

Informe Mensual



NÚMERO 302

¿Es adecuado el nivel de las infraestructuras españolas? Pág. 43

El valor del *stock* de capital público por habitante se ha ido acercando al promedio de la UEM

Cuánto y cómo gastamos: ingredientes para unas infraestructuras productivas Pág. 55

No se trata sólo de invertir mucho en infraestructuras, la calidad y la gestión de las mismas es tan o más importante

Puentes al sector privado: cómo financiar las infraestructuras Pág. 66

La presencia del sector privado puede facilitar una mayor y mejor inversión, a la vez que reducir el coste para contribuyentes y usuarios

La internacionalización de las empresas españolas de construcción e infraestructuras Pág. 61

Las grandes empresas del sector en España obtienen en el exterior una parte cada vez más importante de sus ingresos

Previsiones

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

	2006	2007	2008	2006				2007	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
	Previsiones			Previsiones					
Producto interior bruto									
Estados Unidos	3,3	2,3	2,5	3,7	3,5	3,0	3,1	2,1	2,2
Japón	2,2	1,9	1,8	2,7	2,1	1,5	2,5	2,3	2,0
Reino Unido	2,8	2,5	2,3	2,4	2,7	2,9	3,0	2,8	2,6
Zona del euro	2,8	2,5	2,3	2,2	2,8	2,8	3,3	2,9	2,5
<i>Alemania</i>	2,9	2,3	2,2	1,9	2,8	3,1	3,7	3,3	2,5
<i>Francia</i>	2,0	2,1	2,1	1,3	2,5	1,8	2,2	2,3	1,9
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,2	2,0	2,4	3,7	4,0	3,4	2,0	2,4	1,8
Japón	0,2	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,4
Reino Unido	2,3	2,4	2,1	2,0	2,2	2,4	2,7	2,8	2,5
Zona del euro	2,2	1,9	2,0	2,3	2,5	2,1	1,8	1,9	1,7
<i>Alemania</i>	1,7	1,8	1,8	2,0	1,9	1,6	1,3	1,8	1,7
<i>Francia</i>	1,7	1,4	1,6	1,8	1,9	1,7	1,3	1,2	1,2
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
	Previsiones			Previsiones					
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	3,7	3,5	2,9	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7	3,6
Consumo de las AAPP	4,4	4,4	4,3	4,3	4,4	4,2	4,9	4,2	4,3
Formación bruta de capital fijo	6,3	4,8	4,1	6,3	6,2	6,4	6,4	5,9	5,4
<i>Bienes de equipo</i>	9,7	5,6	5,0	8,6	9,1	9,6	11,4	9,5	8,0
<i>Construcción</i>	5,9	4,8	3,8	5,8	5,8	6,2	5,7	5,4	4,8
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	4,9	4,3	3,7	4,8	4,8	4,8	4,9	4,6	4,4
Exportación de bienes y servicios	6,2	4,3	3,6	9,5	4,9	3,4	7,3	3,1	4,8
Importación de bienes y servicios	8,4	5,4	4,9	11,6	7,3	6,0	8,8	4,5	6,4
Producto interior bruto	3,9	3,7	3,1	3,7	3,8	3,8	4,0	3,9	3,8
Otras variables									
Empleo	3,1	2,8	2,3	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,8
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,0	7,8	9,1	8,5	8,1	8,3	8,5	8,0
Índice de precios de consumo	3,5	2,5	2,6	4,0	3,9	3,5	2,6	2,4	2,4
Costes laborales unitarios	2,6	2,2	2,3	2,3	2,7	2,7	2,8		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,5	-9,3	-9,6	-10,0	-7,8	-8,4	-7,9		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,8	-8,8	-9,2	-9,7	-7,4	-7,8	-6,7		
Saldo público (% PIB)	1,8	1,2	0,9						
MERCADOS FINANCIEROS									
	Previsiones			Previsiones					
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	5,0	5,2	5,0	4,4	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3
Repo BCE	2,8	3,9	4,3	2,3	2,6	2,9	3,3	3,6	3,8
Bonos EEUU 10 años	4,8	4,9	5,3	4,6	5,1	4,9	4,6	4,7	4,8
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,3	4,7	3,5	4,0	3,9	3,8	4,0	4,2
Obligaciones 10 años	3,8	4,4	4,8	3,5	4,0	3,9	3,8	4,1	4,3
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,26	1,37	1,37	1,20	1,26	1,27	1,29	1,31	1,38

INFORME MENSUAL

Mayo 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.

Infraestructuras: cantidad, calidad y precio

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 **Coyuntura internacional**
 - 6 Previsiones FMI
 - 8 Estados Unidos
 - 12 Japón
 - 14 China
 - 16 México
 - 19 Materias primas
- 21 **Unión Europea**
 - 21 Zona del euro
 - 23 Alemania
 - 24 Francia
 - 25 Italia
 - 26 Reino Unido
- 28 **Mercados financieros**
 - 28 Mercados monetarios y de capital
- 38 **Coyuntura española**
 - 38 Actividad económica
- 43 **¿Es adecuado el nivel de las infraestructuras españolas?**
 - 47 Mercado de trabajo
 - 50 Precios
- 55 **Cuánto y cómo gastamos: ingredientes para unas infraestructuras productivas**
 - 58 Sector exterior
- 61 **La internacionalización de las empresas españolas de construcción e infraestructuras**
 - 64 Sector público
- 66 **Puentes al sector privado: cómo financiar las infraestructuras**
 - 68 Ahorro y financiación

Generalmente se da por sentado que la inversión en infraestructuras es una condición necesaria para el progreso de la economía. La construcción de carreteras, ferrocarriles, transporte urbano, puertos, redes de distribución de electricidad, agua y gas, pantanos, instalaciones urbanas y suburbanas, etc., moviliza recursos productivos de muchos sectores de actividad y por sí misma contribuye a elevar la tasa de crecimiento. Pero, además, y más importante, elevar la dotación de infraestructuras puede reducir los precios de determinados productos o servicios como la energía, el agua o el transporte, abaratar los costes productivos de otros sectores económicos, aumentar el tamaño del mercado potencial al alcance de las empresas y suavizar los condicionantes de la localización de las mismas. Desde que Adam Smith pusiera de relieve la trascendencia del tamaño del mercado para el proceso de especialización y crecimiento económico, los estudios sobre el desarrollo y localización industrial han tenido muy en cuenta el papel de las infraestructuras económicas en este proceso.

De todas formas, la relación entre infraestructuras y crecimiento es muy compleja. Los estudios empíricos al respecto experimentaron un notable empuje a finales de los años ochenta cuando se trató de vincular el estancamiento de la economía estadounidense y la caída de su productividad en los setenta y los ochenta con el descenso de la inversión pública en dicha etapa. Sin embargo, por problemas de las estadísticas disponibles y por su complejidad metodológica, los resultados de este tipo de estudios generalmente no consiguen alcanzar conclusiones del todo claras. Por otra parte, la relación entre infraestructuras y crecimiento dista de ser un proceso automático, ya que muchos otros factores entran en juego. Cabe recordar aquí el intenso e inútil programa de inversiones públicas desarrollado por Japón a principios de esta década, mediante el cual se intentó sacar a la economía nipona de su estancamiento o recesión; el resultado fue un aumento en espiral de la deuda pública, sin ningún cambio perceptible en el crecimiento económico.

Es por este motivo que hemos dedicado parte de este Informe Mensual a desarrollar algunas consideraciones sobre la cuestión de las infraestructuras. España ha realizado un esfuerzo considerable en las últimas décadas. La brecha entre el *stock* de capital público por habitante existente en España y el promedio de los países de la zona del euro se ha cerrado en buena medida: si en 1976 la dotación española representaba apenas el 38% de la comunitaria, 30 años después nos colocamos ya en el 90%. Los estudios disponibles apuntan a que la contribución anual de las infraestructuras al crecimiento de la economía estaría en torno a un cuarto y medio punto porcentual. Este esfuerzo inversor va a mantenerse en los próximos años, de acuerdo con el Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte del gobierno español, que abarca hasta el año 2020.

Pero no se trata sólo de cantidad; la calidad es tan o más importante. El diseño, la gestión y los métodos de utilización de las infraestructuras son determinantes a la hora de alcanzar su máxima utilidad social o económica. Carreteras colapsadas, trenes abarrotados o líneas de alta tensión sobreutilizadas son fenómenos que nos resultan familiares y que dadas las inevitables limitaciones existentes quizás se podrían afrontar a través de un adecuado sistema de precios relativos. Otro aspecto interesante es el creciente papel del sector privado en la construcción y explotación de infraestructuras. Un campo en el que un grupo de empresas españolas ha destacado en tiempos recientes, protagonizando algunas de las operaciones corporativas más importantes del continente europeo.

RESUMEN EJECUTIVO

El FMI augura la continuación del fuerte crecimiento mundial y rebaja los riesgos de la previsión.

Un eventual parón de la economía estadounidense no tendría por qué contagiar al resto de la economía mundial.

En este contexto, los mercados financieros se encuentran en una fase de exuberancia que crea preocupación entre las autoridades monetarias.

La economía mundial crece al 5%

No es normal que un organismo tan comedido como el Fondo Monetario Internacional (FMI) emita un informe de perspectivas económicas tan positivo como el difundido a mediados de abril. El diario *Financial Times* titulaba su editorial «El FMI informa sobre un mundo maravilloso». No se trataba de una ironía. Después de cinco años de elevados crecimientos, sin que los desequilibrios subyacentes —aumento de costes, balanzas de pagos— hayan alterado la firme trayectoria ascendente y sin riesgos destacables en el horizonte, el diagnóstico positivo se impone. En el prólogo del informe de primavera, el organismo de Washington reconoce que los riesgos globales persisten, pero también que son algo menores de lo que se pensaba en octubre, cuando se emitió el informe anterior.

Uno de estos riesgos, probablemente el que más preocupa en estos momentos a políticos y economistas, es la crisis inmobiliaria de Estados Unidos. El informe del FMI se pregunta si una intensa desaceleración en la primera economía mundial arrastraría al resto del mundo por el mismo camino. La conclusión del estudio, uno de los puntos más importantes del informe, es que no necesariamente. Tras analizar el ciclo económico de los últimos 40 años, se afirma que las desaceleraciones globales se producen cuando algún acontecimiento afecta a varios países a la vez. Cuando el problema es específico de un solo país, por grande que éste sea, normalmente no hay contagio. El mensaje es que si se aplican las políticas económicas adecuadas el actual ciclo de crecimiento mundial puede durar todavía varios años.

En este contexto, no es extraño que los mercados financieros se encuentren en plena ebullición. El revés experimentado a finales de febrero por las bolsas mundiales ha quedado atrás como una anécdota en el camino alcista de la renta variable. El Dow Jones y otros índices bursátiles han tocado nuevos máximos históricos. Las primas de riesgo de la deuda de los países emergentes volvieron a marcar mínimos históricos en la segunda semana de abril. La prima de riesgo de los bonos empresariales de baja calidad crediticia está en mínimos. La ratio de morosidad de este tipo de bonos es la más reducida en 10 años. Los fondos obtenidos por las empresas en el primer trimestre de 2007 alcanzaron un máximo histórico de 1,5 billones de dólares.

Esta efervescencia financiera produce cierto vértigo. Así lo recoge otro informe del FMI presentado al mismo tiempo que el anterior, el referido a la estabilidad financiera global. El Fondo se une a la preocupación expresada por otros bancos centrales por el masivo aumento de las compras apalancadas de los fondos de capital riesgo. Se estima que estas operaciones han pasado de menos de 50.000 millones de dólares en 2002 a casi 500.000 millones este año. A diferencia de la anterior etapa de auge del capital riesgo, a finales de los ochenta, ahora la mayoría de estas operaciones se financian con créditos bancarios, en un contexto de debilitamiento de la calidad crediticia, y tienen por objeto sociedades fuertemente endeudadas. Un problema en alguna o algunas de estas operaciones podría desencadenar una revisión de los riesgos cuyo alcance afectaría al conjunto del sector bancario.

Hay quien argumenta que el origen de la exuberancia financiera está en el exceso de liquidez global promovido por la laxitud de las políticas monetarias de los últimos años. En todo caso, lo cierto es que, de existir, este exceso debería estar revirtiendo, puesto que las políticas monetarias de los mayores bancos centrales han entrado en una fase de tensionamiento dirigida a situar los tipos de interés oficiales en niveles más neutrales. La Reserva Federal de Estados Unidos parece haber culminado esta trayectoria, el Banco de Japón apenas si ha iniciado su recorrido y el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo están próximos a la meta de llegada. Precisamente, la perspectiva de nuevas alzas en el continente europeo ha seguido apoyando a la libra esterlina y al euro, monedas que han tocado máximos frente al dólar.

El declive de la moneda estadounidense a finales de abril ha estado muy ligado a los débiles resultados de la economía. El crecimiento del producto interior bruto (PIB) en el primer trimestre, un 2,1% interanual, fue inferior al esperado. La demanda de consumo siguió pulsando con vigor y la inversión no residencial fue más positiva que en el trimestre anterior. Pero esta vez el sector exterior restó crecimiento, por la falta de impulso de las exportaciones, mientras que el consumo público también se desaceleró. La construcción, ni que decir tiene, siguió siendo el principal drenaje al crecimiento de la economía, continuando una trayectoria en la que todavía no se ve la luz del final del túnel.

Muy distinto es lo que sucede en el principal foco de crecimiento de los países emergentes, China. El coloso asiático sigue desafiando todas las previsiones y mantiene una expansión que lo encamina con paso firme a ocupar un lugar destacado entre las primeras potencias económicas mundiales. El crecimiento del primer trimestre fue del 11,1%, desbaratando las previsiones de desaceleración. Todo lo contrario. La maquinaria industrial se

muestra imparable y el superávit del comercio de manufacturas con los países desarrollados bate nuevos récords. A principios de abril, Estados Unidos presentó dos quejas formales ante la Organización Mundial de Comercio por el nivel inaceptable de falsificaciones de productos de empresas extranjeras –piratería comercial– y por la imposición de barreras comerciales a libros, películas y música.

En el continente europeo, los excelentes resultados económicos sorprenden a los propios responsables de la economía y las finanzas. En sus previsiones, el FMI cree que la zona del euro crecerá algo más que Estados Unidos en 2007, algo que no sucedía desde hacía seis años. No se vislumbran problemas en el terreno de la inflación. Las tasas de paro han experimentado un notable descenso, especialmente significativo en los casos de Francia o Alemania. El déficit público cayó al 1,6% del PIB en 2006, la mitad del registrado tres años antes. El tirón económico de la eurozona está sustentado fundamentalmente por la locomotora alemana, cuya potencia exportadora parece haberse acrecentado en los últimos tiempos, pero el resto de economías muestran signos de dinamismo propio.

Economía española: crecimiento firme con agujero exterior

Es el caso de la economía española, cuya demanda interna sigue tirando con fuerza del gasto, a la que se suma ahora un mejor tono del sector exterior. El FMI predice un crecimiento del PIB del 3,6% en 2007 (incremento del 3,9% en 2006), una décima menos que el Banco de España y dentro del rango esperado por la mayor parte de analistas. Es decir, el dinamismo se va a mantener a lo largo de este año, si bien dentro de un perfil de desaceleración a partir de las elevadas cotas de crecimiento actuales.

De momento, el ritmo expansivo del PIB no parece menguar. La información pro-

Los principales bancos centrales se encuentran en la fase de tensionamiento de las políticas monetarias.

El euro marca un máximo histórico frente al dólar debido a los débiles resultados de la economía americana...

...todo lo contrario de los resultados de China y en contraste con la favorable marcha de la economía europea.

España participa de la excelente coyuntura del continente, con un notable pulso productivo en la industria, la construcción y los servicios...

...mientras que por el lado de la demanda empiezan a percibirse señales de menor ebullición en el sector inmobiliario.

El sector exterior apenas mejora, siendo ahora las principales causas del deterioro los crecientes pagos por rentas y el aumento de las remesas al exterior. La inversión directa neta en el exterior sigue siendo positiva.

visional disponible del primer trimestre del año apunta a una tasa de crecimiento similar a la de finales de 2006, es decir, del 4%. Desde la perspectiva de la oferta, la industria mantiene el tirón de los últimos meses, con aumentos generalizados en casi todas las ramas productivas. En la construcción, el nivel de actividad se mantiene alto, con una obra civil impulsada por la inversión pública y con un sector residencial que recibe el impulso de las 800.000 viviendas iniciadas en el pasado año. En los servicios, el año ha empezado con un impulso notable, principalmente en transporte, tecnologías de la información y servicios a empresas. El turismo mantiene un pulso muy firme y la distribución comercial apunta a una notable mejora.

Desde la óptica de la demanda, el consumo privado mantiene un crecimiento del 3,5%-4%. La creación de empleo permite un sólido avance de las rentas salariales, mientras que el crédito para la compra de bienes de consumo duraderos, que creció cerca del 12% en 2006, se ha desacelerado ligeramente. En cuanto a la inversión empresarial, casi todos los indicadores tienen un claro signo expansivo. Cabe destacar, por ejemplo, el fuerte incremento de la producción, la importación y las ventas de bienes de equipo. Los datos más recientes sobre la situación financiera de las empresas apuntan a resultados muy positivos en cuanto a resultados de explotación y a niveles de rentabilidad, en un contexto de endeudamiento bancario creciente.

