, la formación bruta de capital moderó también su ritmo de avance en 2006, hasta el 6,3% (siete décimas menos que en 2005), aunque dos de sus componentes, la inversión en bienes de equipo y la construcción, tuvieron un comportamiento bastante expansivo. El primero aceleró su crecimiento hasta el 9,7% (frente al 9,0% en el año precedente) y el segundo lo redujo al 5,9%, tan sólo una décima menos que en 2005. Por el contrario, la inversión en otros productos se moderó significativamente (3,2% frente al 7,5% en 2005).

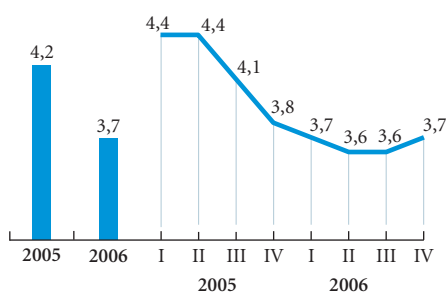
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

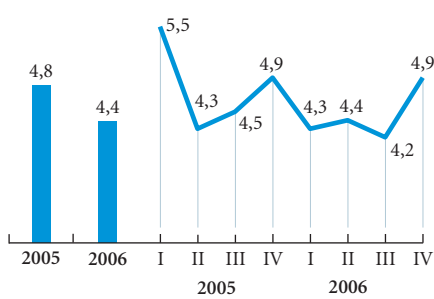
PIB



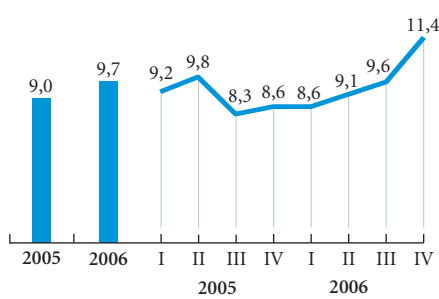
Consumo de los hogares



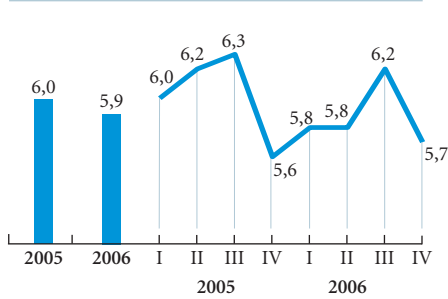
Consumo público



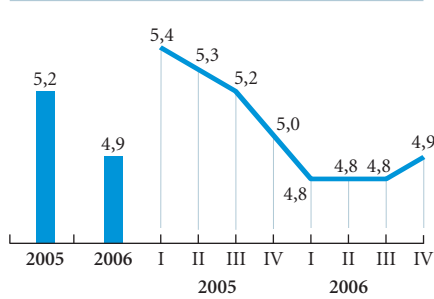
Inversión en bienes de equipo



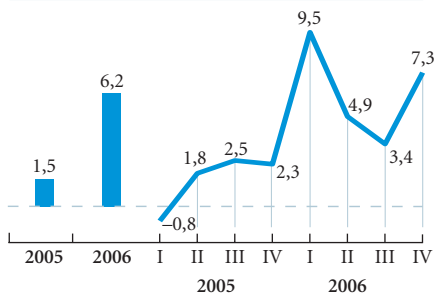
Inversión en construcción



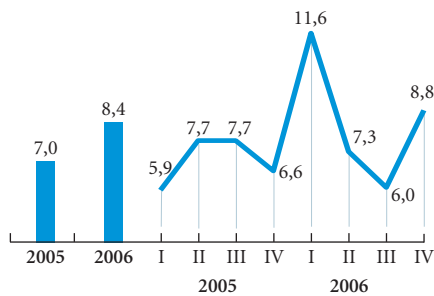
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

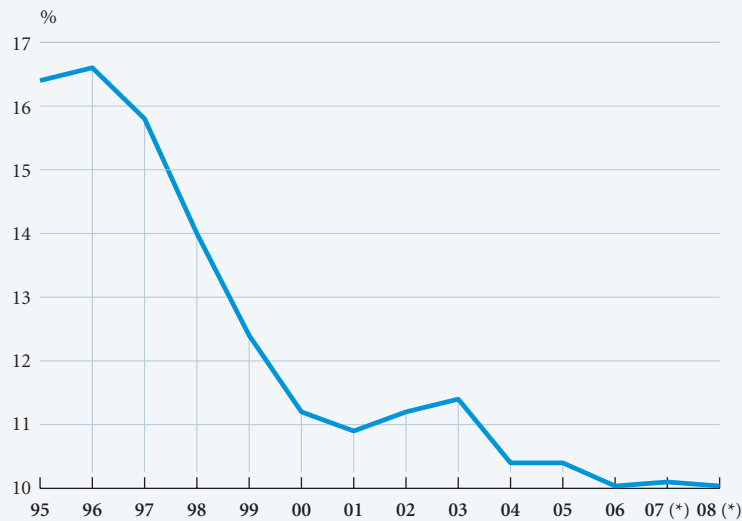
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Los felices años 00: crece el consumo... ¡y también la riqueza!

Sin duda alguna los últimos 10 años han sido de bonanza económica para España. Una prueba de ello es que el consumo de los hogares, en términos nominales, lleva 10 años creciendo a una tasa media anual del 7%. Sin embargo, la parte que ahorramos de la renta ha ido disminuyendo año tras año y, como se observa en el gráfico siguiente, ya sólo representa el 10% de la renta disponible.

EL AHORRO DE LAS FAMILIAS, EN MÍNIMOS

Ahorro de los hogares respecto a la renta bruta disponible



NOTA: (*) Previsiones.

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

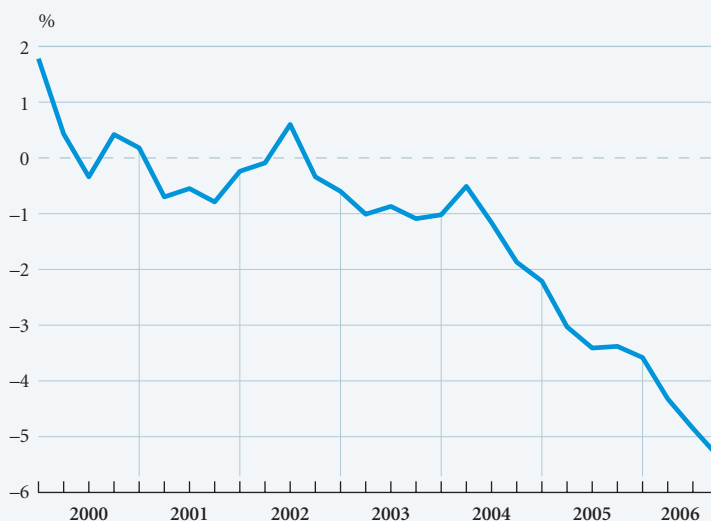
Además, durante la última década el crédito ha estado creciendo a una tasa media anual del 17%, debido en parte al aumento del crédito al consumo, pero sobre todo gracias al fuerte aumento del crédito hipotecario, haciendo que lo poco que ahorramos se dedique a la inversión en vivienda (véase gráfico siguiente).

La situación económica de España se ha caracterizado por el fuerte crecimiento del consumo y del crédito, y por el bajo ahorro familiar, con unas cifras que parecen propias de los años veinte, los felices años veinte! El problema es que aquello no terminó bien, nada bien. Es pertinente entonces preguntarse cuáles son los motivos que nos han llevado hasta aquí, y sobre todo si esto es sostenible.

Históricamente los economistas han considerado el estudio de las decisiones de ahorro y consumo como una de las prioridades en sus agendas. Las teorías que prevalecen hoy en día aún se inspiran en la Teoría del Ciclo Vital, iniciada en 1954 por el laureado Franco Modigliani, y la Teoría de la Renta Permanente, desarrollada tres años después por el también laureado Milton Friedman. Ambas destacan que el consumo está principalmente determinado por la renta y las ganancias del capital que cada individuo espera obtener a lo largo de su vida, haciendo así hincapié en el carácter intertemporal de la decisión. En este contexto, los hogares suavizan su trayectoria de consumo ajustando el ahorro periodo a periodo. Una de las consecuencias inmediatas es que el

EL AHORRO NO CUBRE LOS PAGOS POR VIVIENDA

Ahorro de los hogares después del pago de las cuotas de la hipoteca, respecto a la renta bruta disponible (acumulado cuatro últimos trimestres)



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

consumo pasa a ser independiente de la renta actual y sus variaciones transitorias, y sólo responde a cambios permanentes e inesperados.

En España, un cambio estructural importante que ha incrementado los ingresos esperados, y que por lo tanto ha impulsado el consumo, ha sido el fuerte aumento de la tasa de actividad y la caída casi ininterrumpida del paro, que hoy en día se sitúa en el 8%, menos de la mitad que hace 10 años. Pero los efectos positivos de la caída del paro vienen por partida doble ya que no sólo ha aumentado los ingresos esperados, sino que además ha reducido su incertidumbre, permitiendo que los hogares tengan que ahorrar menos para hacer frente a posibles eventualidades negativas. La disminución de la incertidumbre sobre los ingresos futuros también se ha visto ayudada por la caída de la volatilidad de las condiciones macroeconómicas, principalmente gracias a una tasa de inflación baja y estable, y una política monetaria creíble e independiente. Unos factores que, ayudados por la entrada en la Unión Europea, son fundamentales para entender el otro gran cambio estructural que ha sufrido la economía española y que también es clave para explicar el aumento del consumo: la pronunciada caída de los tipos de interés reales, que ha desincentivado el ahorro y fomentado la demanda de crédito.

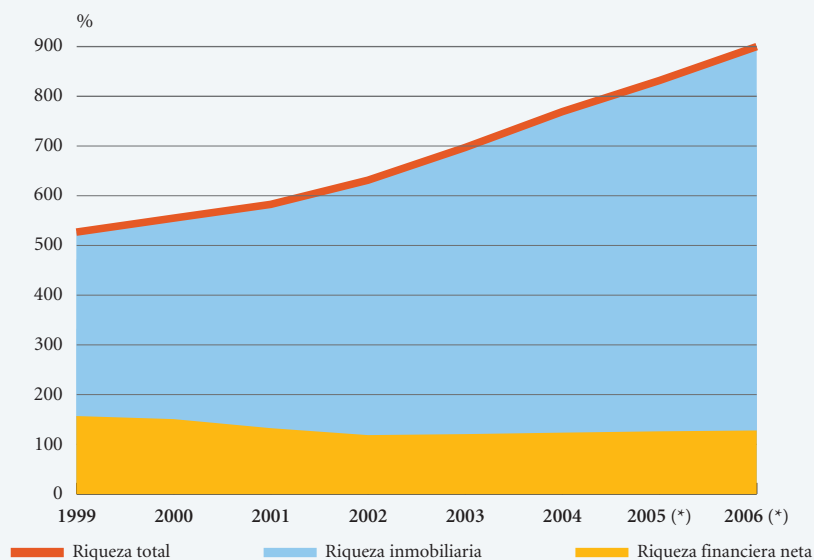
La Teoría del Ciclo Vital nos dice además que la propensión media al consumo cambia a lo largo de la vida, siendo más alta en la juventud y la vejez, que es cuando los ingresos son más bajos. En este sentido, la entrada de la generación del *baby boom* en el mercado laboral también contribuye, a nivel agregado, a una caída del ahorro. Este efecto se ve reforzado por el importante influjo de inmigrantes, ya que la edad media de éstos es de 31 años.

A finales de la década de los setenta ambas teorías fueron duramente criticadas por la escuela *Neo-Keynesiana* con el laureado Joseph Stiglitz al frente. La razón del desacuerdo radica en que al postular que los individuos deciden el consumo en función de su renta vital, se está asumiendo que todos tienen acceso a los mercados financieros, un hecho que era más que discutible en aquellos años. La importancia de tales críticas reside en que si no se tiene acceso al crédito, no todos los hogares que desean pedir prestado en el presente, porque esperan rentas

más altas en el futuro, lo pueden hacer, y por lo tanto no pueden distribuir el consumo de forma óptima. De todas formas, cabe destacar el enorme desarrollo que ha experimentado el sistema financiero español, que durante la última década ha aumentado los activos gestionados a una tasa media anual del 12%, con una gestión eficaz que ha permitido reducir los niveles de morosidad a mínimos históricos. Todo ello ha facilitado el acceso de los hogares a los distintos instrumentos de crédito a un tipo de interés real bajo, y ha hecho que el efecto del *baby boom* y de la inmigración sea aún más pronunciado.