En cuanto a la demanda de viviendas por parte de las familias, se detecta una suave moderación del intenso ritmo expansivo que ha caracterizado la evolución del sector en la última década. Así, las operaciones de compraventa tienden a estancarse mientras que su precio aumenta a un ritmo más pausado que en años anteriores, un 7,2% anual en el primer trimestre, aunque todavía notablemente por encima del índice de precios de consumo (IPC). En esta línea, cabe destacar la notable ralentización del crédito con garantía hipo-

tecario concedido a particulares, el cual ha pasado de crecer a un ritmo anual del 25% a finales de 2005 al 19% en febrero de 2007. La subida de los tipos de interés y el nivel alcanzado por los precios de la vivienda han conseguido enfriar algo la demanda, si bien la creación de empleo y la flexibilidad de la oferta crediticia permiten prever que la desaceleración seguirá un ritmo gradual.

Por lo que se refiere a los precios, la tasa de crecimiento del IPC se mantiene relativamente baja en comparación con los niveles registrados hace un año. En marzo, el crecimiento interanual fue del 2,5%. Si no se producen grandes sorpresas en los precios de los componentes más volátiles del índice, éste podría todavía restar algunas décimas, pero hacia final del año la tasa interanual volverá a niveles próximos al 3%, una vez agotado el efecto de base aportado por los altos precios del petróleo el pasado año.

En cuanto al desequilibrio exterior, es posible constatar una cierta contención del deterioro. Hay que destacar, sin embargo, el hecho de que el déficit por cuenta corriente está cada vez más alimentado por el empeoramiento del componente de rentas –pagos crecientes en concepto de beneficios e intereses del capital extranjero invertido aquí– y por la cada vez más negativa cuenta de transferencias, cuyo deterioro responde a las crecientes remesas que los inmigrantes envían a sus familias. La cuenta de servicios, por su parte, mantiene un comportamiento más neutro, con una cierta mejora de la balanza turística que compensa el retroceso del resto. De todas formas, el déficit total por cuenta corriente, uno de los puntos más criticados por el último informe del FMI sobre la economía española, sigue financiándose sin problemas a través de las entradas de inversión extranjera en cartera (bonos, acciones), que permiten incluso que la inversión española directa en el exterior siga superando a las entradas de inversión extranjera directa en España.

27 de abril de 2007

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**.
- marzo** 8 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 3,75%.
- abril** 13 Publicación en el Boletín Oficial del Estado de la Ley 6/2007 que modifica el régimen de **ofertas públicas de adquisición** (OPA) y que entrará en vigor a mediados de agosto.
20 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (15.080,9) con una ganancia acumulada del 6,6% con relación al final de diciembre de 2006.
26 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un récord histórico (13.105,5) con un alza del 5,2% en relación con el final del año 2006.

AGENDA

Mayo

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
Índice de producción industrial (marzo).
9 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
10 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
11 IPC (abril).
14 Avance del PIB (primer trimestre).
16 Balanza de pagos (febrero).
IPC armonizado de la UE (abril).
22 Ingresos y gastos del Estado (abril). Comercio exterior (marzo).
23 Contabilidad Nacional Trimestral (primer trimestre).
25 Precios industriales (abril).
27 Elecciones municipales y autonómicas.
30 Avance IPCA (mayo).

Junio

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
5 Índice de producción industrial (abril).
6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
13 IPC (mayo).
14 IPC armonizado de la UE (mayo).
15 Balanza de pagos (marzo).
Encuesta trimestral de coste laboral (primer trimestre).
25 Precios industriales (mayo).
28 Avance IPCA (junio).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.

COYUNTURA INTERNACIONAL

El FMI espera un crecimiento global para 2007 y 2008 en torno al 5%.

Los riesgos disminuyen, pero siguen sesgados a la baja.

Previsiones del FMI: la expansión continúa y los riesgos disminuyen

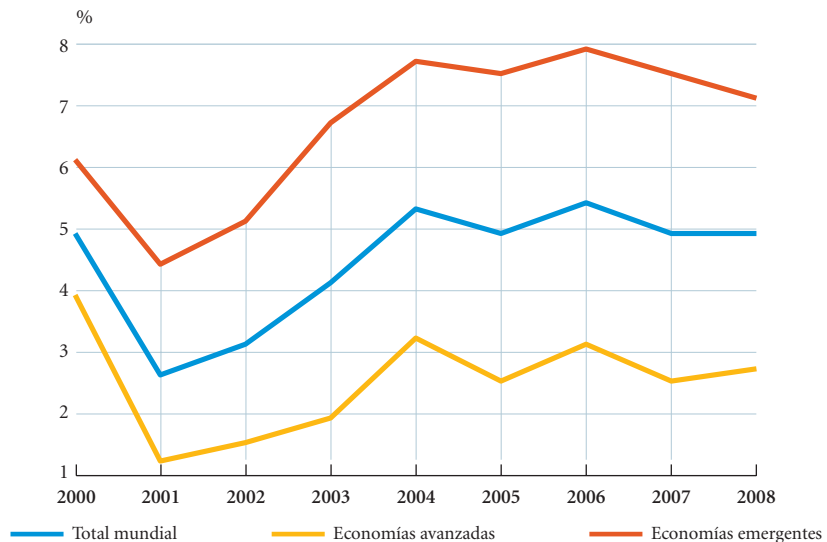
El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe de perspectivas de la economía mundial de abril, mantiene sus previsiones de crecimiento para 2007 del 4,9% y espera que se repita el mismo ritmo para 2008. Esto supone una ligera moderación tras el vigoroso 5,4% de 2006. La expansión mundial es sólida gracias a los hasta ahora bajos tipos de interés y al crecimiento del comercio internacional, mientras que las tensiones inflacionistas han disminuido después de la moderación de los precios del petróleo. Los riesgos a este escenario central son menores que en septiembre, aunque permanecen sesgados a la baja y centrados

en una intensificación de la desaceleración estadounidense, en un aumento de la volatilidad de los mercados financieros, en un retorno de las tensiones inflacionistas en caso de nuevas subidas del petróleo y en la posibilidad, por ahora baja, de una corrección abrupta de los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente. La capacidad de la economía global de desligarse del ciclo de Estados Unidos, demostrada en 2006, de seguir, debe contribuir a la reducción de estos riesgos.

Por áreas geográficas, Estados Unidos es donde más a la baja evolucionan las previsiones, con un crecimiento esperado del 2,2% en 2007 (una corrección bajista de 0,7 puntos porcentuales respecto a septiembre de 2006 a causa de la debilidad del

EL CRECIMIENTO MUNDIAL ES SÓLIDO Y TIENE CONTINUIDAD

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: 2007 y 2008 son previsiones.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje

	2005	2006	2007 (1)	2008 (1)
PIB				
Estados Unidos	3,2	3,3	2,2	2,8
Japón	1,9	2,2	2,3	1,9
Alemania	0,9	2,7	1,8	1,9
Francia	1,2	2,0	2,0	2,4
Italia	0,1	1,9	1,8	1,7
Reino Unido	1,9	2,7	2,9	2,7
España	3,5	3,9	3,6	3,4
Zona del euro	1,4	2,6	2,3	2,3
Economías avanzadas	2,5	3,1	2,5	2,7
Total mundial	4,9	5,4	4,9	4,9
<i>Países en desarrollo</i>	<i>7,5</i>	<i>7,9</i>	<i>7,5</i>	<i>7,1</i>
<i>América Latina</i>	<i>4,6</i>	<i>5,5</i>	<i>4,9</i>	<i>4,2</i>
<i>Europa del Este y Central</i>	<i>5,5</i>	<i>6,0</i>	<i>5,5</i>	<i>5,3</i>
<i>Rusia</i>	<i>6,4</i>	<i>6,7</i>	<i>6,4</i>	<i>5,9</i>
<i>China</i>	<i>10,4</i>	<i>10,7</i>	<i>10,0</i>	<i>9,5</i>
Precios al consumo				
Estados Unidos	3,4	3,2	1,9	2,5
Japón	-0,6	0,2	0,3	0,8
Alemania (2)	1,9	1,8	2,0	1,6
Francia (2)	1,9	1,9	1,7	1,8
Italia (2)	2,2	2,2	2,1	2,0
Reino Unido (2)	2,0	2,3	2,3	2,0
España (2)	3,4	3,6	2,6	2,7
Zona del euro (2)	2,2	2,2	2,0	2,0
Economías avanzadas	2,3	2,3	1,8	2,1
<i>Países en desarrollo</i>	<i>5,4</i>	<i>5,3</i>	<i>5,4</i>	<i>4,9</i>
Tasa de paro (3)				
Estados Unidos	5,1	4,6	4,8	5,0
Japón	4,4	4,1	4,0	4,0
Alemania	9,1	8,1	7,8	7,6
Francia	9,7	9,0	8,3	7,8
Italia	7,7	6,8	6,8	6,8
Reino Unido	4,8	5,4	5,3	5,1
España	9,2	8,5	7,8	7,7
Comercio mundial en volumen (4)	7,4	9,2	7,0	7,4
Precio del petróleo (\$/barril) (5)	41,3	20,5	-5,5	6,6

NOTAS: (1) Previsiones de abril 2007.

(2) Índice de precios de consumo armonizado.

(3) Porcentaje de población activa.

(4) Bienes y servicios.

(5) Media de precios spot de las calidades Brent, Dubai and West Texas Intermediate oil. El precio medio del petróleo en dólares por barril previsto es de 60,75 en 2007 y 64,75 en 2008.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

EEUU evoluciona a la baja en 2007, pero la zona del euro, Japón y los países emergentes mantienen la expansión.

La inflación se modera, pero la alta utilización de la capacidad productiva en la zona del euro obligará a subir tipos al BCE.

Es necesaria una mayor difusión de los beneficios del progreso tecnológico y del comercio para evitar reacciones proteccionistas.

El crecimiento de Estados Unidos se apoya en el consumo privado y en la buena marcha empresarial.

sector inmobiliario) para ganar fuerza en 2008, con avances del 2,8%. En la zona del euro, una política monetaria menos laxa y consolidaciones fiscales deberían moderar un poco la actividad, después del robusto crecimiento de 2006, con un avance previsto del 2,3% en 2007 y 2008. Para Japón las expectativas son continuistas respecto a 2006, con crecimientos del 2,3% y 1,9% para 2007 y 2008 respectivamente. Las economías emergentes continuarán su vigorosa marcha aunque de forma algo más moderada que en 2006. China seguirá este patrón, pero el crecimiento se mantendrá por encima del 9% en los próximos años. En el caso de América Latina la moderación tenderá a ritmos de avance ligeramente superiores al 4,0% y en Europa del Este, ligeramente por encima del 5,0%.

Para Europa, se revisan al alza las previsiones de casi todos los países. Alemania, después del activo 2006, mantiene su expansión con crecimientos del 1,8% y 1,9% para 2007 y 2008 respectivamente. También mejoran las perspectivas para Italia y especialmente España, con avances previstos del 3,6% y 3,4%. Francia mantiene su expansión, pero sus expectativas se corrigen a la baja.

En el frente inflacionista, mejoran las previsiones para las economías avanzadas, con Estados Unidos y la zona del euro en niveles cercanos al 2% para 2007, que en 2008 se mantendrán en la zona del euro, pero volverán a repuntar hasta el 2,5% en el caso estadounidense. El mantenimiento de tipos de interés parece apropiado en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro, con un crecimiento cercano al potencial y con previsibles presiones alcistas en el grado de utilización de los factores productivos, unos tipos oficiales del 4% en verano parecen garantizados. La consolidación fiscal debería continuar, aprovechando la presente expansión, y más teniendo en cuenta el proceso de envejecimiento de la población, que puede

erosionar en los próximos años los ingresos de las arcas públicas.

Desde una perspectiva más a largo plazo, el crecimiento de la productividad de los últimos años se ha apoyado en una combinación de progreso tecnológico, creciente apertura comercial, libre circulación de capitales entre países y unos más robustos marcos macroeconómicos y sistemas financieros. Sin embargo, el crecimiento del comercio y la introducción de nuevas tecnologías han dejado atrás a amplios sectores de la sociedad. Se hacen necesarios unos mejores sistemas educativos, mercados de trabajo más eficientes y medidas de protección social que amortigüen el impacto del cambio económico sin obstruirlo, alejando posibles reacciones proteccionistas.

Estados Unidos: el crecimiento saca fuerzas de flaqueza

El Coyote persigue al Correcaminos a través de barrancos y cañadas. Correcaminos siempre consigue frenar a tiempo, pero Coyote no. Después de estar un momento sobre el vacío, Coyote ve que no tiene soportes y cae inevitablemente al abismo. En el momento presente puede decirse que la economía americana tiene más hechuras de Correcaminos que de Coyote, aunque hay aún riesgos importantes. El producto interior bruto (PIB) creció en el cuarto trimestre un 3,1% interanual, aunque encarándose a tasas más cercanas al 2,5%. La prudencia empresarial sigue dominando, con una inversión en equipo que en la presente expansión no ha aumentado su participación en el PIB nominal como cabía esperar como recuperación de la fuerte corrección del final de la burbuja tecnológica. La desaceleración inversora ha llegado antes de haberse acercado siquiera a los veloces ritmos de los felices noventa. Por su parte, la inversión en construcción sigue retrocediendo de

forma drástica. Esta prudencia inversora coincide sin embargo con unos beneficios empresariales que aún siguen instalados en máximos históricos.

La opinión de los empresarios en marzo fue relativamente comedida, siguiendo esta senda de prudencia. El índice de actividad industrial del Institute for Supply Management (ISM) de marzo bajó de los 52,3 a los 50,9 puntos, manteniéndose todavía ligeramente por encima del nivel de 50 que indica que los que perciben mejoras son tantos como los que perciben empeoramientos. Los nuevos pedidos, especialmente los destinados a la exportación, y los precios fueron los componentes más alcistas del índice. En servicios el patrón fue parecido, pero con un índice ISM que quedó ligeramente más arriba, en el nivel de los 52,4 puntos.

Dando también muestras de esta capacidad de frenada típica de Correcaminos, la producción industrial creció en marzo un 2,3% interanual, una notable desaceleración frente al revisado a la baja 3,0% de febrero. Donde la ralentización sigue siendo importante es en el sector de la construcción, con los nuevos permisos que en

marzo cedieron un 28,2% interanual. Por su parte, las viviendas iniciadas del mismo periodo se situaron un 23,0% por debajo del año previo, pero en el conjunto del primer trimestre mejoraron ligeramente la previsión de la Mortgage Bankers Association, que espera cierta recuperación para el tercer trimestre. Si la oferta sigue retraída, la principal noticia en el lado de la demanda es que los precios se mantienen, con un pírrico retroceso en marzo del precio del 1,3% para la vivienda de segunda mano y del 0,3% para la nueva, con un volumen de ventas que presenta signos de recuperación en el primer caso pero no en el segundo.

A este relativamente buen comportamiento de los precios de los inmuebles se une la fuerza del mercado de trabajo, con una creación de empleo aún considerable y una tasa de desempleo del 4,4%, la más baja desde 2001. Se trata de un resultado coherente con la fase bajista del ciclo, en la cual la desaceleración debe afectar más a los altos beneficios que a empleo y salarios. Todo ello sigue dando alas a los consumidores, que son el verdadero soporte del presente nivel de actividad económica.

Entre los empresarios aún predominan los optimistas, pero por poco.

La oferta en construcción sigue retraída, pero los precios aguantan.

El mercado de trabajo sigue apoyando la marcha económica...

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	Febrero	Marzo
PIB real	3,2	3,3	3,7	3,5	3,0	3,1	-	...	-
Ventas al por menor	6,6	6,2	7,9	6,4	5,4	5,0	2,2	3,5	3,8
Confianza del consumidor (*)	100,3	105,9	105,7	106,6	104,4	106,8	110,2	111,2	107,2
Producción industrial	3,2	4,0	3,3	4,2	5,1	3,5	2,4	3,0	2,3
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	55,5	53,9	55,6	55,2	53,8	50,9	49,3	52,3	50,9
Venta de viviendas unifamiliares	6,6	-17,6	-11,6	-14,4	-22,3	-21,8	-24,8	-18,3	...
Tasa de paro (**)	5,1	4,6	4,7	4,6	4,7	4,5	4,6	4,5	4,4
Precios de consumo	3,4	3,2	3,7	4,0	3,4	1,9	2,1	2,4	2,8
Balanza comercial (***)	-717	-765	-740	-762	-781	-765	-758	-753	...

NOTAS: (*) Valor.