LA RIQUEZA DE LOS ESPAÑOLES SIGUE SUBIENDO

Riqueza de las familias con relación a la renta bruta disponible ajustada



NOTA: (*) Estimaciones propias.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Como se ha mencionado al principio, otro de los aspectos importantes que determina la decisión de ahorro son las ganancias del capital. Éste ha sido un factor clave para poder entender la evolución de las decisiones de consumo de los hogares ya que, como se puede observar en el gráfico anterior, la riqueza de los hogares españoles ha aumentado un 50% en los últimos 5 años. Este aumento ha sido posible gracias a la fortaleza de la riqueza financiera, que se ha mantenido estable, pero muy especialmente ha sido debido al fuerte aumento del precio de la vivienda, que ha disparado la riqueza inmobiliaria. El resultado: la sólida situación patrimonial de las familias españolas, que les ha permitido aumentar el consumo, sobretudo a crédito, utilizando los bienes inmuebles como garantía.

Los hogares españoles parece que tienen motivos de sobra para haber aumentado el consumo, tanto a nivel agregado como a título individual, pero no deben olvidar que ninguno de los factores antes comentados se puede mantener de forma indefinida: el efecto del *baby boom* es claramente temporal, los importantes inlfujos migratorios es de prever que disminuyan, el sistema financiero se encuentra ya en un estadio más maduro y el crecimiento de los precios de la vivienda empieza a ralentizarse —con los consiguientes efectos sobre la riqueza. Llegados a este punto, y mientras España no logre aumentar su productividad de forma estructural, los laureados F. Modigliani, M. Friedman y J. Stiglitz, con sus teorías en la mano, nos dirían que los hogares ajustarán progresivamente su tasa de ahorro, deteniendo así su deterioro, para adaptarse a la nueva situación económica, del mismo modo que se adaptaron al nuevo entorno económico propiciado por la entrada en el euro y la expansión del empleo.

La inversión en bienes de equipo fue acelerando gradualmente su crecimiento a lo largo de 2006, marcando un máximo notable en el cuarto trimestre (11,4%). En la construcción, la edificación residencial y la obra en infraestructuras (principalmente de carreteras y ferroviarias ligadas a la alta velocidad) continuaron siendo los motores de la actividad. En particular, la construcción de viviendas aumentó un 6,4% (seis décimas más que en 2005), pero presentó una tendencia desacelerada en el transcurso del año y acabó reduciendo su ritmo de avance interanual al 5,0% en el cuarto trimestre.

Como indicábamos al principio, la mejora del sector exterior se debió al impulso de las exportaciones, sobre todo las de bienes, que en 2006 aceleraron su crecimiento (5,6% frente al incremento nulo de 2005) en mayor proporción que las referidas a servicios, que aumentaron un

7,5% frente al 4,5% del año anterior. En el conjunto del año, las importaciones crecieron un 8,4%, 1,4 puntos más que en el año precedente.

Desde la perspectiva de la oferta, el hecho más destacado en 2006 es el avance del valor añadido bruto de la industria, que creció un 3,3%, frente al 0,3% de 2005. El ritmo de crecimiento del sector fue ganando intensidad a lo largo del año, hasta alcanzar el 4,4% interanual en el cuarto trimestre. La fabricación de maquinaria y de equipos eléctricos, electrónicos y ópticos y, en menor medida, la industria del automóvil, fueron las ramas más dinámicas en 2006. La industria textil y del cuero y la confección ofrecieron también algunos signos de recuperación, tras las intensas caídas registradas en los años precedentes. Las perspectivas para 2007 continúan siendo muy favorables, a tenor de la evolución del indicador de

En el conjunto de 2006, la formación bruta de capital atenúa su marcha...

...pero se acelera el crecimiento de la inversión en bienes de equipo y se reduce tan sólo una décima en la construcción.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006						2007
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	0,9	2,3	0,6	2,1	1,9	4,9	3,9	4,1	...
Importación de bienes de consumo (**)	7,9	8,9	20,5	5,9	2,4	13,6	8,9	0,3	...
Matriculaciones de automóviles	0,8	-2,0	2,4	-4,3	-5,3	5,8	0,1	-5,5	1,1
Crédito al consumo de bienes duraderos	15,0	15,4	17,6	15,6	13,2	-	...	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-10,8	-12,3	-12,3	-12,7	-13,7	-11,0	-10,0	-10,0	-12,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-0,1	8,2	6,7	7,6	8,0	10,2	12,6	8,1	...
Importación de bienes de equipo (**)	20,4	3,2	10,0	-5,0	6,5	31,5	-4,6	-8,1	...
Matriculación de vehículos industriales	13,2	1,5	7,4	-0,2	0,5	9,9	-0,2	-10,9	20,3
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	6,0	9,0	13,7	4,7	8,9	17,5	9,7	0,9	...
Exportaciones	0,2	5,6	12,7	3,7	1,7	9,3	0,1	5,2	...

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

(**) En volumen.

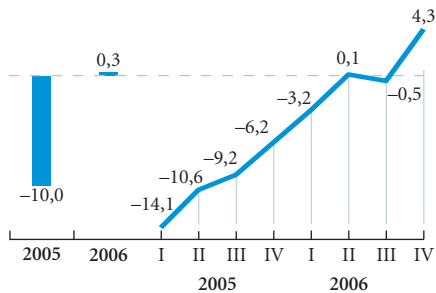
(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

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

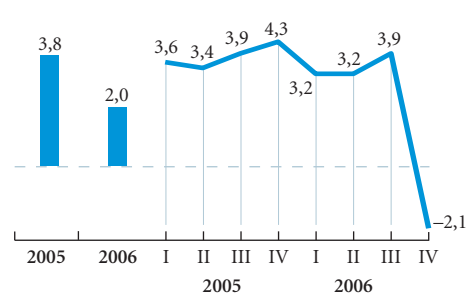
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

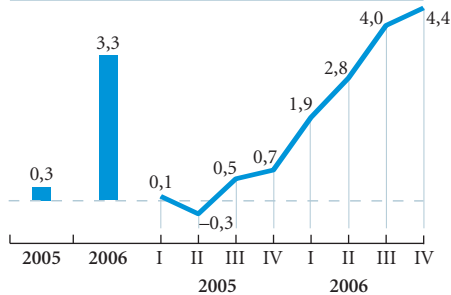
Agricultura



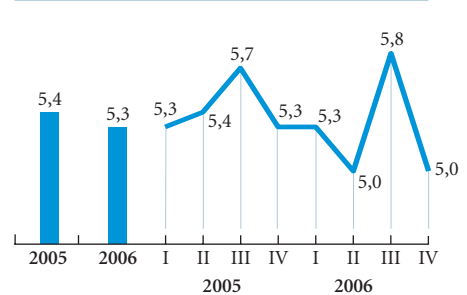
Energía



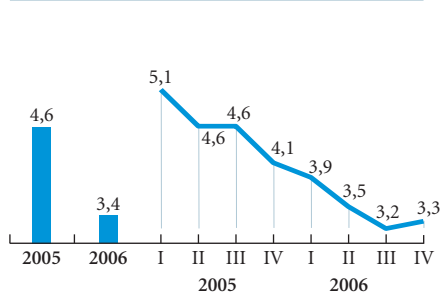
Industria



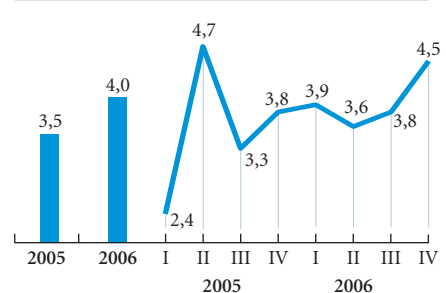
Construcción



Servicios de mercado



Servicios no de mercado



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

La industria consolida su recuperación...

confianza del sector, que ascendió a tres puntos en diciembre de 2006 y repitió idéntico valor en enero, los primeros de signo positivo en muchos meses.

...y las ramas primarias recuperan la senda de crecimiento positivo.

Otro hecho destacado es la recuperación de la senda de crecimiento positivo en las ramas agraria y pesquera (gracias sobre todo al fuerte incremento del cuarto trimestre), tras tres años consecutivos de registros negativos.

La evolución de los servicios fue muy dispar en 2006. Los de no mercado aceleraron su crecimiento al 4,0% (medio punto más que en 2005), de acuerdo con el incremento de la remuneración de asalariados de las administraciones públicas. En cambio, los servicios de mercado desaceleraron significativamente su avance (3,4% frente al 4,6% en 2005). Las ramas relacionadas con la intermediación financiera, las tecnologías de la información, las

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006						2007
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
Industria									
Consumo de electricidad (1)	3,4	3,5	2,0	3,1	5,8	4,3	1,9	4,4	6,6
Índice de producción industrial (2)	0,7	3,8	2,6	4,0	4,2	5,3	4,0	3,8	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-4,8	-2,7	-5,3	-2,7	-2,3	-2,0	-2,0	3,0	3,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,2	80,5	79,7	80,5	80,3	-	81,6	-	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	1,6	10,5	10,3	6,4	13,8	16,9	15,2	4,1	...
Construcción									
Consumo de cemento	7,3	8,2	17,1	4,0	4,5	12,0	6,8	6,4	13,4
Indicador de confianza en la construcción (3)	22,4	14,2	15,3	11,7	14,7	13,0	16,0	16,0	10,0
Viviendas (visados obra nueva)	6,2	21,6	18,5	6,3	50,5	21,6	-4,1	...	...
Licitación oficial	18,5	28,3	15,1	34,8	19,3	58,3	43,7	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	4,4	5,0	5,2	3,8	5,9	4,2	5,9	5,3	...
Turistas extranjeros	6,6	4,5	1,1	9,6	3,7	3,6	1,4	1,8	4,0
Ingresos turismo	5,8	0,1	-7,6	3,0	3,9	-3,9	-3,6	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,2	-0,3	8,1	-2,7	-3,3	-4,4	-4,1	...	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,2	6,7	5,2	10,1	4,5	6,1	6,4	9,2	6,7
Consumo de gasóleo automoción	5,1	5,8	8,7	4,5	3,9	8,5	4,4	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

comunicaciones y los servicios a empresas fueron las más dinámicas en el conjunto del año. El comercio y el turismo registraron también crecimientos significativos, pero menos intensos que en las actividades citadas anteriormente.

El ritmo de avance del empleo mostró un perfil desacelerado a lo largo del año, pero su crecimiento anual, en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, repitió el 3,1% registrado en 2005, inferior, por lo tanto, al aumento real del PIB. Como consecuencia de ello, la productividad aparente del factor trabajo mejoró algo, con un aumento del 0,8%, el doble que en el ejercicio prece-

dente. Pero dicho avance se debe exclusivamente a la evolución de la industria, que incrementó fuertemente su actividad, sin alterar sustancialmente su nivel de empleo medio. En los grupos de actividad restantes, las ganancias de productividad fueron inexistentes.

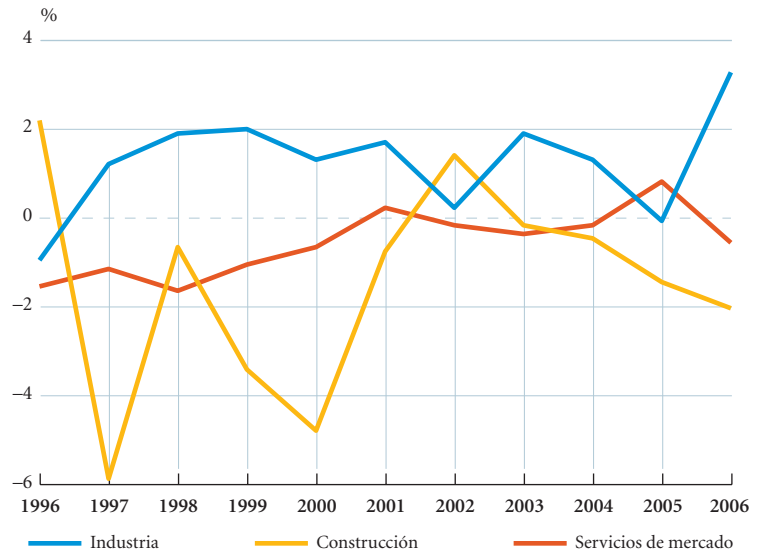
Cabe destacar, por último, que la remuneración de asalariados aceleró su tasa de crecimiento hasta el 6,8%, siete décimas más que en 2005, debido principalmente al aumento de la retribución media por asalariado. En la misma línea, el coste laboral por unidad de producto aceleró su crecimiento al 2,7%, cinco décimas más que en 2005.

Comportamiento dispar en los servicios. Los de no mercado desaceleran su ritmo de avance.

Mejora la productividad aparente del trabajo, debido únicamente al comportamiento de la industria.

SUSTANCIAL MEJORA DE LA PRODUCTIVIDAD EN LA INDUSTRIA

Variación del PIB por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo



FUENTES: INE y elaboración propia.

Mercado de trabajo

Crece el empleo y cae el paro

Los datos de la encuesta de población activa (EPA), referidos al cuarto trimestre de 2006, se enmarcan en la excelente coyuntura que está viviendo el mercado de trabajo. En el trimestre citado, se superó la cifra histórica de veinte millones de ocupados, cerca de un 3,6% más que en el mismo periodo de 2005. El crecimiento de la ocupación permitió absorber el importante aumento de la población activa (3,1%) y reducir, además, en un 1,7% el desempleo estimado. Debido a este avance, la tasa de paro cayó al 8,3%, la más baja en un cierre de ejercicio desde 1979.

A pesar del excelente balance indicado, la tasa de crecimiento interanual del em-

pleo se desaceleró gradualmente en el transcurso de 2006, partiendo –hay que tenerlo en cuenta– de las elevadas tasas de 2005. No obstante, esta tendencia acabó moderándose en el último trimestre, periodo en el que el ritmo de crecimiento anual disminuyó tan sólo una décima en comparación con el relativo al trimestre anterior.

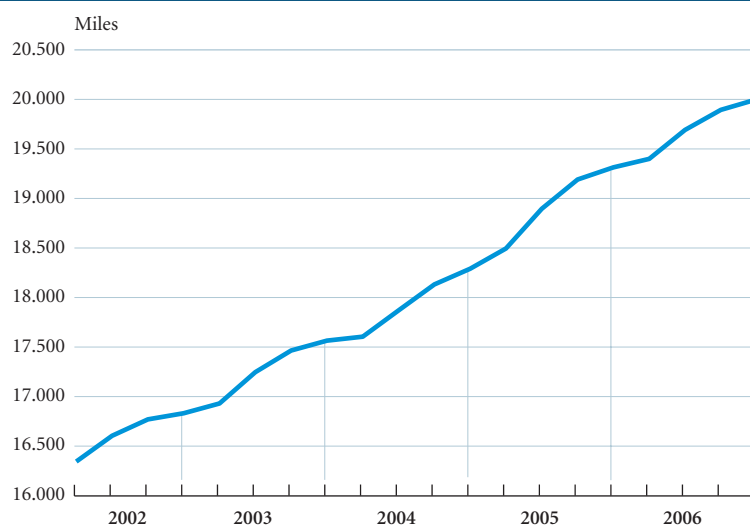
El total de afiliados a la Seguridad Social mostró en el transcurso de 2006 una evolución similar, observándose incluso una ligera aceleración del crecimiento de las afiliaciones en los meses finales, que se ha prolongado, de momento, hasta enero de 2007. El total de afiliados creció en dicho mes un 3,5% interanual, una décima más que en diciembre y dos por encima de la media del cuatro trimestre. Desde el pun-

El empleo registra un sólido avance en 2006 y la tasa de paro cae al 8,3% al final de año.

Se acelera ligeramente el crecimiento del total de afiliados a la Seguridad Social en los últimos meses.

EL NÚMERO DE OCUPADOS SOBREPASA YA LOS 20 MILLONES

Ocupados estimados por la encuesta de población activa



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	Enero
Afiliados a la Seguridad Social								
Asalariados	2,7	4,8	4,7	6,3	5,3	3,9	3,5	3,7
<i>Industria</i>	-0,5	-0,5	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,2	1,3
<i>Construcción</i>	5,6	8,6	8,7	11,0	9,5	7,5	6,8	6,5
<i>Servicios</i>	3,9	5,7	5,2	6,6	5,8	4,6	4,0	4,0
No asalariados	3,2	2,6	2,2	2,3	2,2	2,1	2,2	2,3
Total	2,8	4,4	4,3	5,5	4,8	3,6	3,3	3,5
Población ocupada (*)	3,9	5,6	4,1	4,9	4,2	3,7	3,6	-
Puestos de trabajo (**)	2,6	3,1	3,1	3,2	3,1	3,0	3,0	-
Contratos registrados (***)								
Indefinidos	11,8	8,7	41,1	25,6	16,1	46,6	76,8	59,9
Temporales	11,4	4,6	4,7	13,7	5,5	0,5	0,5	6,5
Total	11,5	5,0	7,9	15,0	6,4	4,1	7,3	12,3

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

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

(***) En el INEM.

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

Se crean 546.000 empleos netos en 2006 y más de cinco millones en los últimos diez años.

to de vista sectorial, el hecho más destacado es el despegue de las altas correspondientes a la industria. El total de afiliados de dicho sector creció un 1,3% interanual en enero, dejando atrás el estancamiento que lo atenazó en el transcurso de 2006. La construcción y los servicios mantuvieron, a su vez, un fuerte ritmo expansivo (6,5% y 4,0%, respectivamente).

En el conjunto del año (del cuarto trimestre de 2005 al cuarto de 2006) se crearon cerca de 546.000 empleos netos, en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, según la contabilidad nacional trimestral –la EPA, con un enfoque distinto, cifra el aumento de las personas ocupadas en 687.600, con una participación de la población extranjera próxima al 60%–.

En los últimos diez años, la economía española ha generado más de 5,3 millones de empleos netos (en términos de la contabilidad nacional), con un ritmo de cre-

cimiento anual del 3,4%, sólo 0,4 décimas inferior al crecimiento medio del PIB. Casi un 26% del empleo generado en dicha década lo absorbió el sector de la construcción (que duplicó con creces su nivel de ocupación), cerca del 67% se dirigió a los servicios y en torno al 7% a la industria, a pesar del bache que sufrió este último sector en la etapa reciente.

Al final de 2006, la tasa de empleo (porcentaje de empleados sobre la población de 16 a 64 años) alcanzó el 66,2%, superando incluso el objetivo previsto para 2010 en el Plan Nacional de Reformas de España. No obstante, la tasa de ocupación femenina se situaba todavía en el 54,8% (4,3 puntos más que un año antes), quedando claramente por debajo de la correspondiente al colectivo masculino (77,4%, dos puntos más que en 2005). Las comunidades autónomas con niveles de ocupación más altos son Madrid, Navarra y Cataluña, con tasas de empleo que rozan el 72%, y en el extremo opuesto se

La tasa de empleo total sobrepasa el 66% al final de 2006, pero la correspondiente a la población femenina no alcanza aún el 55%.

EMPLEO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2006

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	921,8	8,7	1,0	-85,0	-8,4	4,6
No agrarios	19.080,0	97,4	0,5	772,6	4,2	95,4
<i>Industria</i>	3.319,8	31,7	1,0	31,3	1,0	16,6
<i>Construcción</i>	2.623,2	33,1	1,3	200,4	8,3	13,1
<i>Servicios</i>	13.137,0	32,6	0,2	540,9	4,3	65,7
Por empleadores						
Sector privado	17.093,8	101,8	0,6	647,5	3,9	85,5
Sector público	2.908,0	4,4	0,2	40,0	1,4	14,5
Por situación profesional						
Asalariados	16.466,1	100,2	0,6	624,4	3,9	82,3
<i>Contrato indefinido</i>	10.897,4	192,9	1,8	406,1	3,9	54,5
<i>Contrato temporal</i>	5.568,7	-92,7	-1,6	218,3	4,1	27,8
No asalariados	3.524,2	7,3	0,2	78,0	2,3	17,6
<i>Empresarios empleadores</i>	1.087,8	-6,6	-0,6	58,3	5,7	5,4
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.195,4	28,1	1,3	43,8	2,0	11,0
<i>Ayudas familiares</i>	241,0	-14,2	-5,6	-24,1	-9,1	1,2
Otros	11,4	-1,4	-10,9	-15,0	-56,8	0,1
Por tiempo de ocupación						
A tiempo completo	17.628,2	-14,2	-0,1	629,2	3,7	88,1
A tiempo parcial	2.373,6	120,4	5,3	58,3	2,5	11,9
Por sexos						
Varones	11.831,3	-28,1	-0,2	281,7	2,4	59,2
Mujeres	8.170,5	134,3	1,7	405,8	5,2	40,8
TOTAL	20.001,8	106,1	0,5	687,6	3,6	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

sitúan Extremadura, Andalucía y Asturias, con tasas inferiores al 60%.

No hay duda que la alta tasa de temporalidad constituye un problema importante en la evolución del mercado de trabajo español. ¿Se ha avanzado significativamente en la corrección de dicha anomalía? En principio, tras las medidas de estímulo adoptadas el año pasado, se produjo una aceleración del crecimiento del total de asalariados con contrato indefinido en el último trimestre de 2006. Pero a pesar de ello, la ratio de temporalidad sólo dis-

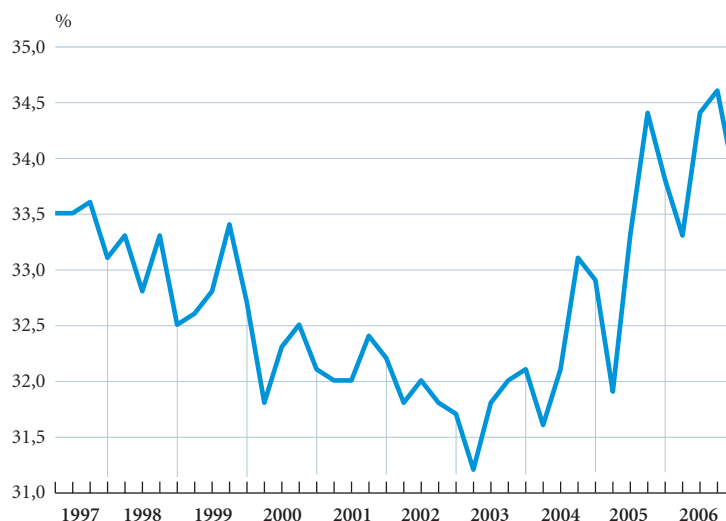
minuyó ocho décimas con respecto al trimestre anterior, situándose en el 33,8%, el mismo nivel que al final de 2005, como puede apreciarse en el gráfico siguiente.

La segmentación del mercado de trabajo español –la precariedad del empleo del tercio aludido de la población ocupada contrasta con el mayor blindaje del resto– ha centrado de nuevo las críticas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, que en su último informe *Going for growth 2007* aboga, entre otras medidas, por una mayor flexibili-

Un tercio de los empleos son todavía de carácter temporal.

LA PROPORCIÓN DE EMPLEOS TEMPORALES SIGUE SIENDO MUY ELEVADA

Trabajadores con contrato temporal sobre el total de asalariados



FUENTES: INE y elaboración propia.

La tasa de paro femenina casi dobla a la masculina.

dad en las condiciones de los contratos fijos.

Con todo, en los inicios de 2007, se mantiene la tendencia al alza de los contratos de carácter fijo. En enero, se suscribieron más de 255.400 contratos de dicha naturaleza, la cifra mayor de toda la serie histórica, con un aumento de casi el 60% sobre el mismo mes del año anterior. Cerca de un 77% de ellos fueron suscritos a tiempo completo, con crecimientos interanuales bastante similares en dicha modalidad y en la relativa a tiempo parcial.