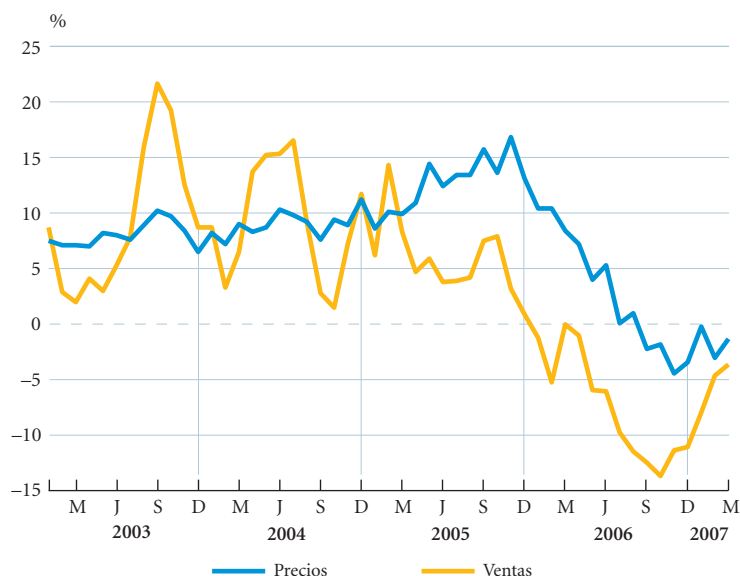
(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

ESTADOS UNIDOS: EL PRECIO DEL LADRILLO AGUANTA

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



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

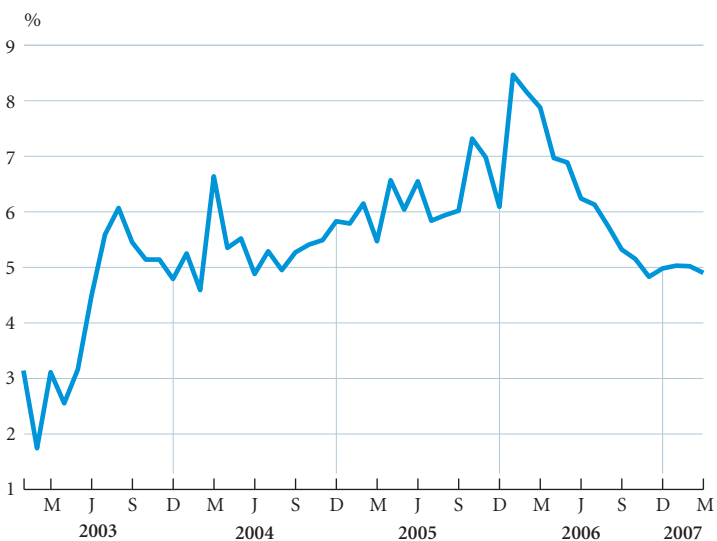
...y los consumidores lo saben y confían en la situación presente.

En este sentido, la crisis de las hipotecas de baja calidad y los reducidos niveles de ahorro no impidieron que las ventas minoristas de marzo tuvieran un comportamiento

mejor de lo esperado, demostrado con ello que el fondo de resistencia que le queda al consumo es aún considerable. Sin los volátiles automóviles ni la gasolina, el 70% res-

ESTADOS UNIDOS: EL CONSUMO ENCUENTRA SOPORTES

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



NOTA: (*) Serie de tendencia.

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

tante del índice creció un 3,5% interanual, con renovada fuerza de los sectores de alimentación, materiales de construcción y vestido. El contrapunto estuvo en la electrónica de consumo, que lleva ya varios meses sumida en la apatía. Sobre si los consumidores quieren emular al desenfrenado Coyote o al prudente Correcaminos, la última encuesta de confianza del Conference Board de marzo arroja un cauto repliegue de cuatro puntos hasta el nivel de 107,2 que indicaría lo segundo, pero aquí hay trampa. Los días grises parecen dejarse para más adelante, pues todo el repliegue se basó en peores expectativas, ya que la percepción de la situación presente mejoró.

Pese a los comentarios de la Reserva Federal expresando que la inflación es un riesgo mayor que la falta de crecimiento, los datos del índice de precios al consumo (IPC) de marzo fueron relativamente benévulos. El índice general se aceleró creciendo un 2,8% interanual. Sin embargo, el más relevante componente subyacente,

el índice general sin alimentos ni energía, se moderó hasta avances del 2,5%. Más aún, este mismo componente subyacente pero sin el alquiler de la vivienda, que describe más directamente los cuellos de botella del proceso productivo y posibles presiones en precios del mercado de trabajo, se incrementaba en un muy razonable 1,4% interanual.

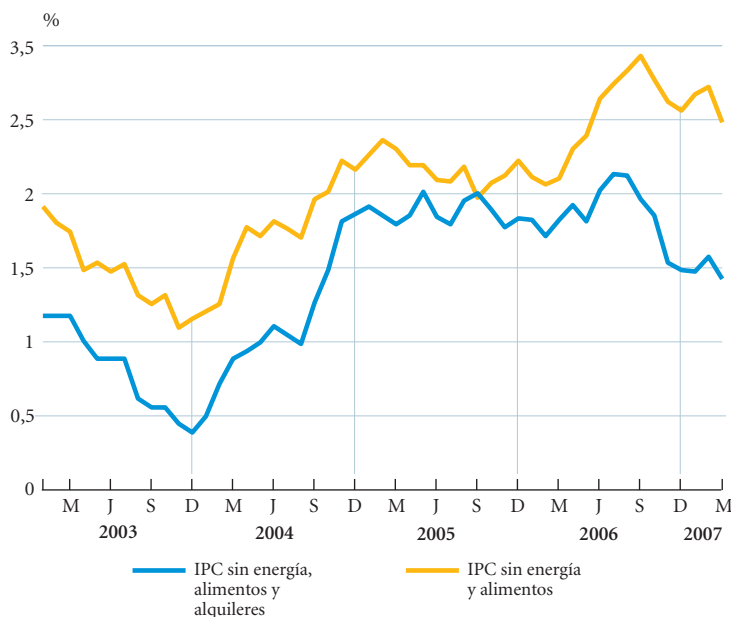
Por su parte, sigue el descenso del déficit comercial gracias al saldo petrolífero. En febrero el déficit exterior fue de 58.436 millones de dólares, algo inferior al registro del mes anterior, y un 7,1% por debajo del mismo periodo del año anterior. Sin embargo, la corrección sostenible queda para más adelante, ya que el saldo no petrolífero volvió a aumentar hasta cerca de los 40.000 millones de dólares. Por otra parte, el déficit bilateral con China de febrero fue de 18.434 millones de dólares, un 20% por debajo de la media de 2006, lo que debería contribuir a rebajar los cantos de sirena proteccionistas.

La inflación subyacente se modera y avanza un 2,5%.

El déficit comercial se reduce gracias al petróleo.

ESTADOS UNIDOS: LA TENSIÓN INFLACIONISTA AMAINA

Variación interanual de índice de precios al consumo



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

Japón crece al 2,5%, con una desaceleración de la demanda interna pero con mayor soporte del sector exterior.

Las ventas minoristas languidecen...

...pero la producción industrial se acelera y crece al 4,5%.

Japón: la fuerza viene del exterior

El pasado 11 de abril Wen Jiabao, primer ministro de la República Popular China, visitó Japón en el prelude de una nueva era de entendimiento mutuo. Shimzo Abe, su homólogo japonés, intentará no visitar el santuario de Yasukuni, donde hay enterrados supuestos criminales de la Segunda Guerra Mundial, y Wen intentará calmar las celebraciones del aniversario de la invasión japonesa de Manchuria. Todo ello en aras de la economía, porque el crecimiento chino está beneficiando a la economía japonesa más que ninguna victoria militar real o imaginaria.

La economía japonesa acabó el año con un relativo buen tono, creciendo un 2,5% interanual en el cuarto trimestre y con cierta recuperación del crítico consumo privado. Sin embargo, esta recuperación es menor de lo que aparenta, pues el crecimiento del último trimestre quedó en el 0,5% interanual. En el primer trimestre de 2007 la confianza de los consumidores fue ligeramente a la baja, pasando de 47,0 al nivel de los 46,7 puntos y la propensión al ahorro del público asalariado siguió creciendo en febrero. En ese mismo mes las

ventas al por menor volvieron a la apatía que ha venido dominando desde inicios de 2006, anulando el pequeño veranillo de enero. De igual forma, la venta de automóviles de los últimos doce meses hasta febrero quedó un 12,4% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior.

El contraste sigue estando en el sector industrial, donde la producción industrial de manufacturas de febrero se aceleró del 3,2% al 4,5% de incremento interanual. La productividad manufacturera avanza a un respetable 3,4% interanual y el índice Tankan para grandes empresas manufactureras, pese a retroceder en el primer trimestre del nivel de 25 al de 23 puntos, sigue estando en la banda alta. Más allá de estos datos claramente más alcistas que los del mercado interior, está el ímpetu inversor, con una formación de capital en equipo que según las cuentas nacionales avanzó un 11,5% interanual en el cuarto trimestre. Esta fuerza inversora debe tener continuidad a la vista de los pedidos de maquinaria de enero, que en conjunto avanzaron un 9,6% interanual.

Pero es aquí donde se manifiestan las fortalezas y las debilidades de la economía

JAPÓN: 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	Febrero
PIB real	1,9	2,2	2,7	2,1	1,5	2,5	-	...
Ventas al por menor	1,4	0,2	0,6	-0,2	0,4	-0,1	-0,8	-0,3
Producción industrial	1,5	4,5	2,6	4,0	6,0	5,3	3,2	4,5
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	18,0	22,5	20,0	21,0	24,0	25,0	-	23,0
Viviendas iniciadas	3,9	4,5	4,9	8,9	-0,8	5,4	-0,8	-9,9
Tasa de paro (**)	4,4	4,1	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0
Precios de consumo	-0,3	0,2	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,0	-0,2
Balanza comercial (***)	10,2	9,4	9,5	9,1	8,9	9,4	9,9	9,8

NOTAS: (*) Valor.

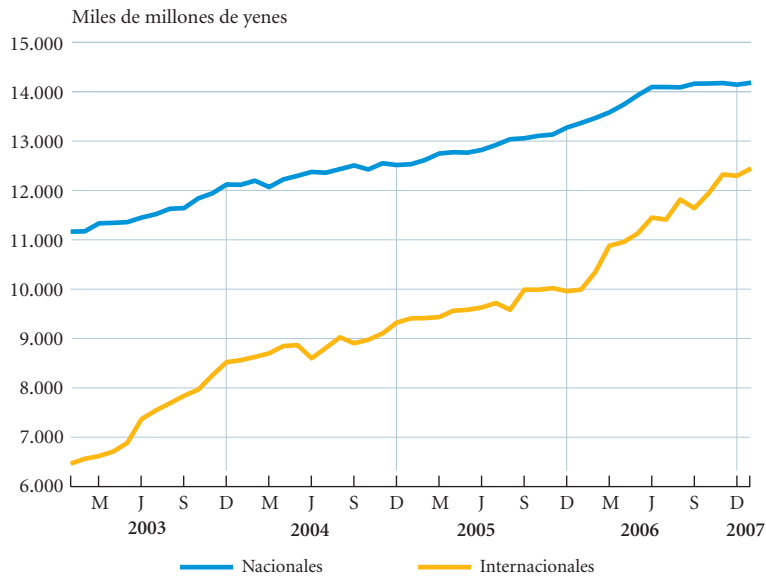
(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

JAPÓN: LA INVERSIÓN VA A TODA MÁQUINA Y POR LA DEMANDA EXTERIOR

Pedidos de maquinaria de los últimos doce meses



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

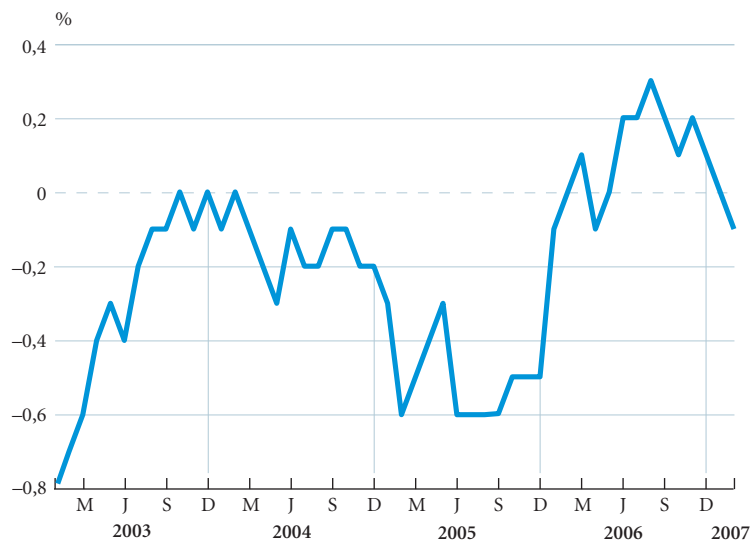
japonesa. Los pedidos destinados a la demanda interna continuaron languideciendo, con un magro crecimiento del 3,5% interanual, mientras que los que mi-

ran al exterior ganaron un rotundo 17,8% y ya se aproximan al 47% del total, dentro de un proceso alcista cuya conclusión no parece cercana. Las exportaciones japone-

Los pedidos de maquinaria destinados a la exportación son ya el 47% del total.

JAPÓN: LA DEFLACIÓN SE RESISTE A DESAPARECER

Variación interanual del índice de precios al consumo sin alimentos frescos



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

Los precios vuelven a bajar un 0,2%.

sas, de alto valor añadido, tienen una relación de complementariedad con las exportaciones chinas, donde aún predominan, aunque cada vez menos, los bajos costes. Así, el creciente comercio chino no perjudica al Japón. Más aún, los exportadores japoneses encuentran importantes clientes entre los importadores chinos. En consecuencia, Japón es el único país rico grande que goza de un superávit comercial con el coloso amarillo y eso bien merece un esfuerzo diplomático.

Las exportaciones conservan la fuerza.

El mercado inmobiliario tampoco supone un soporte de la actividad. Los precios de Tokio llevan ya meses de fuertes aumentos pero conviven con un descenso aún más fuerte de las ventas, que indica que el camino alcista está agotado. Tampoco el mercado laboral supone un bálsamo, a pesar de que la tasa de paro de febrero permaneció anclada en un bajo 4,0%. La persistencia de bolsas de subocupación y de ineficiencias deja a Japón lejos de Estados Unidos al respecto.

China crece al 11,1%, gracias a la industria y al sector exterior...

Otro frente que últimamente se ha nublado es el de los precios, con un IPC de febrero que ha vuelto al terreno negativo, perdiendo un 0,2% interanual. El índice de precios, excluidos los volátiles alimentos frescos, también disminuyó un 0,1%. A pesar de este fugaz retorno del fantasma deflacionista, la tendencia sigue sien-

do alcista, con lo que en pocos meses debe consolidarse la vuelta al terreno positivo. El superávit comercial de los últimos doce meses hasta febrero se mantuvo en los 9.830 miles de millones de yenes. Lo más significativo fue el continuado crecimiento de las exportaciones, que en el mismo periodo se incrementaron en un 13,9% interanual, volviendo a mostrar dónde está la verdadera fortaleza de la economía japonesa.

China: más madera, pero con diplomacia

La China de Hu Jiantao y Wen Jiabao sigue subiendo de forma vertiginosa. Un crecimiento dominado por la industria y por las exportaciones donde los consumidores parecen quedarse atrás. Esto provoca un creciente superávit comercial y tensiones políticas donde el tema medioambiental va ganando también protagonismo. La principal novedad es que esta vez se acude a la diplomacia en busca de soluciones. El crecimiento de la locomotora china sigue siendo formidable. En el primer trimestre de 2007, lejos de presentar síntomas de moderación, el PIB avanzó un rotundo 11,1% interanual. Siguiendo la tónica de los últimos tiempos, el sector industrial sigue siendo el que lleva una marcha más portentosa,

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

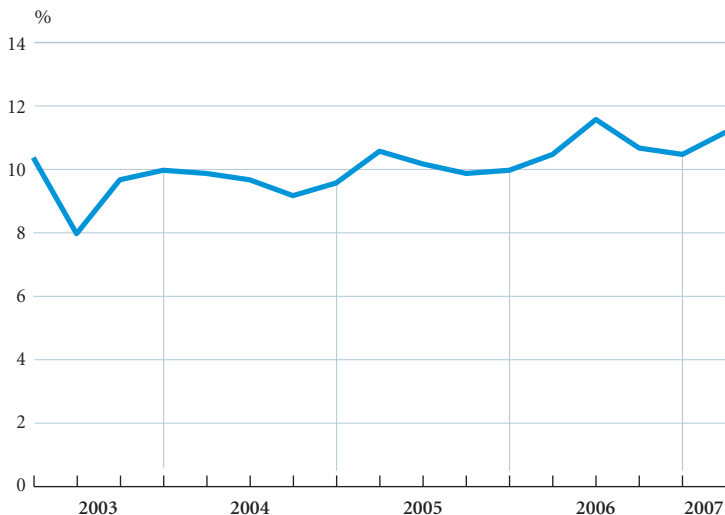
	2005	2006	2006				2007		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB real	10,1	10,7	10,4	11,5	10,6	10,4	-	11,1	-
Producción industrial	15,9	16,4	16,8	18,0	16,2	14,8	...	12,6	17,6
Producción eléctrica	13,4	14,7	13,4	13,2	16,5	15,3	21,8	0,3	...
Precios de consumo	1,8	1,5	1,2	1,4	1,3	2,0	2,2	2,7	3,3
Balanza comercial (*)	102,0	177,8	108,8	123,6	143,6	177,8	184,0	205,2	200,9

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

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

CHINA: UN CRECIMIENTO QUE NO DESFALLECE

Variación interanual del producto interior bruto



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

con un avance del 13,2%. El sector servicios ganó un 9,9% y el sector agrícola siguió su desaceleración creciendo un más modesto 4,4%. En este mismo contexto, la producción industrial recuperó terreno perdido y en marzo volvió a acelerarse hasta crecer un 17,6% interanual, siempre con el dominio de la industria pesada, que representa un 70% del total del valor añadido de la industria. La producción de energía eléctrica de los últimos doce meses hasta febrero creció un 14,2% interanual y la de cemento, un 18,4%.

Frente a este tirón de la industria, la debilidad del consumo, especialmente en las zonas rurales, ha sido uno de los principales motivos de preocupación. Sin embargo, en China todo parece solucionarse yendo hacia delante. Las ventas minoristas se aceleraron en febrero creciendo un 16,9% interanual. La brecha campo ciudad sigue existiendo pero lo positivo es que en los últimos meses esta aceleración de las ventas minoristas se está dando por igual en zonas urbanas y rurales. Por otro lado, la política monetaria restrictiva de

los últimos tiempos no está conteniendo el volumen de crédito, ya que en marzo los préstamos a corto plazo crecieron un 14,6% interanual y los créditos a medio y largo plazo lo hicieron a su vez un 22,6%. Reflejo de ello es el ligero repunte de la inflación, que, aunque según las cifras oficiales, en marzo reflejaba un relativamente moderado incremento de precios del 3,3% interanual, los precios de alimentos ya llegaban en febrero a ganar un 6,0%, más acorde con la realidad económica.

El sector exterior, que por su repercusión más visible sobre las economías desarrolladas influye grandemente en la agenda política, tuvo un momento de respiro. El superávit comercial de los últimos doce meses hasta marzo se redujo de 205.200 millones de dólares a 200.900 millones, parando momentáneamente el aumento explosivo que duraba desde 2004. Un aumento que ha venido provocado más por la desaceleración de las importaciones que por la fuerza, por otra parte innegable, de las exportaciones. Continúa la asimetría del comercio chino, donde subsiste un superávit manufacturero que en los

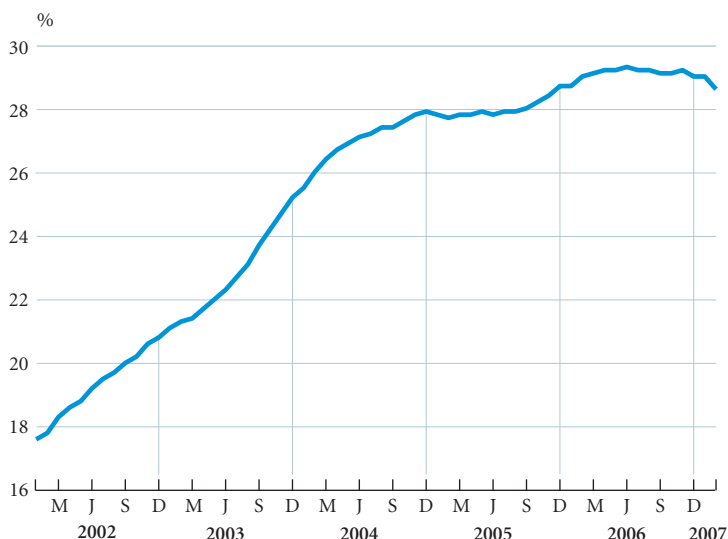
...pero el consumo minorista despierta.

La inflación llega al 3,3%.

El comercio exterior combina superávit en manufacturas con déficit en materias primas.

CHINA: ¿ESTÁN LAS EXPORTACIONES LLEGANDO A UN TECHO TECNOLÓGICO?

Participación de los productos de alto contenido tecnológico en las exportaciones (*)



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

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

Continúa el superávit con Estados Unidos y Europa y el déficit con Asia.

12 meses hasta febrero llegó a los 334.000 millones de dólares, que coexistió con un déficit en materias primas de 96.000 en el mismo periodo. Sin embargo, el crecimiento del comercio parece estar llegando a ciertos límites. La proporción de las exportaciones que representan los productos de alto contenido tecnológico lleva meses estancada después de haber avanzado con fuerza hasta finales de 2004.

La asimetría por países del superávit también persiste, con un saldo positivo en los 12 meses hasta febrero de 152.000 y de 111.000 millones de dólares con Estados Unidos y Europa, respectivamente, mientras que presenta un déficit con Asia de 64.000 millones de dólares, donde destacan los déficit bilaterales con Japón (24.000 millones) y Corea del Sur (45.000). En este sentido, por la presión de la administración estadounidense, que este mes se ha reflejado en denuncias por piratería comercial frente a la Organización Mundial del Comercio, y tal vez consciente de que uno de los problemas está en las im-

portaciones chinas, el ministerio de comercio ha organizado una «gira de compras» de empresarios por ciudades americanas para ayudar a paliar el déficit. Lo significativo es que por ahora prevalece la diplomacia frente a las presiones proteccionistas.

México: crecimiento pero con menos demanda interna

La economía mexicana acabó el año creciendo un 4,3% interanual en el cuarto trimestre. La pérdida de fuerza de la demanda interna quedó en gran parte compensada por el avance del sector exterior que gracias a menores importaciones apuntaló el crecimiento. El consumo privado se desaceleró en el cuarto trimestre, pasando de crecer el 5,2% al 3,1% interanual. También la formación bruta de capital fijo se tomó un leve respiro, aunque el avance del 7,5% continúa siendo respetable. Una subida donde predominó el componente privado, que se incrementó

México crece al 4,3%, con una desaceleración de la demanda interna pero mayor soporte del sector exterior.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTE: Banco Central de México.

en un 9,2% interanual. Las exportaciones mantuvieron el tipo creciendo un 9,3% mientras que las importaciones se desaceleraron pasando de crecer un 13,2% al 7,6%. Agricultura, construcción y transporte comercial fueron los sectores que más fuerza mostraron en el último trimestre de 2006.

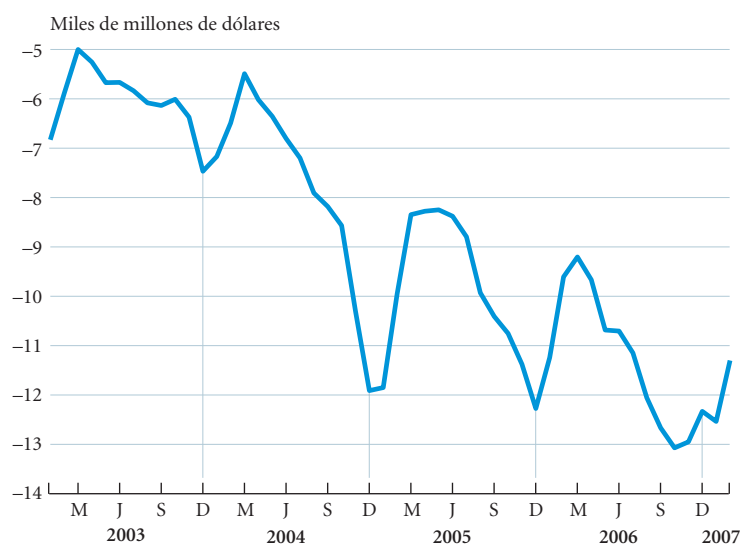
Entre los indicadores de actividad más recientes continúa la desaceleración de la industria. La producción industrial de fe-

brero se estancó creciendo un imperceptible 0,1% interanual. Las manufacturas siguieron un perfil parecido, llegando en su caso a retroceder un 0,1%. La construcción, que hasta noviembre se había sustraído a la ralentización, también acabó cediendo con más fuerza si cabe, pasando de incrementos del 5,8% en enero a un retroceso del 1,1% interanual en febrero. Unos datos que hacen pensar que la economía mexicana está perdiendo competitividad en la región.

El sector industrial continúa con su desaceleración, que ahora incluye a la construcción.

MÉXICO: EL DÉFICIT COMERCIAL NO ENERGÉTICO SE ESTABILIZA

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

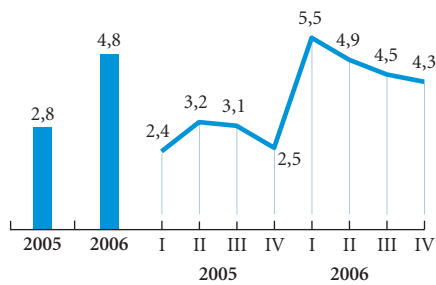


FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

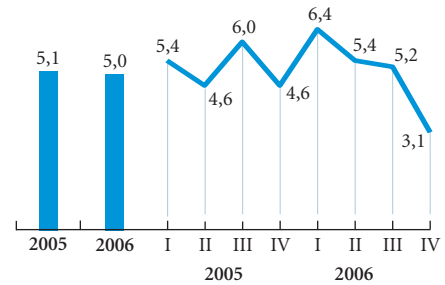
EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

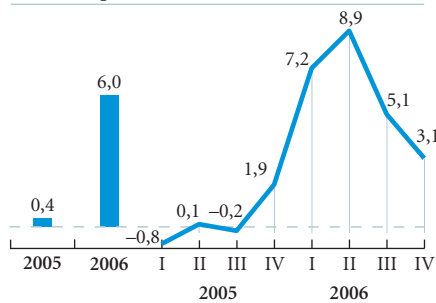
PIB



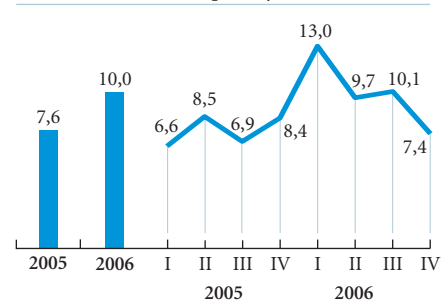
Consumo privado



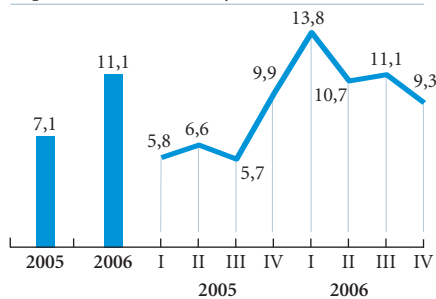
Consumo público



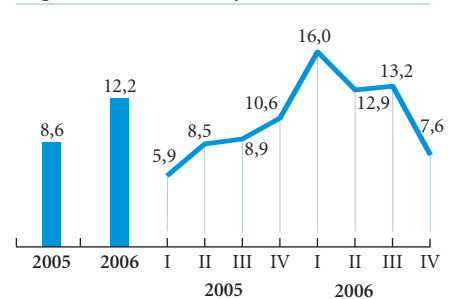
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

Los precios suben un 4,2%, pero siguen bajo control.

La inflación se resiste a bajar y más bien ha tenido un suave repunte en estos inicios de año, con unos precios que en febrero subieron un 4,2% interanual a causa, eso sí, del ligero incremento de la energía. El frente de precios presenta por lo demás un sesgo positivo, con un componente subyacente cuyo ritmo de avance descendió del 4,0% al 3,8% y con un deflactor del PIB que, después de haber hecho sonar las alarmas en el segundo trimestre, acabó el año con crecimiento nulo. Por su parte, la tasa de paro oficial

de febrero volvió al recuperar el nivel del 4,0% de la población activa, después de haberlo perdido a finales de año.

El deficitario sector exterior sigue estabilizándose, aunque más por la moderación de la demanda interna que por la fuerza de las exportaciones. El saldo comercial que excluye las exportaciones petroleras de los últimos tres meses hasta febrero arrojó un déficit de 11.314 millones de dólares, unos 1.000 millones menos de los que se registraron en el último trimestre

El sector exterior modera su déficit.

del año, con lo que abandona por el momento la senda de los descensos.

Materias primas: una demanda robusta presiona los precios

El petróleo siguió en abril instalado en la zona de los 67 dólares por barril (calidad *Brent* para entregas a un mes). Aunque con los lógicos vaivenes –el mes se inició en 68,7 dólares por barril, después se llegó a la zona de los 65,5 dólares para acabar en niveles de 68,3 dólares– la cotización del oro negro siguió registrando la escasa capacidad de la oferta de crudo para responder a una demanda mundial en expansión. Todo ello aderezado con una serie de conflictos políticos en zonas críticas de producción petrolera.

Así, a la política de contención de la oferta aplicada por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), se le suma la limitada capacidad extractiva disponible de los países no-OPEP. Además, la tem-

porada álgida de mantenimiento de las refinerías ha agravado la reducida capacidad de refino estadounidense. Sin embargo, los problemas de oferta no serían tan graves si la demanda mundial de crudo no siguiera en una tónica abiertamente expansiva. No es de extrañar que las existencias de gasolina y otros productos destilados lleven más de dos meses en descenso en Estados Unidos. Finalmente, el alivio que representó la finalización de la tensión con Irán por la crisis de los rehenes británicos quedó compensado por la incertidumbre que las elecciones nigerianas han introducido en el panorama productor.

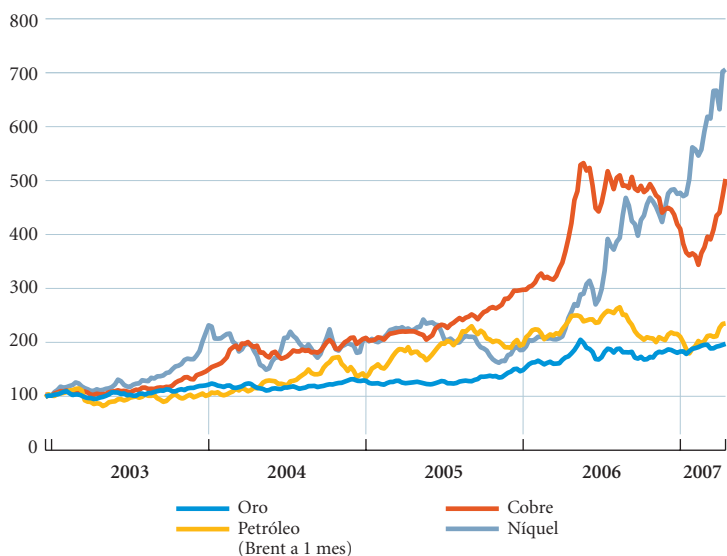
El vigor de la demanda global también subyace al fuerte impulso de las restantes materias primas. En abril, el índice «The Economist» de materias primas se situaba un 21% por encima de los niveles registrados un año antes. Aunque todos los componentes –materias primas alimentarias, agrícolas no alimentarias y metales– se situaban por encima de los niveles de hace un año, el impulso principal lo si-

El petróleo queda anclado en la zona de los 67 dólares por barril.

La oferta tiene dificultades para satisfacer una demanda en expansión.

HAMBRE MUNDIAL INSACIABLE DE MATERIAS PRIMAS

Enero de 2003 = 100, medias semanales, cotizaciones en dólares estadounidenses



FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

Los metales, tanto industriales como preciosos, suben con alegría.

guen proporcionando las materias primas metálicas.

Concretamente, cabe destacar la evolución alcista del níquel (aumento del 50% en lo que va de año), cobre (26%) y plomo

(10%) entre los metales industriales. El aumento también ha alcanzado a los metales preciosos, grupo en el cual destacan las alzas del platino (aumento del 18% desde el principio de 2007), oro (9%) y plata (7%).

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2005	2006	2006				2007			
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo	Abril
Índice «The Economist» en dólares (*)										
General	3,4	27,5	18,2	27,9	30,5	33,3	22,9	18,8	23,5	21,3
Alimentarias	-1,7	11,0	9,7	5,7	8,5	20,2	17,2	15,0	17,2	16,1
Industriales	10,0	46,1	28,0	54,1	55,5	46,9	28,7	22,5	29,5	25,6
<i>Agrícolas no alimentarias</i>	-2,4	12,5	15,6	19,9	12,6	2,0	5,3	4,3	4,0	6,6
<i>Metales</i>	17,4	62,0	33,8	70,8	76,4	66,8	38,5	30,0	40,0	32,4
Índice «The Economist» en euros (*)										
	3,2	26,3	28,9	28,3	24,9	22,9	13,9	8,9	12,0	10,2
Petróleo (**)										
Dólares/barril	53,9	66,3	62,9	70,6	70,9	61,0	54,9	58,7	62,6	67,7
Tasa de variación	44,8	21,6	32,6	33,3	14,7	5,7	-13,5	-5,1	-1,0	-4,1
Oro										
Dólares/onza	446,0	604,1	554,2	626,4	621,3	614,4	631,4	664,6	655,0	681,6
Tasa de variación	8,5	36,1	29,7	46,5	41,5	26,6	15,0	19,6	17,5	11,8

NOTAS: (*) Tasa de variación interanual.

(**) Calidad Brent; precios a un mes.

FUENTES: «The Economist», Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: la demanda interna se suma a la fiesta

La zona del euro sigue disfrutando de una etapa de excelente ritmo de actividad. Tras acabar el año en un ritmo de crecimiento del 3,3% interanual, resultado combinado de la mayor contribución de la demanda interna y externa, el primer trimestre de 2007 se mantiene en una tónica que, aunque levemente menos expansiva, es similar. Así lo atestigua, por ejemplo, el máximo en seis años registrado en marzo (111,2 puntos) por el índice de sentimiento económico, uno de los indicadores de carácter más general.

Junto al fuerte ritmo de actividad, otro rasgo importante es la basculación hacia una mayor aportación de la demanda in-

terna. El crecimiento estable de las ventas al por menor en enero y febrero (1,2% interanual) y la recuperación de tres puntos de la confianza del consumidor en el primer trimestre apuntan a que el consumo de los hogares sigue acelerándose en el principio de 2007. Adicionalmente, el gasto de las familias se está viendo apoyado por la disminución de la tasa de paro (situada en febrero en el 7,3%, siete décimas menor que la de hace un año).

Este mejor tono del consumo reviste indudable importancia, toda vez que es un componente de la demanda que acostumbra a exhibir notable inercia y que representa un 60% del producto interior bruto. De esta manera, una tendencia alcista del consumo facilitará la prolongación de la actual etapa de bonanza económica al

En la zona del euro, buen ritmo de actividad en el primer trimestre.

EL TONO ECONÓMICO REPUNTA EN LA ZONA DEL EURO

Índice de sentimiento económico



FUENTE: Comisión Europea.