La caída del desempleo, aludida al principio, favoreció principalmente a la población activa de nacionalidad española, que en el cuarto trimestre vio reducida su tasa de paro al 7,7% (0,8 puntos menos que un año antes). En cambio, la tasa de paro de la población extranjera se elevó al 12,0%, 1,8 puntos más que en el cuarto trimestre de 2005. Por otra parte, el paro continúa cebándose en mayor proporción en la población con niveles educativos bajos. Entre la población analfabeta, el paro afecta al 16,4% de la población activa y

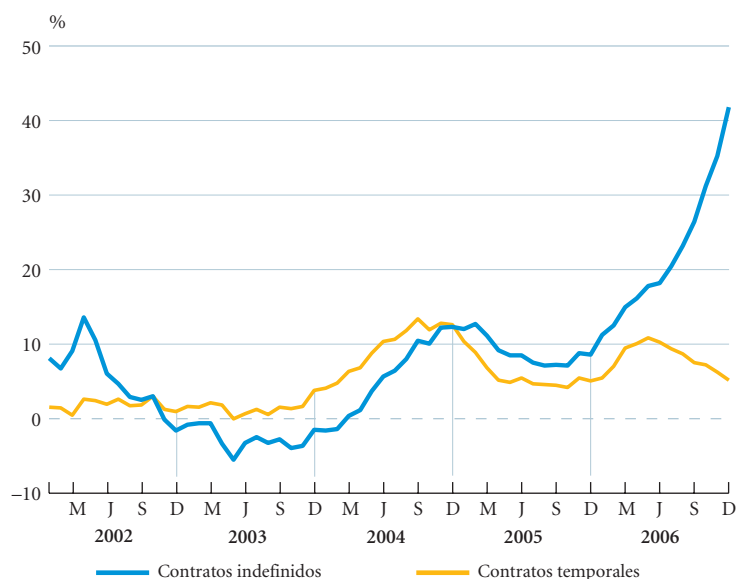
disminuye progresivamente a medida que se avanza en la escala educativa, hasta situarse en el 3,2% en el grupo de doctores.

Por otra parte, el paro disminuyó en proporción bastante similar entre los hombres y las mujeres, pero la tasa de paro femenina (11,4%) casi dobla todavía a la masculina (6,1%). Atendiendo a la distribución por edades, se observa una mayor concentración del paro en los segmentos más jóvenes. Entre los 16 y 19 años afecta al 31,1% de la población, porcentaje que se reduce sensiblemente en edades superiores (se sitúa por debajo del 6% a partir de 45 años).

Desde el punto de vista territorial, Extremadura, Andalucía y Canarias encabezan el ranking de comunidades autónomas con mayores tasas de paro (12,9%, 12,2% y 11,5%, respectivamente), claramente superiores todas ellas a la media nacional. Madrid y Cataluña, con el 6,5% y 6,7% respectivamente, se sitúan por debajo de dicha media, y cierran la lista Cantabria, Aragón y Navarra, con tasas iguales o inferiores al 6%.

LOS CONTRATOS FIJOS CONTINÚAN AL ALZA

Contratos registrados en el INEM: variación del acumulado de los últimos 12 meses con respecto a los 12 meses anteriores



FUENTES: Instituto de Empleo y elaboración propia.

PARO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2006

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro % sobre población activa
		Absoluta	%	Absoluta	%		
Por sexos							
Hombres	763,8	3,5	0,5	-57,4	-7,0	42,2	6,1
Mujeres	1.046,9	42,1	4,2	26,8	2,6	57,8	11,4
Por edades							
Menores de 25 años	434,1	0,9	0,2	-22,2	-4,9	24,0	17,8
Resto	1.376,5	44,6	3,3	-8,5	-0,6	76,0	7,1
Por situación personal							
Paro de larga duración	523,1	2,1	0,4	-34,1	-6,1	28,9	-
Buscan primer empleo	201,8	-8,9	-4,2	-18,5	-8,4	11,1	-
Resto	1.085,8	52,4	5,1	22,0	2,1	60,0	-
TOTAL	1.810,7	45,6	2,6	-30,6	-1,7	100,0	8,3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

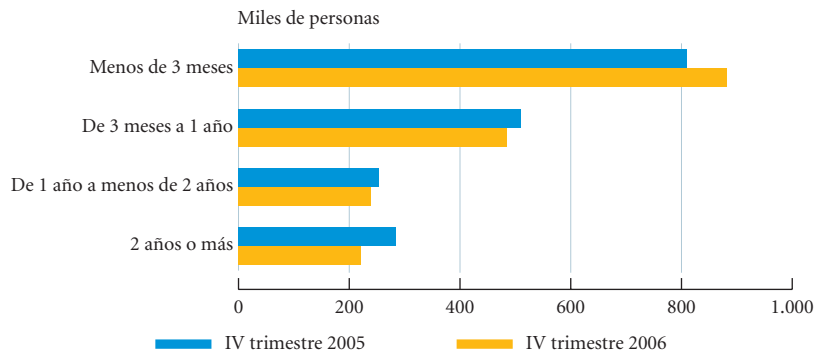
Cabe señalar, por último, en sentido favorable, que el paro se redujo más intensamente entre los parados con mayores tiempos de búsqueda activa de empleo, tal como puede apreciarse en el gráfico

siguiente. También disminuyó significativamente el número de hogares en los que todos sus componentes carecían de empleo.

Se reduce el tiempo medio de permanencia en el paro.

SE REDUCE EL PARO DE LARGA DURACIÓN

Parados según el tiempo de búsqueda activa de empleo



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El paro registrado acentúa la tendencia a la baja

En enero, el paro registrado aumentó en 59.635 personas con respecto al mes anterior. Se trata, no obstante, de un incremento puramente estacional, inferior al de otros años. De hecho, en términos interanuales, continúa el descenso por décimo mes consecutivo. Desde enero de 2006, el paro se ha reducido en cerca de 89.000 personas, acentuándose gradualmente la tendencia a la baja.

En los últimos doce meses, el paro ha disminuido con mayor intensidad en la población masculina (6,4%) que en la femenina (2,6%), y también entre los menores de 25 años (12,0%) en comparación con el resto de edades (2,9%). En este mismo periodo, el paro se ha reducido significativamente en todos los sectores productivos, pero con especial intensidad en la industria (7,0%), en consonancia con la recuperación protagonizada por dicho sector.

Se acentúa la tendencia a la baja del paro registrado.

Precios

El IPC se hace un *lifting*

Año nuevo, vida nueva, o por lo menos hacerse un *lifting*. Eso es lo que le ha ocurrido al índice de precios de consumo (IPC) al principio de 2007. El índice se ha renovado a fin de conseguir una mayor precisión en la medición del nivel de precios y lograr una mayor representatividad de su cobertura. De este modo, el IPC se adapta a los cambios del mercado y de los hábitos de consumo. Con este motivo, y tal como estaba previsto, el viejo IPC con base en 2001 ha dado paso al nuevo con base 2006, que recoge cambios en la composición de la cesta de la compra y unas ponderaciones más actualizadas. Así, han desaparecido de la muestra

algunos artículos como el tejido para confección, cuyo consumo ha dejado de ser significativo, y han entrado otros como servicios de fisioterapia y la operación de cirugía estética o de miopía. Además, se ha ampliado el número de municipios de la muestra hasta 177 (frente a los 141 de la base 2001), con hincapié en los pequeños.

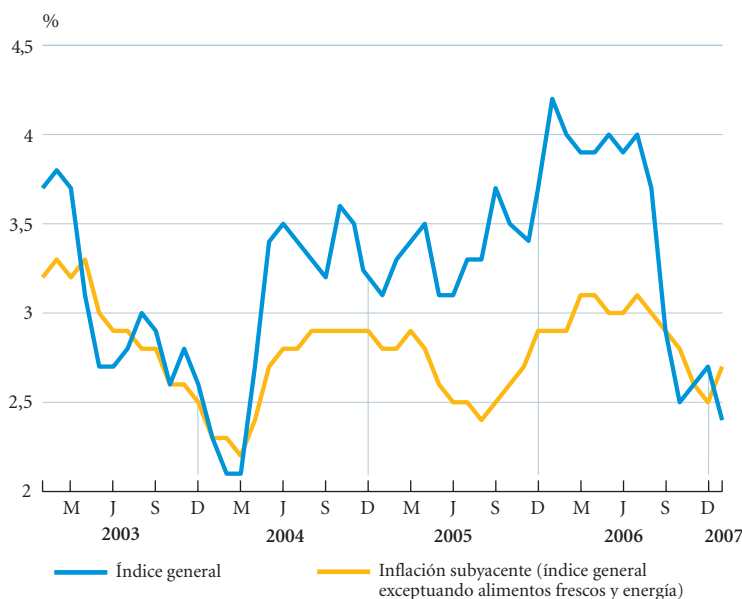
Como si fuera el resultado de la operación de estética, el IPC de enero ha quedado algo más delgado. Concretamente, tres décimas menos que en diciembre en tasa interanual, es decir, un 2,4%. Se trata de la tasa más baja desde marzo de 2004. Sin embargo, esta positiva evolución no fue debida al cambio en la com-

El IPC se adapta a los cambios del mercado y de los hábitos de consumo.

La inflación baja 3 décimas y registra la tasa más baja desde marzo de 2004.

BAJADA DEL IPC A PESAR DEL ALZA DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

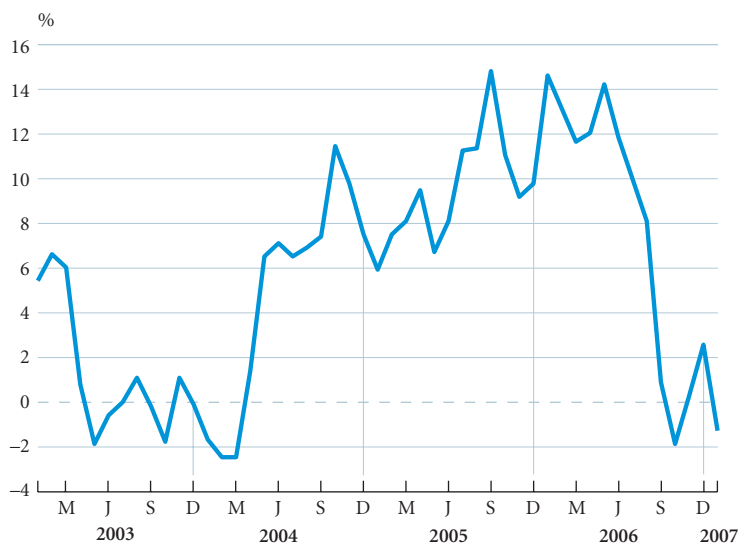
Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

EL DESCENSO DE LOS PRODUCTOS ENERGÉTICOS MODERA EL IPC

Variación interanual del grupo de productos energéticos del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

posición, naturalmente, sino a algunos viejos conocidos, como los productos energéticos y los alimentos. De hecho, sin incluir a estos últimos ni a los alimentos frescos la variación interanual del índice

de precios se eleva hasta el 2,7% (2 décimas más que en diciembre).

Gracias al descenso del precio del petróleo en las primeras semanas del año y a

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2006			2007		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2005	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2006	% variación anual
Enero	-0,4	-0,4	4,2	-0,7	-0,7	2,4
Febrero	0,0	-0,4	4,0			
Marzo	0,7	0,3	3,9			
Abril	1,4	1,8	3,9			
Mayo	0,4	2,1	4,0			
Junio	0,2	2,3	3,9			
Julio	-0,6	1,7	4,0			
Agosto	0,2	1,9	3,7			
Septiembre	-0,2	1,7	2,9			
Octubre	0,4	2,1	2,5			
Noviembre	0,2	2,4	2,6			
Diciembre	0,3	2,7	2,7			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Enero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación anual	
		2006	2007	2006	2007
Por clases de gasto					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	101,6	0,9	0,2	4,4	2,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	106,4	-2,2	5,0	2,7	8,9
Vestido y calzado	94,6	-11,7	-11,7	1,1	1,3
Vivienda	101,8	2,2	1,2	7,8	3,9
Menaje	101,1	-0,4	-0,2	2,2	2,9
Medicina	100,8	0,3	0,2	0,7	1,6
Transporte	98,3	1,5	-0,1	7,9	0,2
Comunicaciones	99,7	0,3	0,5	-1,5	-1,3
Ocio y cultura	98,4	-1,6	-1,8	0,2	-0,8
Enseñanza	103,4	0,2	0,3	3,8	4,6
Hoteles, cafés y restaurantes	102,0	0,6	0,8	4,5	4,6
Otros	102,3	1,5	1,4	3,4	3,8
Agrupaciones					
Alimentos con elaboración	101,5	0,3	1,0	3,7	2,9
Alimentos sin elaboración	103,4	1,0	0,0	5,3	3,5
Conjunto no alimentario	99,9	-0,7	-1,1	4,2	2,2
Bienes industriales	98,1	-1,9	-2,8	4,5	0,6
<i>Productos energéticos</i>	96,2	3,5	-0,3	14,8	-1,3
<i>Carburantes y combustibles</i>	93,9	3,3	-1,3	18,7	-2,9
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,7	-3,6	-3,6	1,4	1,2
Servicios	101,8	0,5	0,6	3,8	3,8
Inflación subyacente (**)	100,7	-1,0	-0,8	2,9	2,7
ÍNDICE GENERAL	100,5	-0,4	-0,7	4,2	2,4

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

unas subidas del gas y la electricidad inferiores a las experimentadas en el primer mes de 2006, la energía tuvo una contribución moderadora del IPC general en enero. Los carburantes bajaron el 4,0% en enero en relación con doce meses antes, bastante menos que la caída del precio del petróleo. Con todo, el conjunto de productos energéticos pasó de un aumento anual del 2,6% en diciembre a una bajada del 1,3% en enero.