ZONA DEL EURO: 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	Febrero	Marzo
PIB	1,5	2,8	2,2	2,8	2,8	3,3	–	...	–
Ventas al por menor	1,2	2,0	1,1	2,2	2,1	2,2	1,2	1,2	...
Confianza del consumidor (*)	–14	–9,0	–11	–10	–8	–7	–7	–5	–4
Producción industrial	1,3	3,9	3,5	4,3	4,1	3,9	3,4	4,1	...
Sentimiento económico (*)	97,9	106,9	102,6	106,8	108,2	109,9	109,2	109,7	111,2
Tasa de paro (**)	8,6	7,9	8,2	7,9	7,8	7,6	7,4	7,3	...
Precios de consumo	2,2	2,2	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	1,8	1,9
Balanza comercial (***)	42,1	–10,4	3,0	–10,0	–21,6	–13,1	–4,9	–3,5	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La recuperación del consumo privado facilitará que la expansión se prolongue.

tiempo que limitará, en parte, los posibles «contagios» de una hipotética desaceleración estadounidense.

Y ésta es una noticia positiva, ya que difícilmente la aportación de la demanda externa podrá repetir el fuerte registro del cuarto trimestre de 2006, cuando contribuyó con un tercio del crecimiento total. Con todo, cabe señalar que el comportamiento exportador sigue siendo positivo. En el promedio de enero y febrero, las exportaciones se situaron un 10% por encima del nivel de un año antes, lo que combinado con un ritmo importador inferior –las importaciones crecieron un 8% interanual en idéntico periodo–, ha facilitado una notable reducción del déficit comercial. Así, en febrero, el saldo comercial negativo acumulado de 12 meses se situó en los 3.500 millones de euros, en franca mejoría respecto al desequilibrio de 13.100 millones de euros del cuarto trimestre.

La gran beneficiada de esta recuperación, tanto interna como externa, es la industria. En febrero, la producción industrial creció un 4,1% interanual, retornando a los mejores registros del año 2006. Si se atiende a la clara recuperación de la con-

fianza industrial, un indicador de carácter anticipatorio, las perspectivas del sector secundario son favorables. Y a esta tendencia se suman los servicios, que están exhibiendo una notable alza en el tramo inicial del año. La recuperación de industria y servicios permite contrarrestar la incierta evolución de la construcción que, tras levantar cabeza en 2006, ha acusado un cierto empeoramiento de expectativas en el primer trimestre de 2007.

Tras este despliegue de noticias favorables, la nota de cautela la ofrece la evolución de los precios de consumo. Cuando se confiaba en que el índice de precios de consumo (IPC) armonizado tendería a desacelerarse o, como mínimo a estabilizarse, el mes de marzo ha sorprendido con un repunte, hasta el 1,9% interanual (1,8% interanual en febrero). Ciertamente, ni la magnitud de la aceleración ni el propio nivel son preocupantes. Pero la tendencia reciente a la aceleración del núcleo subyacente, es decir, aquél que excluye la energía y la alimentación elaborada, junto al rápido empeoramiento del componente energético, son dos evoluciones poco satisfactorias que habrá que seguir con atención.

La inflación, en el 1,9%, deberá ser seguida con atención dado el contexto de tensiones del petróleo.

Alemania: horizonte despejado

Hasta la fecha, la gran protagonista de la recuperación europea está siendo Alemania. Por ello, discernir el actual pulso de la actividad reviste más interés que nunca. En términos generales, la situación se puede calificar de positiva. Aunque preocupaba un posible retraimiento del gasto de las familias debido a la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA), la realidad ha desmentido los augurios más pesimistas. A pesar de que las ventas al por menor se han contraído en los meses de enero y febrero, su ritmo de caída ha sido menor de lo esperado. Adicionalmente, la confianza del consumidor ha repuntado notablemente en el primer trimestre, sumando un ascenso de 5,4 puntos desde diciembre de 2006. Mientras, la producción industrial de bienes de consumo ha aguantado estable en los dos primeros meses de 2007.

La demanda interna no se encuentra sola en esta bonanza, ya que el superávit comercial suma siete meses consecutivos en

recuperación. Así, en términos de saldo acumulado de doce meses, el superávit comercial alcanzó los 167,3 miles de millones de euros en febrero. Este resultado deriva, en gran medida, del impulso exportador. Las exportaciones en febrero crecieron un 11% interanual, en lo que significa su decimoquinto mes avanzando a un ritmo interanual de dos dígitos. Las importaciones, en cambio, se han mostrado más contenidas desde el cuarto trimestre de 2006, pero ahora seguramente consolidarán la tendencia a la aceleración mostrada en febrero, mes en el cual crecieron un 11% interanual.

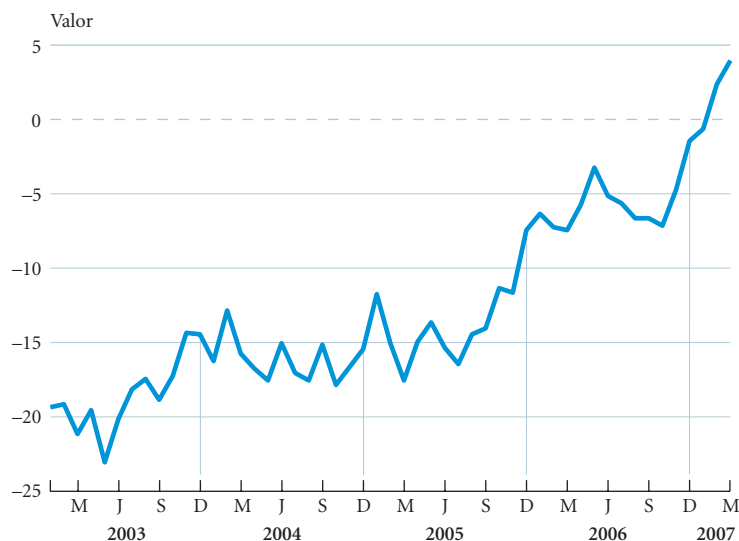
Por el lado de la oferta se repite el panorama favorable. La producción industrial crece a un ritmo no alcanzado desde el lejano 1991 (aumento del 7,6% interanual en febrero) y las expectativas de los empresarios, aproximadas por el indicador IFO de actividad empresarial, vuelven a acercarse a los máximos desde la reunificación alemana al registrar el nivel de los 109 puntos en abril. A esta situación boyante de la industria se le suma la continuación de la ten-

Alemania deja atrás las dudas sobre el primer trimestre gracias al vigor combinado de la demanda interna y externa.

La producción industrial, en sus máximos desde 1991.

EL CONSUMIDOR ALEMÁN ENCARA EL FUTURO CON EUFORIA

Índice de confianza del consumidor



FUENTE: Comisión Europea.

ALEMANIA: 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	Febrero	Marzo
PIB	1,1	2,9	1,9	2,8	3,1	3,7	–	...	–
Ventas al por menor	1,4	8,2	9,0	8,1	7,5	8,3	–1,6	–1,6	...
Producción industrial	2,9	5,9	4,6	6,0	6,6	6,1	7,2	7,6	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	103,6	106,1	105,2	107,0	107,9	107,0	107,7
Tasa de paro (**)	11,7	10,8	11,4	11,1	10,6	10,1	9,5	9,3	9,2
Precios de consumo	2,0	1,7	2,0	1,9	1,6	1,3	1,7	1,6	1,9
Balanza comercial (***)	156,3	153,0	154,7	151,2	148,3	157,9	166,0	167,3	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La tasa de paro disminuye y la creación de empleo se acelera.

dencia a la recuperación de los servicios, que se inició en la segunda mitad de 2006.

Una de las consecuencias más positivas de la recuperación germana está siendo la progresiva mejora del mercado laboral. La tasa de paro ha descendido en los últimos doce meses 2,1 puntos porcentuales, situándose en marzo en el 9,2% de la población activa. También el empleo está reflejando el mejor tono económico. En febrero, el ritmo de creación de ocupación fue un 1,5% mayor al de un año antes.

La economía francesa encara una etapa de actividad en recuperación.

Incluso la inflación, doblemente afectada por el mayor tirón de la demanda interna y por el efecto de la subida del IVA, ofrece un recorrido sólo moderadamente alcista. Así, el ritmo de crecimiento del IPC en marzo, del 1,9% interanual, a pesar de ser tres décimas superior al registro de febrero debería ser, de cumplirse las previsiones del conjunto de analistas, el techo anual en materia de crecimiento de precios.

Francia: economía en recuperación

¿Qué panorama se encontrará el nuevo ocupante del Palacio del Eliseo? Sea Ni-

colas Sarkozy o Ségolène Royal el sexto presidente de la Quinta República Francesa, la evolución económica no debería generar excesivas preocupaciones en el corto plazo. Durante el primer trimestre, las constantes vitales de la coyuntura gala han exhibido tendencia a la recuperación. El consumo de los hogares creció por encima del 6% interanual en el promedio de enero y febrero, ratificando el que hasta la fecha ha sido el principal sostén de la recuperación, el gasto de las familias.

Esta favorable evolución del consumo se ha visto apuntalada por la progresiva disminución del paro, que se situó en el 8,4% en febrero, con lo que la reducción de la tasa de paro alcanzó 1,1 puntos en el último año. Este buen tono de la demanda interna es importante, porque la aportación del sector exterior va a seguir siendo muy reducida, según se desprende de la estabilización del déficit comercial desde el tercer trimestre de 2006.

Tampoco la industria –cuyo hipotético declive ha sido un tema recurrente en la campaña electoral– acaba de capitalizar la recuperación. Aunque en febrero se

La expansión compromete la estabilidad de precios.

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

produjo un repunte de la producción industrial, ni el nivel de la confianza industrial ni la evolución de los pedidos del sector permiten esperar más que una moderada estabilización del ritmo de actividad del sector secundario. Esta tesitura deja a los servicios como principal motor sectorial de la expansión, un papel que, a tenor del alza de la confianza del sector hasta marzo pasado, está desempeñando de forma satisfactoria.

Cabe finalizar este repaso a la coyuntura francesa, en conjunto favorable, con una nota final optimista: a pesar de la recuperación y del dinamismo de la demanda interna, los precios de consumo siguen anclados en una zona de reducidas tensiones. Así, en marzo, el IPC creció apenas un 1,2% interanual, un ritmo similar al registrado desde el cuarto trimestre de 2006.

Italia: la *dolce vita*... económica

Insensible a la incertidumbre política, la economía italiana sigue encarrilada en una senda de expansión. Aunque parece indudable que el primer trimestre refrenará en parte el expansivo ritmo del cuarto trimestre de 2006, los últimos datos conocidos avalan un tono coyuntural fa-

vorable. El indicador de sentimiento económico, que permite aproximar el ritmo de la actividad a nivel global, ha sumado 3 puntos en el primer trimestre, apuntando a que la etapa alcista del ciclo continúa.

Uno de los puntales de la actual recuperación está siendo la demanda interna y, más concretamente, el consumo privado. A tenor de la positiva evolución de la confianza del consumidor, situado en el nivel de los 13 puntos negativos en marzo (a comparar con los 15 puntos negativos de febrero), el gasto de las familias va a seguir desempeñando este rol en la coyuntura transalpina.

También está protagonizando una contribución notable la demanda externa. En febrero, el déficit comercial, en saldo acumulado de doce meses, se situaba en los 19.800 millones de euros, frente al déficit de 20.900 millones de euros de un mes atrás. De forma un tanto paradójica, la producción industrial, claramente orientada a la exportación, ha cedido en su impulso en los dos primeros meses del año, de manera que apenas crecía un 0,5% interanual en febrero. Con las exportaciones creciendo a un ritmo del 14% interanual en la media de enero y febrero, cabe esperar que la actividad industrial

En Italia, el primer trimestre apunta a un ritmo de actividad satisfactorio.

El consumo privado mantiene un tono favorable, y en similar tesitura se encuentra la exportación.

ITALIA: 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	Febrero	Marzo
PIB	0,2	1,9	1,7	1,7	1,6	2,8	–	...	–
Ventas al por menor	0,4	1,2	0,5	1,8	1,6	1,0	0,0	...	...
Producción industrial	–0,8	2,6	3,2	1,9	1,6	3,8	1,6	0,5	...
Tasa de paro (*)	7,7	6,8	7,2	6,9	6,7	6,5	–	...	–
Precios de consumo	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2	1,8	1,7	1,8	1,7
Balanza comercial (**)	–9,4	–18,2	–12,9	–16,5	–21,3	–22,0	–20,9	–19,8	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

supere un bache que debería ser meramente puntual.

Por el contrario, la evolución del paro y de los precios es abiertamente positiva. Así, el IPC creció, en marzo, un 1,7% interanual, consolidando la inflación en los niveles inferiores al 2% en que se situó en el cuarto trimestre de 2006. También la evolución de la tasa de paro es favorable. En el cuarto trimestre de 2006, último dato disponible, ésta se situó en el 6,5% de la población activa, con lo que suma cuatro trimestres consecutivos en descenso.

Reino Unido: tarjeta roja a la inflación

La noticia del mes ha sido, indudablemente, que la inflación se ha situado en el 3,1% interanual. La carta de Melvyn King, gobernador del Banco de Inglaterra, a Gordon Brown, ministro de economía, explicando por qué la situación ha sobrepasado en más de un punto porcentual el objetivo oficial del 2% –situación que preceptivamente genera la obligación de explicar públicamente la desviación– es ilustrativa: sólo en parte la desviación se ha debido a los componentes volátiles de alimentación y energía; el trasfondo real

es una economía que está creciendo a un ritmo intenso, especialmente debido al dinamismo de la demanda interna, lo que está aumentando las tensiones.

Los últimos datos disponibles avalan el veredicto de King. Las ventas al por menor crecieron en febrero un 4,9% interanual, su máximo desde noviembre de 2004. La confianza del consumidor se ha recuperado con holgura del bache inesperado de enero pasado. Las matriculaciones de turismos han recuperado ritmo en marzo. En definitiva, tres indicadores clave de consumo muestran una tendencia alcista bastante notoria. Si a esta situación de demanda interna en expansión se le suma una tasa de paro en niveles históricamente reducidos (2,9% en marzo), la evidencia de una economía que tiende a «recalentarse» parece abundante.

Los indicadores de oferta, que aproximan el pulso cíclico con mayor precisión, reiteran el diagnóstico anterior. Aunque la producción industrial sigue renqueando, todos los restantes indicadores principales de oferta son expansivos. El sentimiento económico se ha situado en el nivel de los 111 puntos en marzo, un registro no alcanzado desde febrero de 2005. Igual-

La inflación británica, en el 3,1% en marzo, dispara las alarmas.

REINO UNIDO: 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	Febrero	Marzo
PIB	1,9	2,8	2,4	2,7	2,9	3,0	–	...	–
Ventas al por menor	1,9	3,2	1,7	3,4	3,8	3,8	3,5	4,9	...
Producción industrial	–1,9	0,1	–0,7	–0,4	0,6	1,0	0,4	0,3	...
Tasa de paro (*)	2,7	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9
Precios de consumo	2,0	2,3	1,9	2,2	2,4	2,7	2,7	2,8	3,1
Balanza comercial (**)	–64,9	–78,5	–72,0	–77,5	–81,4	–83,2	–83,2	–82,6	...

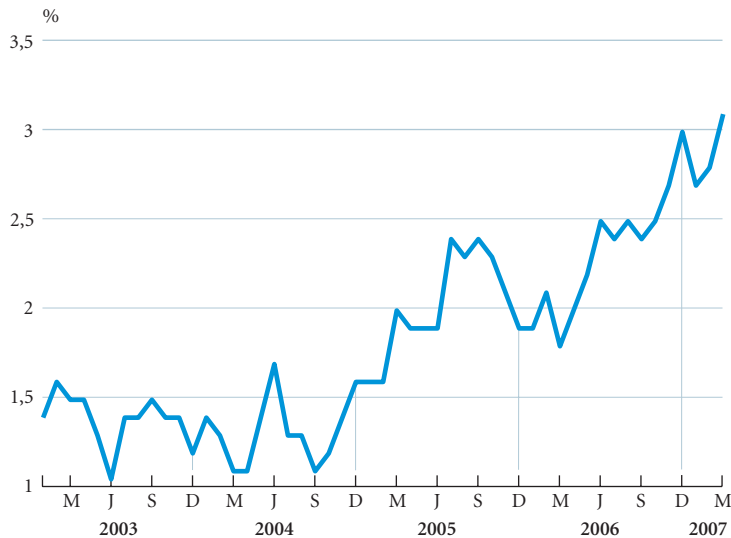
NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

¿INFLACIÓN FUERA DE CONTROL EN EL REINO UNIDO?

Variación interanual del índice de precios de consumo



FUENTES: Oficina de Estadísticas Nacionales y elaboración propia.

mente los indicadores de servicios y construcción muestran una última tendencia alcista. Partiendo de esta situación, todo

apunta a que la reconducción de los equilibrios será lenta.

El elevado dinamismo de la demanda interna no remite, lo que va a complicar el reequilibrio económico británico.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

El Banco Central Europeo apunta a una nueva elevación del tipo de interés en junio hasta el 4%.

Movimientos alcistas del Banco de Inglaterra y del BCE a la vista

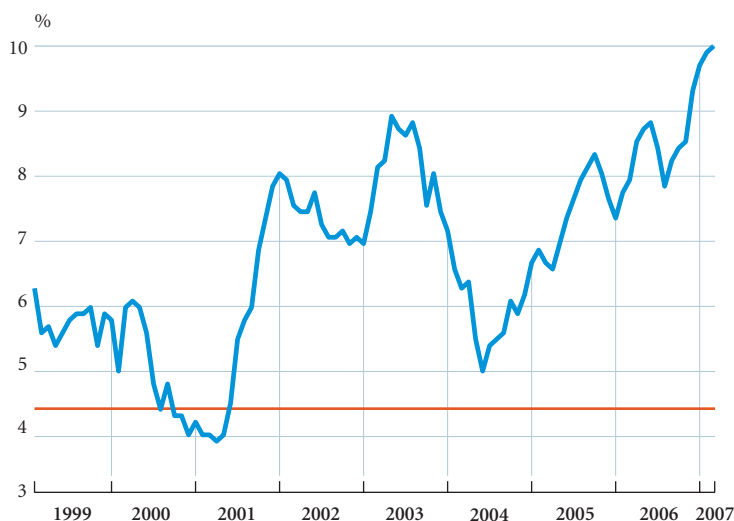
El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener sus tipos de interés rectores en su reunión del día 12 de abril, tal como se esperaba. No obstante, en su análisis de la situación económica y financiera reconoció que seguían existiendo riesgos al alza para la inflación. De hecho, en marzo la inflación armonizada de la eurozona se elevó hasta el 1,9%, cerca del límite fijado por el BCE. Asimismo, el agregado monetario amplio del área del euro, la denominada M3, registró un crecimiento anual del 10,0% en febrero, el nivel máximo desde el lanzamiento del euro, más que doblando el crecimiento de referencia del 4,5% establecido por el propio BCE.

En este contexto, el presidente Jean-Claude Trichet recordó que los tipos de interés todavía se colocan en un nivel moderado y sugirió que se aproximaba una nueva vuelta de tuerca de la política monetaria, que probablemente tendrá lugar a primeros de junio. Esta perspectiva no resulta del agrado de todo el mundo y el representante de un conocido lobby empresarial europeo lanzó advertencias en contra de subidas más allá de la cota del 4%. No obstante, no sería extraño que se produjese esta eventualidad en el segundo semestre.

Al otro lado del canal de la Mancha, la legislación vigente obligó al gobernador del Banco de Inglaterra, Mervyn King, a escribir una carta al ministro de economía, Gordon Brown, explicando los mo-

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO DE LA EUROZONA ANOTA UN CRECIMIENTO MÁXIMO HISTÓRICO

Tasa de variación interanual de las M3 del área del euro



NOTA: La línea roja corresponde al crecimiento de referencia del 4,5%.
FUENTE: Banco Central Europeo.

tivos de una desviación de la inflación en más de un punto porcentual del objetivo establecido del 2%, así como las medidas que pensaba tomar para reconducir la subida de los precios. Es la primera vez que esto ocurre en los casi diez años que rige la independencia del instituto emisor británico. El gobernador del banco central reconoció que se habían dado las condiciones para que las empresas trataran de aumentar sus márgenes de beneficio, comprimidos a consecuencia del pasado encarecimiento del petróleo. King expresó su determinación de lograr situar la inflación en el 2%, lo cual creía que se conseguiría hacia el final del año, aunque señalaba que existían riesgos alcistas. En

estas circunstancias, se reafirma la previsión de una nueva subida del tipo de interés de referencia del Banco de Inglaterra en la próxima reunión de mayo, lo que lo situaría en el 5,50%, y que podría no ser la última.

La Reserva Federal de Estados Unidos, por su parte, no tiene concertada ninguna reunión de su comité de política monetaria en abril. Las manifestaciones realizadas por su presidente, Ben Bernanke, en las últimas semanas, así como las últimas actas publicadas, han reafirmado su postura de preocupación por la inflación y también, en segundo plano, por el crecimiento. De esta forma, mantenemos las previsiones

El repunte de la inflación de marzo en el Reino Unido dispara las expectativas alcistas de tipos de interés.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)		Tres meses (5)
		Tres meses	Un año				Tres meses (5)	Tres meses (5)	
2006									
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	3,55	3,82	4,09	5,25	5,36	0,57	5,25	5,57	2,21
Marzo (*)	3,75	3,89	4,11	5,25	5,35	0,67	5,25	5,55	2,26
Abril (1)	3,82	4,01	4,28	5,25	5,36	0,65	5,25	5,71	2,34

NOTAS: (*) Cifras provisionales.

(1) Día 26.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 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%), 8-3-07 (3,75%).

(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 de la India anuncia otra subida de tipos, que probablemente no será la última en esta fase.

de estabilidad para las próximas citas, que podrían dar paso, sin embargo, a un retoque a la baja en el último cuatrimestre.

En la otra orilla del Pacífico, el gobernador del Banco de Japón, Toshiniko Fukui, declaró ante el Parlamento que las condiciones monetarias niponas seguían siendo muy relajadas y apuntó a una senda gradual de elevaciones de los tipos de interés. No obstante, no creemos que la próxima subida se materialice en la reunión del 27 de abril, sino que probablemente ocurra en el verano.

En cambio, más al sur del continente asiático, sí se produjeron novedades. Al final de marzo el Banco de la India anunció un aumento de su tipo de interés de intervención en 25 puntos básicos hasta el 7,75%, continuando el giro alcista iniciado en septiembre de 2004. Asimismo, elevó el coeficiente de caja en medio punto hasta el 6,50%. Estas medidas tienen por objetivo hacer frente a las tensiones inflacionistas en una economía con síntomas de recalentamiento, como una in-

flación anual del 7,6%, según el índice para los trabajadores industriales, y un crecimiento anual del crédito del 29,5%, en un entorno de optimismo que se refleja, en otro ámbito, en la euforia que se ha desatado recientemente a raíz de la fastuosa boda de dos estrellas de Bollywood, Abhishek Bachchan y Aishwarya Rai, ex Miss Mundo. Dado el lento ritmo de las necesarias reformas estructurales, son previsibles nuevos movimientos restrictivos de política monetaria para enfriar la economía.

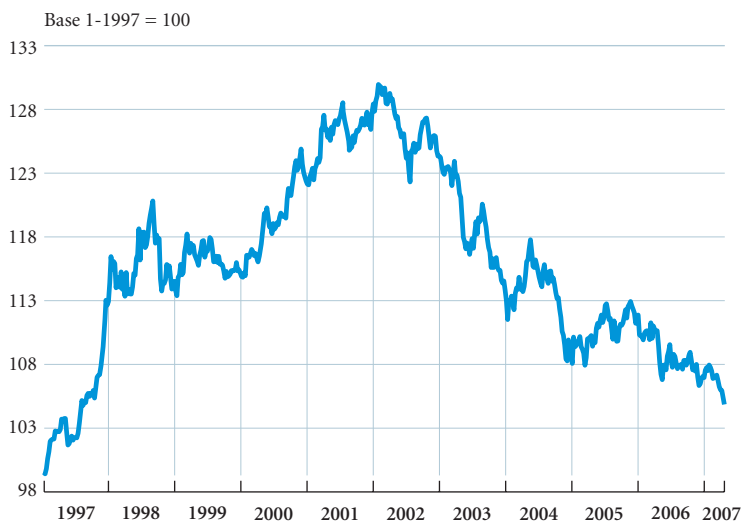
El euro exhibe su fortaleza ante el dólar y el yen

La incertidumbre sobre la evolución de la economía norteamericana, que ha motivado expectativas bajistas de los tipos de interés, junto con la perspectiva de mayores alzas de los tipos en otras zonas geográficas, han pasado factura a la moneda de Estados Unidos en las últimas semanas. El dólar también sufrió a consecuencia del recrudescimiento de las

Las perspectivas bajistas del tipo de interés del dólar le perjudican.

EL DÓLAR CAE HASTA EL NIVEL MÍNIMO DE LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS

Tipo de cambio efectivo nominal del dólar



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 20 de abril.
FUENTE: Reserva Federal de Estados Unidos.

tensiones comerciales con China. De esta manera, en la cuarta semana de abril la divisa estadounidense se depreció hasta el nivel más bajo desde julio de 1997 en relación con una amplia serie de monedas.

Asimismo, posiblemente también ha jugado en contra del dólar la diversificación de las reservas de divisas de los bancos centrales. Los últimos datos de 2006 indican que el dólar ha continuado perdiendo cuota en el total de las reservas mundiales, si bien suavemente. En cualquier caso, las previsiones de una depreciación

del dólar en 2007 se están cumpliendo, por lo menos de momento.

La debilidad del dólar ha sido aprovechada por otras monedas, como el euro y la libra esterlina, que justamente en 2006 también aumentaron su participación en las reservas de divisas globales. Así, la moneda única europea superó los 1,36 dólares en la tercera semana de abril, y marcó un máximo histórico en la siguiente semana. El euro ha reflejado así la mejora de las perspectivas económicas en la eurozona y la consiguiente expectativa de nuevas alzas de los tipos de inte-

El euro se fortalece con la mejora de las perspectivas económicas de la eurozona.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Marzo 2007

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 26-04-07
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2006	Anual	
Frente al dólar de EEUU							
Yen japonés	117,7	-0,7	117,2	-2,7	-0,2	-0,1	119,5
Libra esterlina (1)	1,968	0,2	1,948	-0,6	-0,8	11,7	1,991
Franco suizo	1,214	-0,4	1,218	-1,7	0,6	-6,7	1,209
Dólar canadiense	1,154	-1,4	1,169	-0,2	1,3	1,0	1,122
Peso mexicano	11,04	-1,0	11,11	1,1	2,4	3,4	10,93
<i>Índice efectivo nominal (4)</i>	<i>106,0</i>	<i>-0,9</i>	<i>106,7</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,0</i>	<i>-3,6</i>	<i>104,9</i>
Frente al euro							
Dólar de EEUU	1,332	0,8	1,324	1,3	0,2	10,2	1,360
Yen japonés	157,3	0,6	155,2	-1,5	0,2	10,1	162,3
Franco suizo	1,625	0,7	1,612	-0,5	0,9	2,8	1,643
Libra esterlina	0,680	0,9	0,680	1,8	1,1	-1,3	0,682
Corona sueca	9,346	0,8	9,299	1,2	2,9	-1,1	9,152
Corona danesa (3)	7,451	0,0	7,449	-0,1	-0,1	-0,2	7,451
Zloty polaco	3,867	-1,3	3,886	-0,2	1,9	0,1	3,774
Corona checa	28,01	-1,0	28,06	-0,6	1,1	-2,1	28,12
Forint húngaro	247,8	-2,7	249,9	-1,4	-1,6	-4,2	245,9
<i>Índice efectivo nominal (5)</i>	<i>106,4</i>	<i>0,4</i>	<i>106,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>	<i>4,1</i>	<i>107,5</i>

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 $\pm 2,25\%$.

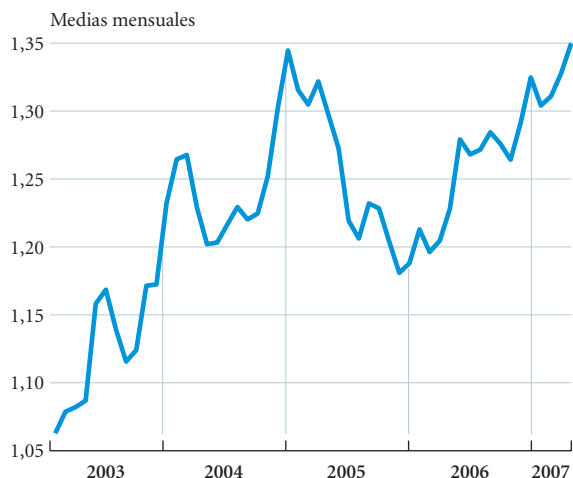
(4) Índice efectivo nominal amplio del dólar de la Reserva Federal de Estados Unidos. Calculado como media ponderada del valor del dólar contra las 26 monedas de los países con mayor volumen de comercio con Estados Unidos. Base: 1-1997 = 100.

(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 24 principales socios comerciales de la zona del euro. Base: 1-1999 = 100.

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

EL EURO ANOTA UN MÁXIMO HISTÓRICO CONTRA EL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro

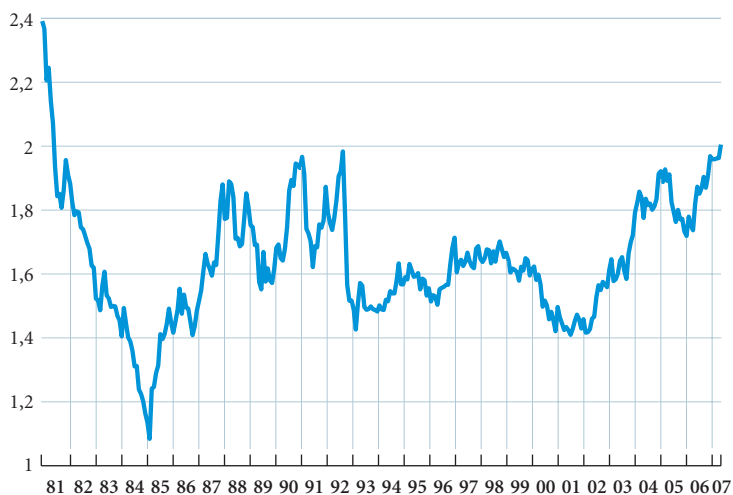


NOTA: Los datos alcanzan hasta el 26 de abril.

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

LA LIBRA ESTERLINA MARCA LA COTIZACIÓN MÁXIMA DE LOS ÚLTIMOS VEINTESÉIS AÑOS FRENTE AL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por libra esterlina



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 20 de abril.

FUENTE: Thomson Financial Datastream.

La libra esterlina capitaliza las expectativas alcistas del tipo de interés del Banco de Inglaterra.

rés. De este modo, la apreciación del euro no ha levantado en esta ocasión agudas protestas por parte de los dirigentes políticos europeos.

Igualmente, la libra esterlina ha capitalizado la depreciación del dólar, impulsada por el descuento de nuevas subidas de tipos de interés del Banco de Inglaterra.

Así, en la tercera semana de abril la libra superó la cota de los 2 dólares y marcó el nivel máximo desde principios de junio de 1981 con relación al dólar.

Por su parte, el yen ha oscilado en las últimas semanas influido por la aversión al riesgo. En la medida en que se reemprendía el *carry trade*, operaciones de endeudamiento en monedas con bajos tipos de interés e inversión subsiguiente en divisas de alto rendimiento, la moneda japonesa tendía a la baja, remontando en los momentos en que se imponía el miedo. Esto es debido a que estas operaciones explotan el diferencial de tipos de interés. En condiciones de baja volatilidad de los tipos de cambio hay ganancias, pero se puede incurrir en pérdidas si se produce un movimiento adverso brusco del tipo de cambio. Así, en la cuarta semana de abril el yen marcó un mínimo histórico frente al euro, superándose las 162 unidades por euro.

Las rentabilidades de los bonos rebotan

Los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo jugaron el papel de refugio durante la crisis en los mercados financieros internacionales iniciada hacia finales de febrero con el desplome de la bolsa china. No obstante, una vez que se recuperó la calma se revirtieron los trasvases desde la renta variable, y en la primera semana de abril el rendimiento de los bonos norteamericanos había repuntado hasta los niveles previos a las turbulencias. Sin embargo, el tipo de interés a largo plazo volvió a ceder en ocasiones puntuales en que se elevó la aversión al riesgo. Con todo, a mediados de la cuarta semana de abril el tipo de interés de la deuda pública estadounidense a largo plazo se hallaba en torno al nivel inicial del ejercicio.

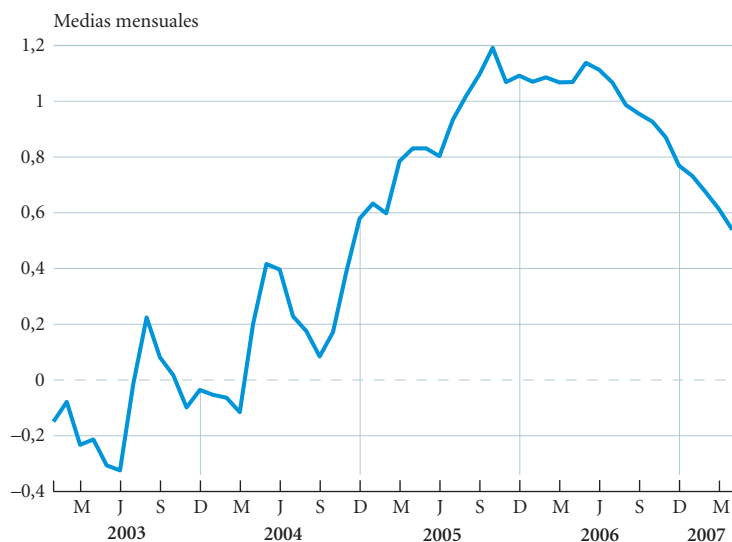
En Europa, los bonos del Estado alemanes siguieron una evolución parecida al

El yen marca un mínimo histórico frente al euro en la cuarta semana de abril.

Se revierten los trasvases desde la renta variable a la fija una vez recuperada la calma.

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

Diferencia de rentabilidad de los bonos públicos a 10 años de Estados Unidos y Alemania, en porcentaje anual



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 26 de abril.