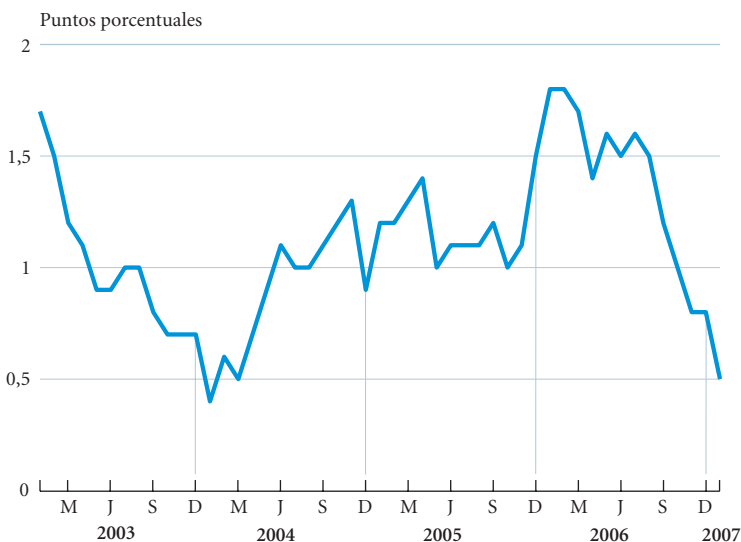
Los alimentos no elaborados también ralentizaron sus precios hasta el 3,5% de

aumento anual, un punto menos que en diciembre. En enero destaca el abaratamiento de la carne de ovino y de ave. Las patatas, no obstante, seguían presentando un alza anual superior al 20%. Asimismo, los alimentos elaborados se desaceleraron gracias a la caída del aceite, aunque el precio del pan ascendió el 5,2% en los doce últimos meses. Por otra parte, es destacable la subida del 6,6% del tabaco en enero, que llevó la tasa interanual hasta el 11,4%, que contrasta con un incremento de sólo el 1,1% en 2006.

Ralentización de los alimentos frescos, aunque las patatas presentan una subida anual de más del 20%.

EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA EUROZONA SE REDUCE HASTA MEDIO PUNTO

Diferencia en la variación interanual del IPC armonizado entre España y la zona del euro



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

Notable recorte del diferencial de inflación respecto a la eurozona.

La inflación de los bienes industriales no energéticos, sometidos a la fuerte presión de la competencia internacional, siguió anclada en el 1,2%. En cambio, se registra una persistencia en el ámbito de los servicios, más resguardados, en general, de las presiones de los mercados exteriores. Así, la inflación anual de los servicios subió levemente hasta el 3,8%.

Sin embargo, las perspectivas para el IPC en los próximos meses siguen siendo de una suave moderación, debida mayormente al efecto de los elevados precios del crudo en la primera mitad de 2006. Más adelante, no obstante, es probable que la inflación remonte hasta un nivel similar al del final de 2006.

La favorable evolución de los precios en enero permite ahora una comparación más favorable con nuestros vecinos de la Unión Europea. En términos armonizados con la inflación también se situó en el 2,4% anual en el primer mes del ejercicio, con lo que el diferencial de inflación con el área del euro se estrechó en enero hasta

0,6 puntos al haberse colocado el aumento de los precios comunitarios en el 1,8%. Este favorable resultado no se registraba desde marzo de 2004. Sin duda, un buen comienzo de año para nuestro IPC.

Desaceleración de los precios mayoristas

Las presiones inflacionistas continuaron moderándose en el conjunto de la economía en los últimos meses de 2006, según lo atestigua el deflactor del producto interior bruto, que aumentó un 3,6% en el último trimestre del año pasado en relación con el mismo periodo del año anterior, frente al 4% del segundo trimestre. Con todo, el nivel de inflación medio todavía es excesivamente elevado, lo que puede comprometer la competitividad de la economía a medio plazo.

En enero, los precios industriales mostraron una notable moderación al bajar su tasa de variación interanual hasta el 2,7%. No obstante, esta bajada se debió

La bajada de los precios petrolíferos y metalúrgicos en enero modera los precios industriales.

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												
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	3,9	
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	1,1	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	0,8	2,4	-5,0	1,0	-	
Octubre	2,3	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	-	
Noviembre	0,7	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	0,2	-5,4	-0,7	2,8	3,6	
Diciembre	-5,8	3,6	2,0	2,6	6,8	2,3	1,2	-2,2	4,1	2,1	-	
2007												
Enero	...	2,7	1,4	2,9	6,3	-1,1	...	...	...	...	...

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

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

en buena parte a la caída de los precios petrolíferos, que motivó que el nivel conjunto de los precios energéticos se situara el 1,1% por debajo de enero de 2006. Los precios de los bienes de consumo también se ralentizaron, gracias a la moderación de los no duraderos. En cambio, los bienes de equipo mostraron un encarecimiento hasta el 2,9%, que sugiere una cierta transmisión de las subidas de los precios intermedios en los meses pasados. No obstante, los precios de los bienes intermedios han aminorado su ritmo de subida en los últimos meses. Así, los precios de productos metalúrgicos pasaron de aumentar el 17,2% en diciembre al 12,6% en los doce últimos meses hasta enero.

Los precios de los bienes importados también presentaron señales de moderación

en diciembre, último mes disponible. Así, el índice de precios de importación según la encuesta del Instituto Nacional de Estadística se elevó el 2,2% en diciembre de 2006 en relación con el mismo mes del año precedente, frente al 7,5% de mayo. Los precios de los bienes de consumo y de equipo, sometidos a la fuerte competencia de los mercados internacionales, apenas ascendieron en el transcurso de 2006 o incluso se colocaron por debajo. Los precios de los bienes intermedios reflejaban que la subida de los precios de las materias primas iba perdiendo intensidad.

Finalmente, los precios mayoristas agrarios disminuyeron el 5,8% en diciembre. Esta caída repercutió en parte en el índice de precios de consumo de enero, como se ha comentado más arriba.

Acusada caída de los precios agrarios en diciembre.

Sector exterior

El déficit comercial alcanza el 9,2% del PIB en 2006 pese a que las exportaciones han mejorado sensiblemente.

El déficit comercial en 2006: nuevo máximo histórico

En 2006, el déficit comercial español alcanzó los 89.700 millones de euros, una cifra equivalente al 9,2% del producto interior bruto (PIB) y un 15,3% mayor a la registrada un año antes. Aunque el montante del desequilibrio exterior sigue siendo muy elevado —de hecho es un nuevo máximo histórico— cabe señalar que es el tercer año consecutivo en que el desequilibrio exterior se desacelera. Además, y esta es una novedad significativa, la exportación se ha recuperado sensiblemente, doblando el aumento registrado un año antes: del 4,8% en 2005 al 10,6% de 2006.

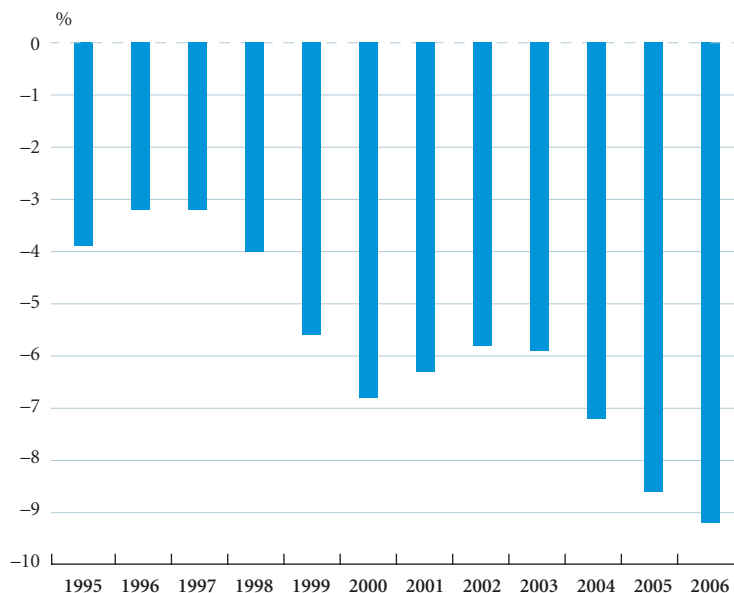
Ciertamente, el fuerte dinamismo de la demanda interna todavía alimenta las im-

portaciones, pero aquí también cabe hacer una lectura parcialmente positiva, toda vez que su ritmo de crecimiento tiende a estabilizarse (12,2% nominal en 2006, 11,7% en 2005). El tirón importador propició, no obstante, que la tasa de cobertura cayese al 65,4%, un punto porcentual menos que en 2005.

Por productos, los rasgos de 2006 más destacables son el importante crecimiento de la exportación de los bienes energéticos, de capital e intermedios energéticos, tres grupos que sumaron avances superiores a los dos dígitos. Este buen resultado es especialmente relevante en el tercero de los grupos anteriores toda vez que representa aproximadamente la mitad de la exportación española. Por lo que

EL DÉFICIT COMERCIAL SUPERA EL 9% DEL PIB

Saldo de la balanza comercial en porcentaje del producto interior bruto



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

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	40.719	26,8	15,7	7.548	19,8	4,4	-33.170	18,5
Bienes de consumo	72.563	8,6	28,0	63.005	7,5	37,1	-9.557	86,8
<i>Alimenticios</i>	14.562	3,8	5,6	19.893	6,5	11,7	5.330	136,6
<i>No alimenticios</i>	58.000	9,8	22,3	43.112	8,0	25,4	-14.888	74,3
Bienes de capital	27.740	1,6	10,7	17.057	14,8	10,0	-10.683	61,5
Bienes intermedios no energéticos	118.538	12,8	45,7	82.261	11,5	48,4	-36.276	69,4
Por áreas geográficas								
Zona del euro	126.681	7,5	48,8	95.465	7,8	56,2	-31.216	75,4
Resto Unión Europea 25	25.007	9,5	9,6	24.037	8,6	14,1	-970	96,1
Rusia	7.343	42,6	2,8	1.510	37,6	0,9	-5.833	20,6
EEUU	8.476	8,3	3,3	7.498	22,9	4,4	-978	88,5
China	14.302	22,9	5,5	815	137,0	0,5	-13.486	5,7
Japón	5.841	-0,5	2,3	1.347	16,6	0,8	-4.494	23,1
Resto Asia	23.559	25,9	9,1	6.743	13,6	4,0	-16.817	28,6
América Latina	22.058	27,0	8,5	4.300	3,8	2,5	-17.759	19,5
OPEP	14.569	28,1	5,6	10.436	29,7	6,1	-4.134	71,6
Resto	11.723	-7,7	4,5	17.722	10,5	10,4	5.999	151,2
TOTAL	259.559	12,2	100,0	169.872	10,6	100,0	-89.687	65,4

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

se refiere a las importaciones, los productos energéticos siguen siendo el grupo más dinámico, ya que superan un crecimiento anual del 26%, seguido de los bienes intermedios no energéticos.