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

	2005	2006	2006			2007			
			II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo	26 abril
Estados Unidos	4,33	4,85	5,13	4,96	4,68	4,81	4,79	4,61	4,69
Japón	1,39	1,75	1,90	1,80	1,70	1,71	1,71	1,62	1,65
Alemania	3,38	3,78	3,96	3,89	3,77	4,03	4,05	3,95	4,21
Francia	3,41	3,80	3,99	3,90	3,78	4,06	4,10	3,99	4,26
Italia	3,56	4,05	4,27	4,18	4,03	4,24	4,27	4,18	4,41
España	3,39	3,79	3,97	3,89	3,79	4,07	4,11	4,01	4,27
Reino Unido	4,47	4,55	4,65	4,67	4,65	4,93	4,98	4,86	5,08
Suiza	2,04	2,46	2,67	2,61	2,38	2,55	2,57	2,59	2,77

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

La ratio de morosidad de los bonos globales de alto rendimiento anota el menor nivel de los últimos diez años.

otro lado del Atlántico en las últimas semanas. Sin embargo, dadas las mejores expectativas de actividad económica en relación con Estados Unidos, el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre el dólar y el euro ha tendido a estrecharse sensiblemente. Así, hacia mediados de abril se colocó por debajo de 50 puntos básicos, lo que no ocurría desde el final

de 2004, cuando el nivel del tipo de interés oficial de la Fed alcanzó el del Banco Central Europeo.

Como se ha comentado más arriba, después de la tormenta de finales de febrero la situación se fue normalizando gradualmente. Así, la prima de riesgo de los bonos soberanos emergentes, medida como

LA PRIMA DE RIESGO DE LOS PAÍSES EMERGENTES, DE NUEVO EN NIVELES MÍNIMOS

Diferencial de la deuda soberana de los países emergentes respecto a la del Tesoro de EEUU medido con el índice JP Morgan EMBI+



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 20 de abril.

FUENTES: JP Morgan y Thomson Financial Datastream.

el diferencial de tipos de interés en relación con la deuda del Tesoro de Estados Unidos, marcó de nuevo un mínimo histórico en la segunda semana de abril.

Asimismo, la prima de riesgo de los bonos empresariales de baja calidad crediticia también ha ido disminuyendo en las últimas semanas hasta niveles reducidos. Esta evolución se apoya en ratios de morosidad bajas. Así, según la agencia de calificación Moody's, la ratio de morosidad de los bonos basura globales cayó hasta el 1,4% en los doce últimos meses hasta marzo, la menor cota en los últimos diez años. No obstante, es probable que se produzca un repunte de la morosidad en los próximos meses al restringirse la liquidez y con el cambio en el ciclo económico en algunas zonas geográficas.

Por otro lado, de acuerdo con datos de Dealogic, en el primer trimestre de 2007 los fondos obtenidos por las empresas globalmente anotaron un máximo histórico de 1,5 billones de dólares. La demanda de financiación ha sido impulsada en

parte por las operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones.

Las bolsas recobran el pulso

Después de un periodo de fuertes pérdidas comenzado hacia el final de febrero, las bolsas internacionales fueron recuperando terreno hasta marcar nuevos récords en las primeras semanas de abril. La buena marcha macroeconómica global, con las perspectivas de crecimiento de los beneficios empresariales, el dinamismo de las operaciones societarias y la todavía abundante liquidez global impulsaron a los mercados de valores. No obstante, recientemente el Fondo Monetario Internacional ha lanzado un mensaje de alerta de que subsisten riesgos en los mercados financieros internacionales. Ciertamente, aunque persiste la tendencia alcista, no se pueden descartar nuevos episodios de turbulencias en lo que resta de ejercicio.

Por otra parte, la evolución de las bolsas también ha reflejado las distintas fases del

Máximo histórico de la financiación global a las empresas en el primer trimestre.

La buena marcha macroeconómica global, el dinamismo de las operaciones corporativas y la abundante liquidez impulsan a las bolsas.

LAS BOLSAS INTERNACIONALES VUELVEN A MARCAR MÁXIMOS HISTÓRICOS

Índice global de las bolsas



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 20 de abril.

FUENTE: Thomson Financial Datastream.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

30-03-2007

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Cotización a 26-4-07	
					% variación acumulada	% variación sobre la misma fecha de 2004
Nueva York						
<i>Dow Jones</i>	12.354,4	0,7	-0,9	11,2	5,2	25,5
<i>Standard & Poor's</i>	1.420,9	1,0	0,2	9,7	5,4	31,6
<i>Nasdaq</i>	2.421,6	0,2	0,3	3,5	5,8	25,4
Tokio	17.287,7	-1,8	0,4	1,3	1,2	43,3
Londres	6.308,0	2,2	1,4	5,8	4,0	41,5
Zona del euro	4.181,0	2,3	1,5	8,5	7,1	52,9
<i>Francfort</i>	6.917,0	3,0	4,9	15,9	12,0	79,0
<i>París</i>	5.634,2	2,1	1,7	7,9	7,3	57,0
<i>Amsterdam</i>	510,5	4,1	3,1	8,9	7,8	50,6
<i>Milán</i>	32.541,0	2,1	2,0	11,0	6,6	59,4
<i>Madrid</i>	14.641,7	2,8	3,5	23,5	3,3	74,7
Zurich	8.977,0	2,1	2,2	11,9	7,9	61,2
Hong Kong	19.800,9	0,8	-0,8	25,3	3,5	70,3
Buenos Aires	2.102,8	1,7	0,6	16,8	4,7	89,7
São Paulo	45.804,0	4,4	3,0	20,7	10,3	130,1

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

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

La crisis de las hipotecas de alto riesgo castiga al sector financiero en Estados Unidos.

Euforia en los mercados europeos con un índice IBEX 35 que logra rebasar la cota de los 15.000 puntos por primera vez, pero la pierde al ceder las inmobiliarias.

ciclo económico en que se encuentran los mercados. Así, la bolsa norteamericana presenta un balance sobre diciembre relativamente discreto, afectada por las incertidumbres que planean sobre esta economía a raíz sobre todo de la delicada situación del mercado inmobiliario. De todos modos en la cuarta semana de abril el tradicional índice Dow Jones marcó un nuevo récord y el Standard & Poor's y el Nasdaq nuevos máximos anuales. Por sectores, el que presentaba las mayores ganancias en lo que llevamos de año era el de servicios públicos, un sector defensivo, de acuerdo con las perspectivas de una moderación de la actividad económica en los próximos meses. En el polo opuesto, el sector con menores alzas era el financiero, perjudicado por la crisis de las hipotecas de alto riesgo.

Los mercados europeos, en cambio, han traslucido una cierta euforia por la mejora de las perspectivas económicas. En particular, el mercado alemán mostraba un avance de dos dígitos y encabezaba la clasificación entre los principales parques de la eurozona. Las operaciones corporativas transnacionales, como en los sectores inmobiliario y bancario, continuaron animando la contratación y las cotizaciones. El índice IBEX 35 de la bolsa española también superó el máximo histórico de febrero y rebasó la cota de los 15.000 puntos por primera vez en la segunda semana de abril. No obstante, en la cuarta semana de abril sufrió una sensible caída debido a un desplome de las inmobiliarias, afectadas por la desaceleración del sector, con lo que las ganancias del IBEX 35 sobre diciembre se redujeron al 3%.

En cuanto a las bolsas emergentes, que resultaron muy castigadas durante la crisis desencadenada al final de febrero, también lograron remontar posiciones y en general marcaron nuevos máximos históricos en la tercera semana de abril. No obstante, persistió la volatilidad. Como botón de muestra, hacia el final de la ter-

cera semana de abril, la bolsa de Shanghai cayó el 4,5% en una sesión por temores acerca de nuevas medidas restrictivas por parte del gobierno. Sin embargo, posteriormente, tanto este mercado como los emergentes en general recuperaron terreno.

Las bolsas emergentes también consiguen remontar posiciones, aunque persiste la volatilidad.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

La economía española mantiene un ritmo expansivo muy vivo.

Balance favorable para la actividad de las empresas en 2006...

La economía española sigue en franca expansión

La información sobre la marcha de la actividad durante el primer trimestre de 2007 es todavía incompleta, pero todo parece indicar que el ritmo expansivo del producto interior bruto (PIB) en dicho periodo podría haber rozado el 4%, igual que en el cuarto trimestre de 2006. La principal diferencia estribaría en el mayor protagonismo de la industria y el sector exterior como motores del crecimiento. Para el resto del año, cabría esperar una mayor moderación del ritmo de avance, de acuerdo con las últimas tendencias observadas.

En el contexto aludido, la situación financiera de las empresas continúa sien-

do excelente. Los datos de la Central Trimestral del Banco de España corroboran que el ejercicio de 2006 se cerró con un balance muy favorable para todas las actividades productivas. De acuerdo con dicha información, el valor añadido bruto (VAB) de las empresas que colaboran en la muestra del Banco de España creció un 6,3% en 2006, frente al 3,5% registrado el año anterior. La industria, que consolidó plenamente su recuperación, se alineó entre los sectores más dinámicos, junto con el comercio, el transporte y las comunicaciones.

Los gastos de personal crecieron un 4,6%, siete décimas más que en 2005, debido principalmente al aumento del empleo (1,8%), en un contexto de moderación de las remuneraciones por empleado, que

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual

	2004	2005	2006
Valor de la producción	8,0	13,1	11,0
Consumos intermedios	9,3	18,5	13,3
Valor añadido bruto (VAB)	5,7	3,5	6,3
Gastos de personal	3,0	3,9	4,6
Resultado económico bruto de explotación	7,9	3,3	7,5
Ingresos financieros	0,1	34,2	10,0
Gastos financieros	-7,5	4,9	34,5
Amortizaciones y provisiones	-0,8	-0,1	1,2
Resultado ordinario neto	16,5	14,1	5,1
Plusvalías e ingresos extraordinarios	-39,4	32,2	36,4
Minusvalías y gastos extraordinarios	-27,3	71,4	-25,2
Provisiones e impuestos	-5,9	-24,1	57,7
Resultado neto	6,5	27,6	13,4

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

crecieron un 2,8%, frente al 3,2% en 2006. El comportamiento de los agregados anteriores permitió que el resultado económico bruto de explotación se incrementara en un 7,5%, más del doble que en 2005.

El fuerte incremento de los gastos financieros (34,5%) respondió en gran medida al crecimiento del endeudamiento, dado que la subida de los tipos de interés de referencia tuvo un impacto más limitado. No obstante, el considerable aumento de las plusvalías e ingresos extraordinarios (36,4%) junto con la caída de las minusvalías y otros quebrantos (25,2%) determinaron, al final, que el resultado neto experimentara un crecimiento notable (13,4%). También los niveles de rentabilidad se mantuvieron en cotas muy elevadas, superiores incluso a las obtenidas en ejercicios precedentes.

Con relación a los indicadores de actividad más recientes, y desde la perspectiva de la oferta, la industria mantiene un rit-

mo de avance muy vivo, superior al 4% en los dos primeros meses del año. Casi todas las ramas de actividad registraron un fuerte aumento de la producción en dicho periodo, con excepción de las correspondientes al sector textil y a la construcción de equipos informáticos, que continuaron en retroceso.

En la construcción, el conjunto de indicadores apunta a que el nivel de actividad continúa siendo elevado. Por lo que se refiere a la vivienda, a pesar de las señales de moderación procedentes del mercado inmobiliario, el ritmo de construcción continúa siendo intenso, situación que previsiblemente va a tener continuidad en los próximos meses, a tenor del aumento registrado de las obras iniciadas.

Entre los signos de moderación aludidos, destacan el estancamiento del total de las operaciones de compraventa realizadas durante el último trimestre de 2006 y, también, la desaceleración del crecimen-

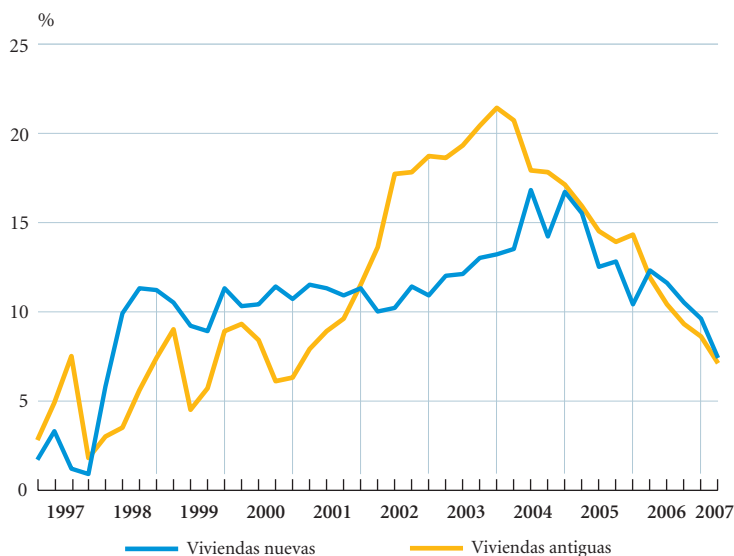
...que ven aumentados los beneficios y sus niveles de rentabilidad.

La industria continúa en expansión...

...y el ritmo de actividad en la construcción sigue siendo alto.

SE MODERA SIGNIFICATIVAMENTE EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LAS VIVIENDAS

Variación interanual del precio por metro cuadrado de la vivienda libre



NOTA: Desde el primer trimestre de 2005, la vivienda nueva corresponde a la de menos de dos años de antigüedad y la antigua a la de más de dos años; con anterioridad el criterio diferencial era de un año.

FUENTES: Ministerio de Vivienda y elaboración propia.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006				2007		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
Industria									
Consumo de electricidad (1)	3,5	3,7	2,3	3,3	5,9	3,5	6,5	4,9	3,4
Índice de producción industrial (2)	0,7	3,9	2,6	4,0	4,2	4,6	4,8	3,5	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-4,8	-2,7	-5,3	-2,7	-2,3	-0,3	3,0	1,0	3,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,2	80,5	79,7	80,5	80,3	81,6	-	80,6	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	1,6	10,5	10,3	6,4	13,8	12,1	21,6	...	...
Construcción									
Consumo de cemento	7,3	8,3	17,1	4,0	5,2	8,4	13,4	2,3	-2,1
Indicador de confianza en la construcción (3)	22,4	14,2	15,3	11,7	14,7	15,0	10,0	11,0	11,0
Viviendas (visados obra nueva)	6,2	18,6	18,9	6,9	50,5	0,2	-0,8	...	...
Licitación oficial	18,5	31,2	15,1	34,8	19,1	54,4	5,7	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	4,4	5,0	5,2	3,8	5,9	5,2	6,2	5,6	...
Turistas extranjeros	6,6	4,5	0,9	9,6	3,7	2,5	4,0	4,4	6,9
Ingresos turismo	6,0	5,6	3,0	11,0	4,9	3,1	5,3	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,2	-1,2	8,1	-2,7	-3,3	-6,4	1,6	-6,3	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,2	6,7	5,2	10,1	4,5	7,1	6,7	9,1	...
Consumo de gasóleo automoción	5,1	5,4	8,7	4,5	3,9	4,9	...	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

to del precio de las viviendas, que en el primer trimestre de 2007 se redujo al 7,2% interanual, 1,9 puntos menos que en el trimestre anterior y cerca de cinco puntos por debajo del nivel de hace un año. Se trata de la menor subida registrada desde 1999.

Por lo que se refiere a los servicios, los principales indicadores de actividad apuntan igualmente a un ritmo de actividad sostenido. De acuerdo con los índices de cifra de negocios del sector, el año empezó con un impulso notable, principalmente en los sectores del transporte, tecnologías de la información y

servicios a empresas. El turismo mantiene también un pulso muy firme, con un aumento del total de visitantes extranjeros del 5,3% interanual durante el primer trimestre de 2007 y un incremento de las pernoctaciones totales en hoteles (incluidas las debidas al turismo interior) del 4,7%.

Desde la perspectiva de la demanda, el consumo sigue mostrando en general un tono expansivo, principalmente el correspondiente a bienes no duraderos y servicios. En cambio, el consumo de algunos bienes duraderos muestra una mayor debilidad, acusando, probablemente, el en-

Buen tono general del consumo, pero más decaído en el capítulo de bienes duraderos.

durecimiento de las condiciones de financiación tras los sucesivos aumentos de los tipos de interés. Así, por ejemplo, el total de matriculaciones de automóviles retrocedió un 0,7% interanual en el primer trimestre, descenso que habría que situar, sin embargo, en el contexto del récord de ventas alcanzado en los años precedentes. En cambio, las ventas de motocicletas no pierden fuelle, con un aumento del 20% en estos tres meses.

El dinamismo del consumo ha contribuido en gran medida al auge actual de la economía española. Pero en la otra cara de la moneda está la caída soportada por el ahorro familiar. En 2006, la renta disponible bruta de las familias creció casi un 7%, pero debido a que el consumo creció todavía más, el ahorro bruto continuó

disminuyendo, hasta pasar a representar solamente cerca del 10% de dicha renta, la tasa menor desde 1999. Este nivel de ahorro resultó insuficiente para cubrir los crecientes gastos en inversión, fundamentalmente en vivienda, motivando que el endeudamiento de las familias continuara al alza.

En cuanto a la inversión, por último, casi todos los indicadores tienen un claro signo expansivo. Cabe destacar, por ejemplo, el fuerte incremento de la producción interior y de la importación de bienes de equipo. En la misma línea, las ventas a grandes empresas de equipo y software crecieron significativamente (por encima del 10% interanual) durante los dos primeros meses del año.