Por zonas geográficas, los intercambios comerciales españoles siguen muy concentrados en la Unión Europea (UE). Concretamente, un 70% de las exportaciones se dirigen a la UE, aproximadamente dos puntos porcentuales menos que en 2005. De los restantes mercados de exportación, los cambios de cuota más significativos son el ascenso de las exportaciones hacia la Organización de Países Exportadores de Petróleo y la pérdida de peso de las exportaciones hacia América Latina. Por lo que se refiere a las zonas de

importación, quizás la tendencia más destacable es el paulatino aumento de la importancia de China.

¿Cuáles son las perspectivas del sector exterior para el año 2007? Los dos factores que subyacen a la importante ampliación del desequilibrio exterior no remitirán sensiblemente en el presente ejercicio. Las previsiones apuntan a que la ralentización económica española será limitada, aunque ciertamente el tirón de la demanda interna se atenuará parcialmente. La pérdida de competitividad exterior acumulada, que está lastrando el rendimiento exportador, tampoco parece que vaya a corregirse apreciablemente. Ello complica que la recuperación exportadora de 2006, fruto principalmente de la expan-

Los bienes energéticos son los que registran los mayores incrementos, tanto de exportación como de importación.

Las perspectivas de 2007 en materia de reequilibrio exterior son, en el mejor de los casos, tibias.

El déficit corriente aumenta cerca de un 40% interanual en los primeros once meses de 2006 debido al empeoramiento de la balanza comercial.

sión europea, vuelva a repetirse con idéntica intensidad en 2007. En definitiva, probablemente seguiremos asistiendo a nuevos máximos históricos de déficit comercial durante los próximos tiempos.

Balanza de pagos: nueva aceleración del deterioro

En los primeros once meses de 2006, el déficit acumulado de la balanza de pagos se situó en los 82.050 millones de euros. Este nivel es un 37,7% superior al existente un año antes y representa una aceleración de cerca de seis puntos porcentuales respecto al acumulado de enero-octubre. De forma similar a lo sucedido en meses anteriores, el principal responsable del desequi-

librio es la ampliación del déficit comercial. Menor importancia tuvo el aumento de los déficit de la balanza de rentas y de la balanza de transferencias y la disminución del superávit de la balanza de servicios.

Por lo que respecta a la balanza de servicios, la disminución del saldo positivo de la rúbrica de turismo, que ya se sitúa en niveles un 4,5% menores a los de idéntico periodo de 2005, se ha combinado con una nueva ampliación del déficit acumulado de la categoría de otros servicios.

En cuanto a la cuenta financiera, las entradas netas en enero-noviembre de 2006 fueron de 103.312 millones de euros, casi duplicando las que se produjeron en el mismo periodo de 2005.

BALANZA DE PAGOS

Noviembre 2006

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo	% variación anual	Saldo	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-74.875	19,8	-81.329	-13.310	19,6
Servicios					
<i>Turismo</i>	24.451	-4,5	25.210	-1.657	-6,2
<i>Otros servicios</i>	-4.978	49,2	-5.377	-1.702	46,3
Total	19.473	-12,6	19.833	-3.359	-14,5
Rentas	-19.918	25,9	-21.303	-3.931	22,6
Transferencias	-6.730	91,9	-6.307	-4.212	201,1
Total	-82.050	37,7	-89.106	-24.812	38,6
Cuenta de capital	4.104	-32,7	5.975	-1.771	-22,9
Balanza financiera					
Inversiones directas	-43.094	-	-50.266	-42.514	-
Inversiones de cartera	183.738	282,3	193.563	137.174	243,3
Otras inversiones	-37.332	-	-35.327	-42.434	-
Total	103.312	80,8	107.969	52.225	93,7
Errores y omisiones	-3.452	61,8	-2.215	-780	54,3
Variación de activos del Banco de España	-21.914	-	-22.624	-24.863	-

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.

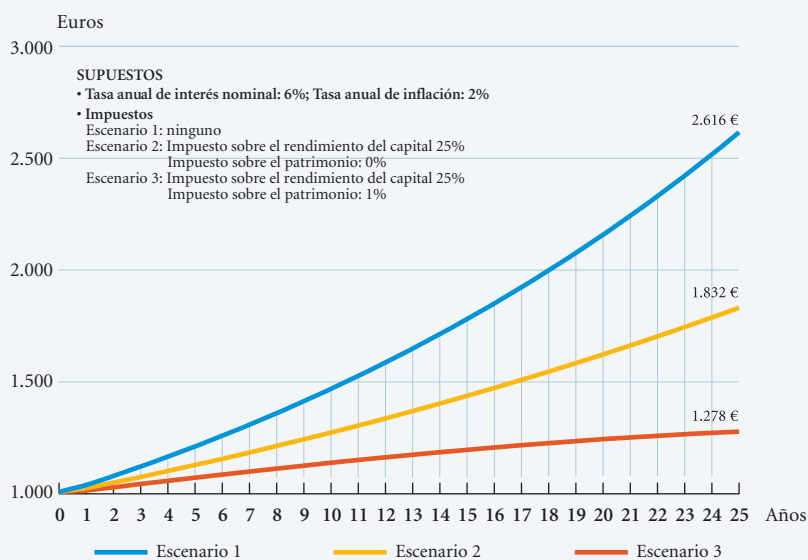
Malas noticias sobre los impuestos al ahorro

Un amplio abanico de impuestos afectan al ahorro. Los más obvios son aquellos que gravan el patrimonio o sus rendimientos: intereses, dividendos o ganancias del capital. Pero hay otros, como por ejemplo los impuestos sobre los beneficios empresariales, que no dejan de ser rendimientos del ahorro, o sobre las herencias, que no dejan de ser patrimonios de personas fallecidas. Todos ellos introducen importantes distorsiones en las decisiones de consumo y ahorro y en las decisiones de inversión entre distintos tipos de activos. A renglón seguido, las repasamos.

En primer lugar, los impuestos sobre el ahorro alteran el nivel de consumo futuro al que podemos aspirar cuando sacrificamos consumo presente. Dicho de otra manera, reducen el precio relativo entre el consumo presente y el consumo futuro. El ejemplo de una persona que decide ahorrar 1.000 euros nos servirá para ilustrar la importancia de este efecto. Supongamos que esta persona tiene acceso a una inversión con una tasa de retorno anual del 6% en términos nominales. Con una inflación del 2% anual y si no tuviera que pagar impuesto alguno sobre los rendimientos del ahorro, tendría a su disposición 1.470 euros al cabo de 10 años (a precios cons-

LOS IMPUESTOS SOBRE EL AHORRO ALTERAN DE MANERA SIGNIFICATIVA LOS RENDIMIENTOS A LARGO PLAZO

Evolución del poder adquisitivo de un ahorro de 1.000 euros durante 25 años (a precios constantes)



FUENTE: Elaboración propia.

tantes de hoy). Si, en cambio, tiene que hacer frente a un impuesto del 25% sobre los rendimientos anuales, sólo dispondrá de 1.275 euros, un 13% menos. Esta distorsión crece a medida que se alarga el plazo del ahorro (es del 30% al cabo de 25 años, por ejemplo) como consecuencia del efecto del interés compuesto, especialmente si al impuesto sobre rendimientos se le suma un impuesto sobre el patrimonio (ver gráfico adjunto). Por ello, los impuestos sobre las rentas del capital penalizan especialmente el ahorro a largo plazo.

Una amplia variedad de estudios teóricos y empíricos subrayan que esta distorsión intertemporal tiene unas consecuencias considerablemente negativas. Al desincentivar la acumulación de capital, los impuestos sobre el ahorro disminuyen notablemente el *stock* de capital por trabajador a largo plazo, lo cual reduce su productividad y el nivel de salarios. Los estudios empíricos han tendido a confirmar que una disminución de la tasa de retorno después de impuestos reduce el nivel de ahorro. Algunas teorías van más allá y apuntan a este tipo de distorsiones como la razón principal de la variación entre países de los niveles de renta por habitante.

La falta de neutralidad de los impuestos sobre el ahorro –con diferentes niveles de imposición según el activo– también distorsiona la asignación de recursos entre distintos tipos de capital. La inversión en una empresa que está sujeta al impuesto sobre beneficios está especialmente penalizada. En este caso, los rendimientos tributan primero por Impuesto de Sociedades (cuyo tipo general está en España al 32,5%) y, en segundo término, si la compañía decide distribuir dividendos, según el trato de éstos en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), cuyo gravamen es del 18% en España. Si la compañía no distribuye dividendos, esto aumentaría el valor de las acciones y en el momento de su venta el ahorrador también debería pagar por las correspondientes plusvalías de capital (un 18% en España). Aunque las leyes fiscales, por lo general, introducen medidas para paliar esta doble imposición (como, por ejemplo, en el caso español), en la mayor parte de los casos ésta no se elimina totalmente.

Algunas inversiones, en cambio, disfrutan de condiciones fiscales muy ventajosas. Un caso claro en España es la inversión en vivienda. Primero, porque los servicios que proporciona a su dueño (que son como una renta en especie equivalente al interés que paga una inversión) no están sujetos a gravamen. Segundo, porque las cuotas hipotecarias son deducibles del impuesto sobre la renta. Y tercero, porque las ganancias de capital en el momento de venta de la vivienda tienen un trato muy favorable (incluyendo la exención en varios casos, por ejemplo para mayores de 65 años). Como resultado de estas normas se tiende a producir una sobreinversión en vivienda con relación a otros activos.

En la última década ha habido una tendencia a nivel mundial a rebajar la imposición sobre el ahorro (y aumentar los impuestos al consumo). Algunos observadores han apuntado que esto ha sido fruto de una competencia a la baja para atraer inversiones internacionales y evitar la fuga de capital. Sin duda, ese puede haber sido un factor. Pero esta dinámica también se puede interpretar como el proceso por el cual los responsables de política económica trasladan a la realidad las conclusiones de los economistas. Al fin y al cabo, los impuestos sobre el trabajo también se han reducido en muchos países siguiendo las advertencias de los economistas sobre los efectos adversos que tienen en la oferta de trabajo y la acumulación de capital humano.

En España, la reciente reforma fiscal ha introducido algunas mejoras en la imposición sobre el ahorro, pero no ha supuesto una rebaja sustancial de la presión fiscal que soporta. Un aspecto en el que claramente se ha avanzado es el de la neutralidad, con la introducción de un tipo de gravamen único del 18% en el IRPF para las rentas del ahorro, independientemente del plazo de generación. Sin embargo, el sistema impositivo queda lejos de ser neutral en un sentido amplio pues las distorsiones expuestas más arriba continúan vigentes. Además, el tipo impositivo del 18% supone un aumento de impuestos para las ganancias de capital a largo plazo, que tributaban

anteriormente al 15%. La reforma ha introducido una cantidad mínima de rendimientos del ahorro exenta de impuestos, lo cual tiene efectos positivos sobre la equidad pero poco importantes sobre la eficiencia porque el impacto sobre los contribuyentes que aportan la mayoría del ahorro es insignificante. La reducción del tipo impositivo en el Impuesto de Sociedades es también una buena noticia para el ahorro, aunque la eliminación de deducciones supone que la presión fiscal no se reduzca de forma significativa.

Aunque todos los impuestos (al menos, los usados en la práctica) introducen distorsiones, algunas son más costosas que otras en términos de eficiencia. Las distorsiones intertemporales asociadas a los impuestos sobre el ahorro son especialmente perniciosas, reduciendo la productividad y los salarios a largo plazo. Así pues, aunque estos impuestos son atractivos desde el punto de vista de la equidad –porque los ricos pagan más– también nos hacen a todos algo más pobres.

Ahorro y financiación

La financiación al sector privado se acelera en 2006

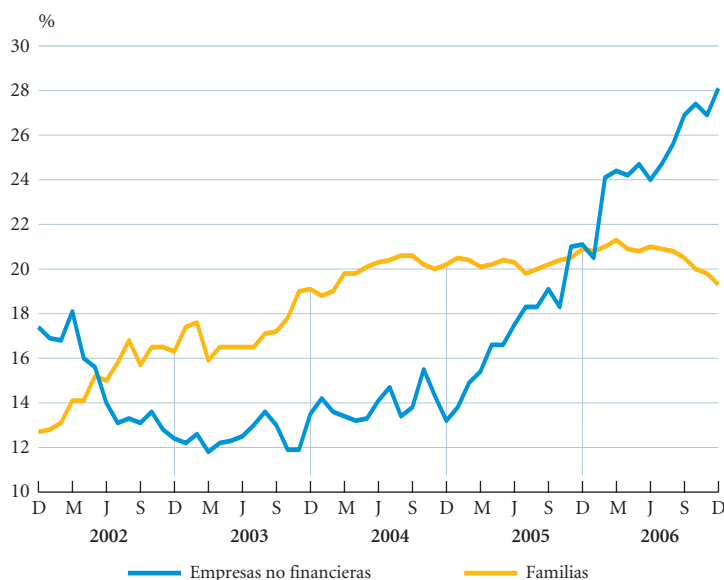
Los tipos de interés de los créditos experimentaron una notable subida en 2006, transmitiendo el giro alcista iniciado por el Banco Central Europeo en diciembre de 2005. El tipo de interés promedio de los préstamos y créditos al sector privado se situó en el 5,10% en diciembre de 2006, 117 puntos básicos más que en el mismo mes del año precedente. Por su parte, el euríbor a un año, el principal índice de referencia del mercado hipotecario alcanzó el 3,92% en diciembre, con un incremento anual de 114 puntos básicos. En enero continuó ascendiendo hasta el 4,06%, el nivel más alto desde el mes de agosto de 2001.

A pesar de la subida de los tipos de interés, la financiación al sector privado se aceleró en 2006 y alcanzó un 24,1%, el ritmo de crecimiento anual más alto desde, por lo menos, mediados de los noventa. La favorable coyuntura económica y unos tipos de interés relativamente bajos en términos reales (descontando la inflación) contribuyeron a la expansión de la financiación. No obstante, cabe distinguir un comportamiento diferencial entre las empresas y las familias. Mientras que la financiación de las sociedades no financieras anotó la tasa de variación anual más alta de la última década, el 28,1%, el crédito dirigido a los hogares se moderó ligeramente hasta un crecimiento anual del 19,3%.

Notable incremento de los tipos de interés bancarios en los últimos meses.

LA FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS CRECE AL RITMO MÁS ELEVADO DE LA ÚLTIMA DÉCADA EN 2006

Variación interanual de la financiación



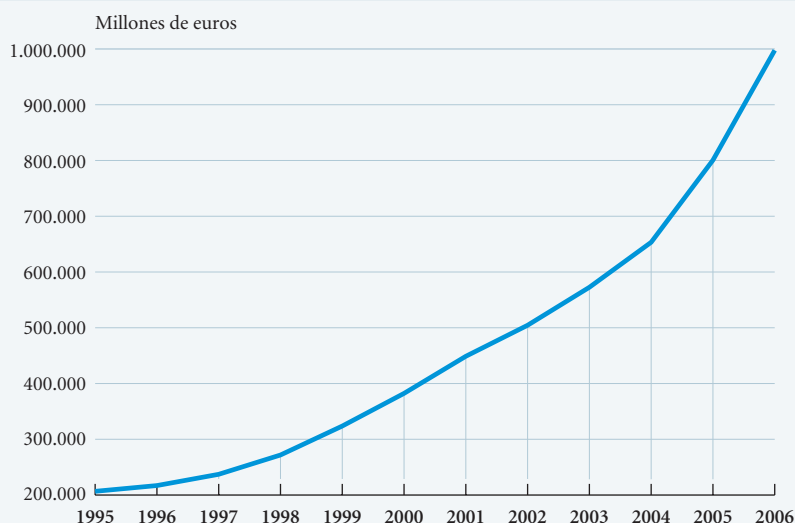
FUENTE: Banco de España.

¿Se han endeudado demasiado las empresas españolas?

Las empresas españolas han aprovechado el último periodo de fuerte crecimiento y bajos tipos de interés para avanzar en sus objetivos estratégicos: una mayor masa crítica, ampliación de su capacidad de acceso a nuevos mercados, desarrollo de nuevos productos, etc. Esto se ha conseguido mediante operaciones corporativas de adquisición de otras compañías o a través de un crecimiento orgánico. En ambos casos, ha supuesto un incremento de su nivel de endeudamiento.

LA DEUDA DE LAS EMPRESAS SE DISPARA

Saldo vivo de financiación a las sociedades no financieras



FUENTE: Banco de España.

Este espectacular aumento de la financiación a empresas abre diversos interrogantes:

- ¿El nivel de endeudamiento de las empresas españolas ha alcanzado un nivel excesivo?
- ¿El inicio de subidas de tipos de interés representa un aumento problemático de su carga financiera?
- Y finalmente, tras las fuertes inversiones, ¿se ha agotado la capacidad de nueva inversión empresarial?

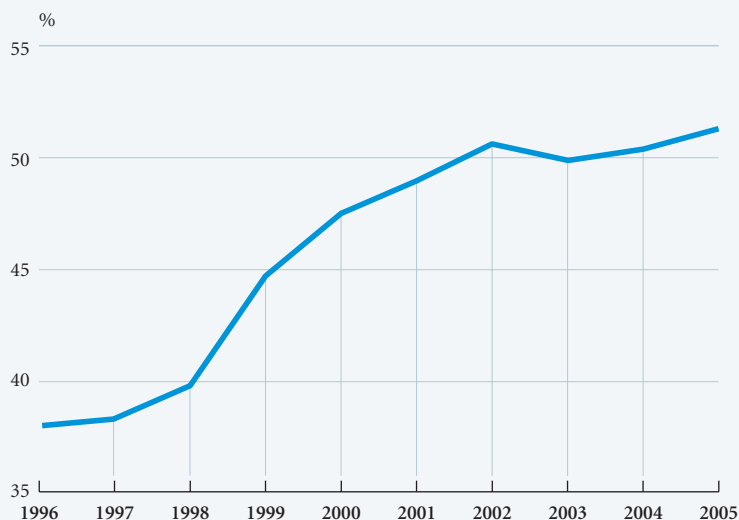
En España contamos con varias fuentes complementarias para formar una opinión sobre estas cuestiones. En primer lugar, la Central de Balances (CB) del Banco de España tiene como cometido principal recopilar y mantener información económica-financiera sobre la actividad de las empresas no financieras españolas. Su muestra recoge resultados de empresas individuales residentes, tanto cotizadas como no cotizadas.

Según la CB, el saldo vivo de financiación a las sociedades no financieras se ha multiplicado casi por cinco desde 1995, alcanzando la cifra de un billón de euros, que representa un 104,2% del PIB de España. Además, en esta cifra no se recogen las emisiones de activos de renta fija de las compañías. Este dato confirma la percepción de que el crecimiento empresarial ha implicado un aumento del endeudamiento.

Sin embargo, para hacernos una idea de la ratio de endeudamiento, es más interesante dividir los recursos ajenos por el pasivo remunerado. Esta ratio ha pasado de niveles inferiores al 40% a estar por encima del 50%.

LAS EMPRESAS SE ADAPTAN A LA ESTABILIDAD ECONÓMICA

Ratio de endeudamiento: recursos ajenos con coste sobre pasivo (*)



NOTA: (*) Recursos propios, recursos ajenos a largo plazo y financiación a corto plazo con coste.

FUENTE: Banco de España.

Las empresas se han adaptado a las nuevas condiciones financieras que proporciona la eurozona: estabilidad macroeconómica y bajos tipos de interés. Han ajustado su estructura de capital para beneficiarse de unos mercados de crédito más líquidos y profundos. Por este motivo, es importante comprobar la capacidad de hacer frente a este endeudamiento a través de la rentabilidad generada. El mantenimiento de la rentabilidad ordinaria del activo neto en niveles elevados del 8% y la caída del coste financiero en los años noventa por la convergencia de tipos de interés ha implicado un aumento del diferencial entre rentabilidad y coste financiero del 5%. Estas condiciones son favorables para nuevos proyectos de inversión.

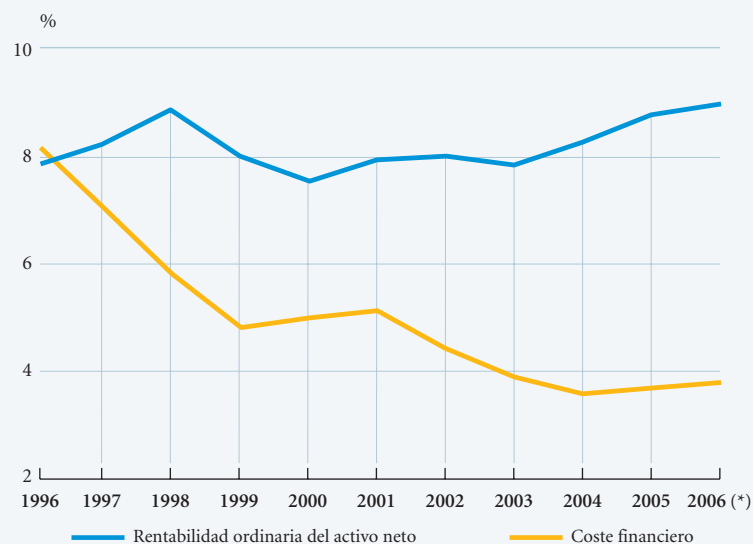
De todas formas la Central de Balances tiene sus limitaciones a la hora de recoger la evolución de la actividad empresarial. Así, la muestra cubre entre un 25% y un 30% del valor añadido bruto de este sector económico. Esto implica que una gran operación financiera de un grupo multinacional, por ejemplo, puede pesar excesivamente sobre el conjunto.

A pesar de ello, la Central de Balances es muy útil para analizar los resultados de las empresas españolas, teniendo en cuenta, sobre todo, los ingresos y gastos financieros, la rentabilidad que obtienen las empresas y las partidas contables de extraordinarios. Todos estos factores condicionan los dividendos que van a distribuir y por lo tanto constituyen una información esencial.

Es interesante además, contrastar la información anterior con la evolución de las compañías que cotizan en el IBEX 35. Dos ratios pueden ser útiles para calibrar el nivel y la calidad del endeudamiento de las empresas.

DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD CRECIENTE

Rentabilidad del activo y del coste financiero



NOTA: (*) Dato extraído de la Central de Balances Trimestral.
FUENTE: Banco de España.

La primera es la ratio Deuda / EBITDA, acrónimo de «Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization»: resultado bruto de explotación antes de deducir la carga financiera, las amortizaciones o depreciaciones y el impuesto de sociedades. Se trata de una relación que indica cuantos años se necesitan para repagar la deuda utilizando el resultado bruto de explotación. La segunda ratio es EBITDA / gasto de intereses, que nos indica si su resultado bruto de explotación permite hacer frente al pago de los intereses de la deuda empresarial.

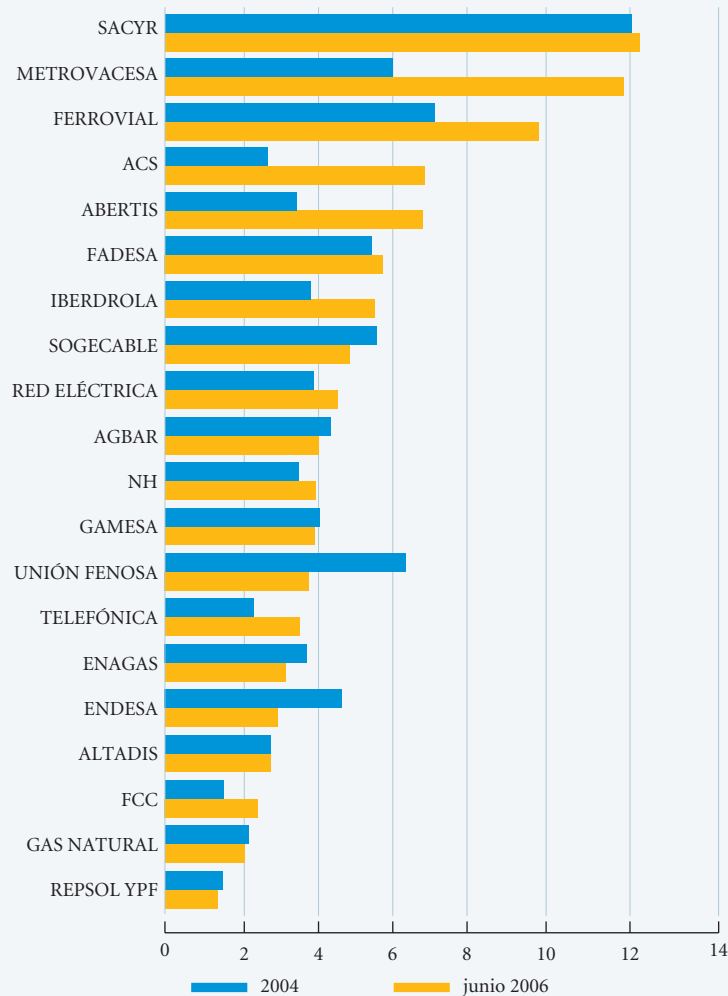
La ratio Deuda / EBITDA ha aumentado sobre todo en el sector construcción e inmobiliario. Éste ha diversificado sus actividades durante los últimos años mediante adquisiciones. Por lo general, las agencias de rating consideran que esta ratio debería ser inferior a 3 para compañías industriales e inferior a 5,2 para compañías de los sectores eléctrico y construcción e inmobiliario, para obtener una calificación crediticia del tipo «investment grade», es decir, de elevada calidad crediticia.

Respecto a la ratio EBITDA / gasto de intereses, las agencias de rating suelen considerar que un nivel superior a 4 para las compañías industriales y de 2,7 para las eléctricas es suficiente para ser descrito con un perfil crediticio de alta solvencia. En este caso, las compañías del IBEX 35 presentan una ratio elevada que supone un buen colchón de protección frente a subidas de tipos de interés que encarecieran su endeudamiento.

Para ambas ratios, podemos afirmar que las compañías no mantienen unos niveles de apalancamiento financiero excesivos. Por otra parte, las compañías del IBEX 35 siguen beneficiándose de una financiación muy barata. En consonancia con los datos de la CB, se mantiene un importante diferencial entre el nivel del coste de financiación y la rentabilidad alcanzada en sus inversiones. Por lo tanto puede afirmarse que tras el estudio de la información disponible sobre las empresas españolas, ésta es coincidente al apoyar las siguientes conclusiones:

EL NIVEL DE APALANCAMIENTO REFLEJA UN BUEN PERFIL CREDITICIO

Evolución Ratio Deuda / EBITDA (*)



NOTA: (*) Empresas del IBEX no financieras con ratios significativas.
FUENTES: Cuentas financieras de las compañías.

- 1) Las empresas, en general, mantienen un nivel de apalancamiento prudente.
- 2) Las compañías españolas están preparadas para afrontar una subida gradual de tipos de interés que encareciera la financiación de su endeudamiento. Las subidas de tipos de interés descontadas por el consenso del mercado en Europa no suponen ningún problema y no tienen por qué impactar en los márgenes empresariales de forma intensa.
- 3) El crecimiento de beneficios y la adecuada gestión del coste financiero crea condiciones favorables para nuevos proyectos de inversión.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Diciembre 2006

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	85.366	10.005	13,3	10.005	13,3	5,7	
Deudores con garantía real (*)	922.980	193.693	26,6	193.693	26,6	61,2	
Otros deudores a plazo	414.601	89.305	27,5	89.305	27,5	27,5	
Deudores a la vista	34.122	6.064	21,6	6.064	21,6	2,3	
Arrendamientos financieros	40.714	5.720	16,3	5.720	16,3	2,7	
Créditos dudosos	10.834	1.203	12,5	1.203	12,5	0,7	
TOTAL	1.508.616	305.988	25,4	305.988	25,4	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Dentro del crédito a las empresas, el comercial, que se destina a la financiación del capital circulante de las empresas, aumentó un notable 13,3% en 2006. Aún mayor fue el incremento de los arrendamientos financieros, del 16,3%, que se destinan para la financiación de la inversión.

La desaceleración del crédito a los particulares fue debida a la ralentización de los préstamos para la vivienda, que pasaron de aumentar el 24,3% en 2005 al 19,9% en 2006. El encarecimiento de las viviendas y el alza de los tipos de interés, contrarrestados sólo parcialmente por el alargamiento de los plazos de las hipotecas, explica esta moderación. En 2007 es previsible que continúe esta tendencia. En cambio, el resto del crédito a los hogares experimentó un ritmo de incremento más alto, en parte debido a la política de las entidades financieras para compensar el menor crecimiento de las hipotecas. No obstante, las nuevas operaciones de crédito al consumo de las familias, para la compra de automóviles, motos, muebles, electrodomésticos, viajes, etc., totalizaron 53.106 millones de euros, con un aumento anual del 10,1%, inferior al anotado en el año anterior (22,9%).

Los créditos dudosos del sector privado ascendieron el 12,5% en 2006 hasta 10.834 millones de euros. No obstante, debido a un superior aumento del volumen crediticio, la tasa de morosidad continuó disminuyendo hasta el 0,72% en diciembre, anotando un nuevo mínimo histórico a pesar de la elevación de los tipos de interés.

Por otro lado, en 2006 las cajas de ahorros continuaron ganando cuota en este segmento del mercado hasta lograr el 47,0% del total al final del ejercicio (9 décimas más que en 2006). La banca tuvo una participación del 43,6%, 4 décimas menos que en 2005, al igual que los establecimientos financieros de crédito, mientras que las cooperativas de crédito perdieron 2 décimas.

Gran crecimiento de los depósitos bancarios en 2006

Las entidades financieras impulsaron la captación de depósitos bancarios en 2006 para financiar la fuerte expansión del crédito mediante campañas comerciales y la diversificación de los productos ofrecidos. El aumento de la remuneración de los depósitos también contribuyó a su

Ralentización de las hipotecas para la vivienda en 2006 después de tres años de aceleración.

Expansión del crédito al consumo de las familias en 2006, pero menor que en el año anterior.

La tasa de morosidad cae hasta un mínimo histórico al final de 2006.

Las cajas de ahorros ganan cuota en créditos, pero la pierden en depósitos, al revés que la banca.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Diciembre 2006

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	447.484	51.294	12,9	51.294	12,9	39,4	
A plazo hasta 2 años	246.220	55.700	29,2	55.700	29,2	21,7	
A plazo a más de 2 años	332.776	93.294	39,0	93.294	39,0	29,3	
Cesiones temporales	75.721	2.675	3,7	2.675	3,7	6,7	
Total	1.102.201	202.963	22,6	202.963	22,6	97,1	
Depósitos en monedas no euro	32.717	17.078	109,2	17.078	109,2	2,9	
TOTAL	1.134.918	220.041	24,1	220.041	24,1	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

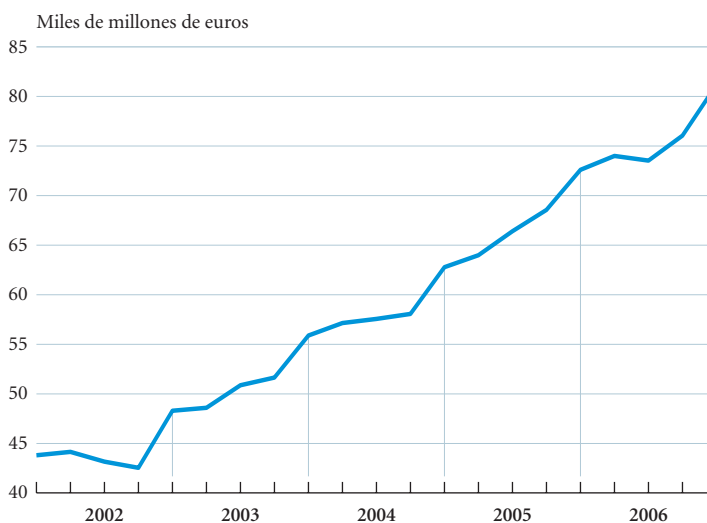
Los depósitos al sector privado aumentan más del doble que en la eurozona.

mayor atractivo. De este modo, los depósitos de las empresas y familias en las entidades de crédito crecieron el 24,1% en el pasado ejercicio, más del doble del crecimiento registrado en el área del euro. Con todo, el aumento de los depósitos fue inferior a la de los créditos, con lo que las instituciones crediticias debieron recurrir mayormente a la emisión de valores.

En 2006 el mayor incremento anual fue anotado por los depósitos en moneda extranjera, al contar con un diferencial de tipos de interés a su favor. No obstante, su participación en el total sólo se elevó hasta el 2,9%. Más de la mitad de los depósitos bancarios son cuentas a plazo. Los constituidos a un plazo a más de 2 años, que gozaban hasta el final del año

EL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES CRECE NOTABLEMENTE EN 2006

Patrimonio total de los fondos de pensiones



FUENTE: Inverco.

de una bonificación fiscal de los intereses del 40%, experimentaron un fuerte aumento del 39,0%. Las cuentas a la vista y de ahorro, por su parte, aumentaron el 12,9%, cerca de la mitad del crecimiento medio, afectadas por una baja retribución.

Por entidades, la participación de la banca en este mercado aumentó en 1,1 puntos en 2006 hasta el 41,4%, recuperando terreno, mientras que las cajas perdieron 9 décimas y las cooperativas de crédito otras 2. No obstante, las cajas seguían teniendo la cuota más alta, del 51,8%.

En enero, y ya vigente el nuevo régimen fiscal para el ahorro, que equipara en términos generales la fiscalidad de los distintos instrumentos financieros, las participaciones de los fondos de inversión mobiliaria continuaron la tónica de los meses anteriores y siguieron produciéndose retiradas netas de dinero. En el primer mes del año las suscripciones netas negativas se cifraron en 974 millones de euros. No obstante, las desinversiones se concentraron en la renta fija a corto plazo, mientras que los fondos de renta variable europea y española, junto con los garantizados de renta fija, registraron una notable demanda. Con todo, el número de partícipes disminuyó ligeramente el 0,6% en el mes. Los fondos de inversión debieron afrontar la fuerte competencia de las nuevas ofertas de depósitos bancarios.

La rentabilidad de los fondos de inversión mobiliaria se situó en el 4,9% en promedio anual en enero, doblando la tasa de inflación. Sin embargo, los rendimientos fueron muy diversos según la categoría. Así, la renta variable nacional encabezó de nuevo la clasificación con unas ganancias del 31,5% y la renta variable de la zona euro del 17,2%. Por el contrario, la renta variable japonesa registró minusvalías del 7,0%.

Otro producto de ahorro que tiene un importante lugar en las carteras de los particulares son los fondos de pensiones. El volumen de sus activos subió hasta 81.200 millones de euros al final de 2006. Esta cifra representa un aumento del 11,4% en los últimos doce meses. Por modalidades, el sistema individual experimentó el mayor incremento anual, del 14,2% hasta 49.909 millones de euros. El número de cuentas de este sistema se elevó el 6,1%. El sistema de empleo, que incluye los de empresa, ascendió el 7,0% hasta 30.165 millones de euros. Finalmente, el sistema asociado, que comprende los de asociaciones profesionales, sindicatos y otros colectivos, aumentó el 11,6% hasta 1.126 millones de euros. La rentabilidad media lograda por los fondos de pensiones en 2006 resultó del 5,2%. Si consideramos los últimos 16 años el rendimiento medio de los fondos de pensiones fue del 6,7%, sensiblemente superior a la tasa de inflación del periodo.

Sigue la tónica de retiradas de dinero en los fondos de inversión mobiliaria en enero.

El rendimiento medio de los fondos de pensiones en los últimos 16 años fue del 6,7%, sensiblemente superior a la tasa de inflación del periodo.

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

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: www.estudios.lacaixa.es

01/2006. What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology Claudia Canals

02/2006. Government Spending and Consumption-Hours Preferences J. David López-Salido and Pau Rabanal

03/2006. Outsourcing and your Collar's Color Claudia Canals

04/2006. The Employment of Older Workers Maria Gutiérrez-Domènech

05/2006. The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis Claudia Canals and Marta Noguera

06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain Maria Gutiérrez-Domènech

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

26. El euro: balance de los tres primeros años Joan Elias (director), Pere Miret, Àlex Ruiz y Valentí Sabaté

27. La ampliación de la Unión Europea. Efectos sobre la economía española Carmela Martín, José Antonio Herce, Simón Sosvilla-Rivero y Francisco J. Velázquez

28. Internet: situación actual y perspectivas Félix Badía

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