Las familias españolas ahorran cada vez menos.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006				2007		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	0,9	2,3	0,5	2,2	1,9	4,3	5,2	3,7	...
Importación de bienes de consumo (**)	7,9	8,9	20,5	5,9	2,4	7,6	-7,9	...	...
Matriculaciones de automóviles	2,1	-0,9	2,7	-3,6	-4,1	1,8	2,7	-4,4	-0,4
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	-10,3	-12,0	-10,0	-10,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-0,1	8,4	6,7	7,6	7,9	11,2	10,8	9,5	...
Importación de bienes de equipo (**)	20,4	3,2	10,0	-5,0	6,5	3,4	32,2	...	...
Matriculación de vehículos industriales	13,2	1,5	7,4	-0,2	0,5	-1,0	20,3	-6,2	-4,5
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	6,0	9,0	13,7	4,7	8,9	9,3	11,7	...	...
Exportaciones	0,2	5,6	12,7	3,7	1,7	4,7	6,0	...	...

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

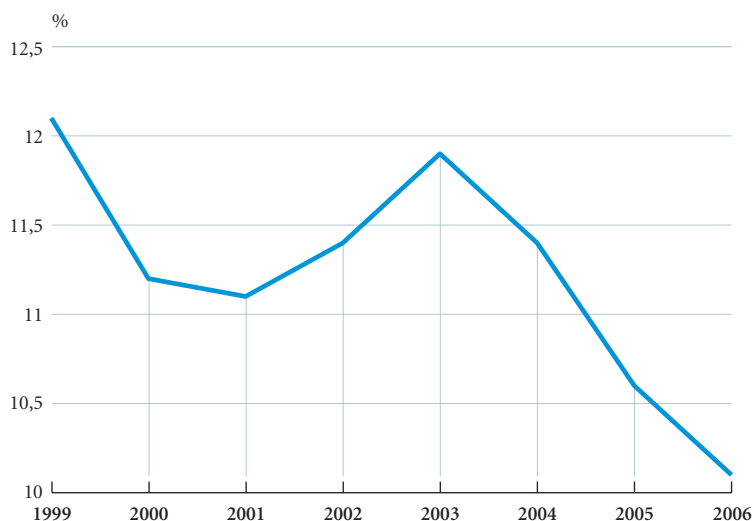
(**) En volumen.

(***) 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.

EL AHORRO DE LAS FAMILIAS CAE A MÍNIMOS HISTÓRICOS

Ahorro bruto sobre la renta disponible de las familias



FUENTES: INE y elaboración propia.

País Vasco, Murcia, Galicia y Cantabria crecen más del 4% en 2006.

En términos de PIB per cápita, Madrid casi dobla a Extremadura.

Favorables resultados macroeconómicos en las comunidades autónomas

En 2006, sólo dos de las diecisiete comunidades autónomas españolas, Extremadura y Madrid, crecieron menos que en el año anterior, en términos reales; el resto, emuló la tónica del conjunto de la economía española, cuyo crecimiento pasó del 3,5% en 2005 al 3,9% en 2006, según las estimaciones del Instituto Nacional de Estadística. El País Vasco, Murcia, Galicia y Cantabria alcanzaron crecimientos del 4,1%, gracias a la favorable coyuntura de sus respectivos sectores industriales y energéticos. La construcción de infraestructuras ligadas a la Exposición de 2008 en Zaragoza permitió que el PIB de Aragón avanzara un 4%, mientras que la construcción de infraestructuras de transporte y de viviendas en Castilla-La Mancha elevó su producto real un 3,9%. Por otra parte, la favorable evolución de la campaña turística favoreció a las comunidades con mayores pesos específicos en esta actividad, siendo destacable la pro-

gresión de Baleares, un 3,5%, después de varios años de bajo crecimiento.

En lo que va de década, los mayores crecimientos corresponden a las comunidades de la periferia sur y occidental, como Andalucía, Extremadura, Murcia o Cantabria, además del bloque central formado por Madrid y Castilla-La Mancha. De todas formas, sólo tres comunidades autónomas –Cataluña, Madrid y Andalucía– generan en conjunto algo más de la mitad del PIB total de la economía española.

El PIB per cápita de la economía española equivale al 90,4% del correspondiente a la media de la Unión Europea de 25 miembros, que Eurostat establece en 24.500 euros. Sin embargo, sólo cuatro comunidades autónomas alcanzan o superan esta marca: Madrid, País Vasco, Navarra y Cataluña. Cabe señalar, de todas formas, que las comunidades con niveles más bajos han experimentado en los últimos años en general crecimientos más sobresalientes en términos de PIB per cápita, como en los casos de Asturias, Galicia,

Extremadura, Castilla y León o Andalucía. Sin embargo, las distancias siguen siendo considerables, ya que Madrid, la

comunidad que encabeza el ranking, casi dobla el PIB per cápita de Extremadura, que ocupa la última posición.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Año 2006

	Producto interior bruto (*)		% variación real		PIB por habitante
	Millones de euros corrientes	% sobre total	2006	2000-2006	Euros corrientes
Andalucía	135.295	13,9	3,9	3,7	17.251
Aragón	30.090	3,1	4,0	3,3	23.786
Asturias	21.003	2,2	3,7	2,8	19.868
Baleares	24.391	2,5	3,5	2,3	24.456
Canarias	39.276	4,0	3,4	3,4	19.924
Cantabria	12.258	1,3	4,1	3,4	21.897
Castilla-La Mancha	33.077	3,4	3,9	3,5	17.339
Castilla y León	52.647	5,4	3,6	3,2	21.244
Cataluña	182.736	18,7	3,8	3,2	26.124
Comunidad Valenciana	94.922	9,7	4,0	3,3	20.239
Extremadura	16.134	1,7	3,5	3,5	15.054
Galicia	49.842	5,1	4,1	3,1	18.335
Madrid	172.608	17,7	3,9	3,5	28.850
Murcia	24.840	2,5	4,1	3,9	18.400
Navarra	16.478	1,7	3,9	3,2	27.861
País Vasco	59.994	6,1	4,1	3,1	28.346
La Rioja	7.120	0,7	3,4	2,9	23.495
Ceuta	1.442	0,1	3,3	3,4	20.171
Melilla	1.335	0,1	3,3	3,2	19.929
Total	976.189	100,0	3,9	3,3	22.152

NOTAS: (*) El total no coincide con la suma de CCAA por incluir PIB no regionalizable.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

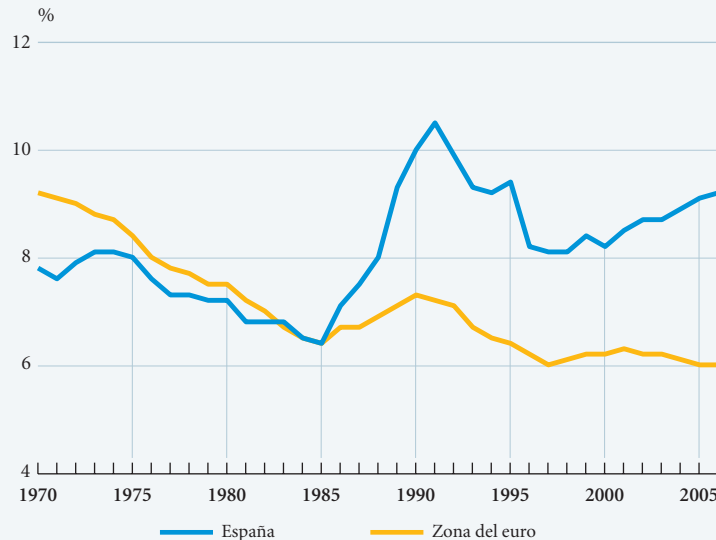
¿Es adecuado el nivel de las infraestructuras españolas?

Para responder a esta pregunta podemos comparar la situación de España con la existente en algunos países de referencia. Pero antes, quizás, habría que hacer algunas precisiones terminológicas. Las infraestructuras, en sentido amplio, abarcan tanto las económicas como las sociales. Las infraestructuras económicas son las vinculadas directamente a actividades productivas; en concreto, las relacionadas con el transporte y las destinadas a determinados suministros básicos (energía, agua, telecomunicaciones, etc.). Las infraestructuras sociales están vinculadas a ámbitos como la educación, la sanidad, la cultura y la provisión de determinados servicios públi-

cos (policía, bomberos, etc.). Pero también el término «infraestructuras» se emplea muchas veces en sentido restrictivo para aludir exclusivamente a las relacionadas con el transporte y las comunicaciones.

INTENSO CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN INFRAESTRUCTURAS TRAS LA INCORPORACIÓN DE ESPAÑA A LA UE

Formación bruta de capital en construcción no residencial sobre el PIB (en términos reales)



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea y elaboración propia.

En el sentido más amplio aludido anteriormente, cabe constatar el considerable esfuerzo realizado por nuestro país en los últimos años. Tal como puede apreciarse en el gráfico anterior, la formación bruta de capital en construcción no residencial –que, entre otros conceptos, incluye la inversión realizada en todas las infraestructuras, tanto de carácter público como privado– registró un impulso notable a partir de la incorporación de España a la Unión Europea (UE). Este salto se explica, en parte, por los fondos europeos recibidos por nuestro país tras su incorporación a la UE, que se aproximan al 0,8% del PIB en promedio anual, con máximos superiores al 1,5% del PIB en los primeros años de la presente década. En concreto, cerca de la mitad de los fondos recibidos en el periodo 1986-2006 (más de 90.000 millones de euros constantes de 2004) se destinaron a inversiones en infraestructuras.

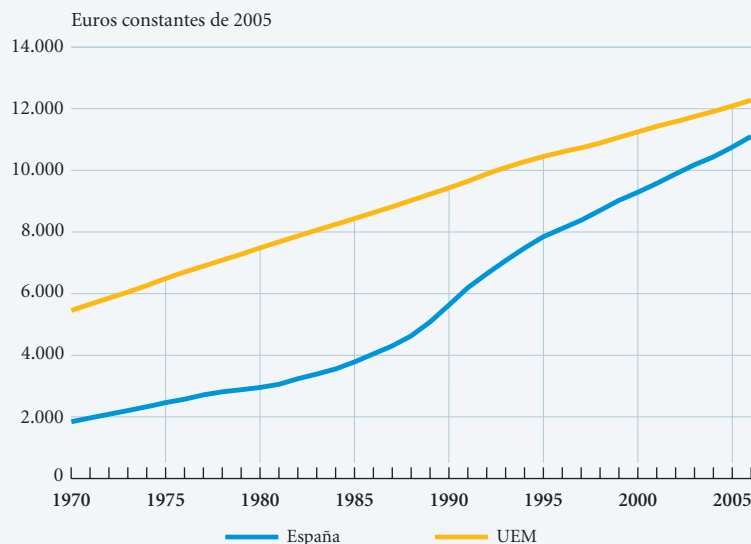
La inversión en construcción no residencial en el periodo considerado se situó en torno al 8,8% del PIB en promedio anual, cerca de 2,3 puntos superior al que se registró en los países de la zona del euro. Si limitamos exclusivamente nuestro análisis a la inversión pública, el porcentaje se cifra en torno al 3,6% del PIB, cerca de un punto más que en la zona del euro. En el gráfico siguiente, puede apreciarse como el valor del *stock* de capital público por habitante existente en España se ha ido acercando al promedio de la eurozona. A la luz de estos datos, podemos concluir que el progreso realizado en las dos últimas décadas ha sido muy importante y se ha conseguido reducir significativamente la distancia existente con el resto de países de la eurozona.

Por lo que se refiere a las infraestructuras de transporte, se han producido avances muy significativos en la red de carreteras, principalmente en vías de gran capacidad (véase el cuadro adjunto), hasta el punto de que, en la

actualidad, la red española de autopistas de peaje y autovías tiene una densidad superior a la media de la UE 15, tal como se indica en el cuadro correspondiente. En cambio, la situación española es comparativamente peor en lo relativo al sistema ferroviario, con estándares muy alejados de la media europea, lo que no es óbice para que España figure entre los países punteros en el desarrollo de líneas de alta velocidad, con cerca de 1.225 Km. operativos al final de 2006, sólo por detrás de Francia (1.573 Km.) y Alemania (1.291 Km.).

EL STOCK DE CAPITAL PÚBLICO EN ESPAÑA SE VA ACERCANDO A LOS ESTÁNDARES COMUNITARIOS

Stock de capital público por habitante



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea y elaboración propia.

Para completar el desarrollo de las redes de infraestructuras de transporte y poder atender así el aumento previsto de la demanda, el Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte (PEIT) del gobierno español plantea realizar un conjunto de actuaciones en el periodo 2005-2020, que tiene un coste aproximado de 241.000 millones de euros (en torno al 1,75% del PIB, en promedio anual). Las prioridades de dicho plan se centran principalmente en el transporte por ferrocarril, al que se dirige casi un 43% del volumen de inversión previsto, sobre todo en líneas de altas prestaciones (32%), y el transporte por carretera, con una participación del 25% sobre el gasto total estimado.

En un plano más cualitativo, el PEIT propone corregir algunas de las limitaciones actuales de las infraestructuras españolas. En el caso de la red de carreteras, se estima que adolece de un carácter acusadamente radial, con discontinuidades y déficit de accesibilidad a algunas partes del territorio, que es necesario corregir. Se constata, asimismo, la obsolescencia e inadecuación de parámetros de seguridad en partes significativas de la red de autovías de primera generación y de las carreteras convencionales. En la red ferroviaria, el PEIT detecta notables diferencias en niveles de calidad y seguridad entre las líneas del sistema e identifica las dificultades de integración en el marco internacional, debido a diversos factores condicionantes (el ancho de la vía, entre otros).

Asimismo, el PEIT prevé una inversión de 15.700 millones de euros (el 6,5% del total) para el transporte aéreo y 23.460 millones (el 10%) para el marítimo. Los aeropuertos de interés general gestionados por Aeropuertos Es-

DENSIDAD DE LAS REDES DE TRANSPORTE

Año 2004 (*)

	Red de autopistas y autovías		Red de ferrocarriles	
	Km por millones de personas	Km por miles de km ²	Km por millones de personas	Km por miles de km ²
Alemania	147,5	34,1	420,8	97,3
Austria	206,0	20,0	697,2	67,6
Bélgica	168,0	57,3	340,1	115,9
Dinamarca	190,3	23,8	516,0	64,6
España	253,8	21,2	339,9	28,4
Finlandia	125,1	1,9	1.099,9	17,0
Francia	172,1	19,1	484,7	53,8
Grecia	67,2	5,6	221,8	18,6
Irlanda	47,7	2,7	476,4	27,3
Italia	112,8	21,7	280,5	53,9
Países Bajos	144,1	56,4	172,9	67,7
Portugal	200,5	22,9	272,0	31,0
Reino Unido	60,9	14,9	276,6	67,7
Suecia	183,8	3,7	1.231,1	24,6
UE15	145,5	17,2	392,0	46,4
UE25	129,0	14,8	432,8	49,8

NOTA: (*) Último año disponible para el conjunto de países seleccionados.

FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

pañoles y Navegación Aérea (AENA) son 48, pero la actividad se halla muy concentrada. En Madrid-Barajas se registra casi la cuarta parte de todo el tráfico de pasajeros, y junto con los de Barcelona y Palma de Mallorca se supera el 50% del total. Por último, con respecto a las infraestructuras marítimas, se estima que los principales retos para el desarrollo de la actividad portuaria son, más allá de su propia capacidad, la necesidad de adaptar las instalaciones a las circunstancias cambiantes de la demanda y su articulación con los accesos terrestres (carretera y ferrocarril).

En definitiva, el PEIT plantea una planificación integrada de las infraestructuras necesarias para la economía española. Las carencias de nuestro país en esta materia han sido proverbiales y, como hemos visto, la brecha existente con los países de nuestro entorno sólo ha empezado a reducirse en una etapa reciente. De cara al futuro, sería necesario perseverar en dicho esfuerzo para cerrar definitivamente dicha brecha, priorizar los proyectos de inversión que tengan mayores efectos sobre la competitividad de la economía y establecer una coordinación más estrecha entre las distintas administraciones y organismos públicos que tienen competencias en esta actividad. El retraso en la ejecución de algunos proyectos –o no dotarlos de un grado de anticipación suficiente de las necesidades futuras– podría significar un lastre muy importante para el desarrollo futuro de la economía española.

Mercado de trabajo

El mercado de trabajo sigue en racha

El mercado de trabajo continúa en expansión, a tono con el auge de la economía española. En marzo, la afiliación a la Seguridad Social rompió por primera vez la barrera de los diecinueve millones de afiliados, al haber alcanzado al final de dicho mes la cifra de 19.085.000 personas, un 3,9% más que en marzo de 2006.

En los últimos doce meses, el aumento neto de afiliados ha sobrepasado los 725.000. Más de un 70% se dio de alta en actividades relacionadas con los servicios, un 20% en la construcción y un 10% en la industria. En términos relativos, los sectores

que se llevan la palma son la construcción y los servicios, con crecimientos interanuales superiores al 6% y 4%, respectivamente, en el primer trimestre del año. Pero en el caso de la construcción, la tendencia observada es la de una progresiva desaceleración del ritmo de avance, mientras que en los servicios reina una mayor estabilidad.

En la industria, por último, el crecimiento medio de la afiliación durante los tres primeros meses del año se situó en el 2,2%, que rompe el práctico estancamiento de 2006. La tendencia apunta en este caso a una progresiva aceleración, en consonancia con el relanzamiento de la actividad en dicho sector.

La Seguridad Social rompe la barrera de los diecinueve millones de afiliados.

Casi dos tercios de los nuevos afiliados en el último año proceden de los servicios.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

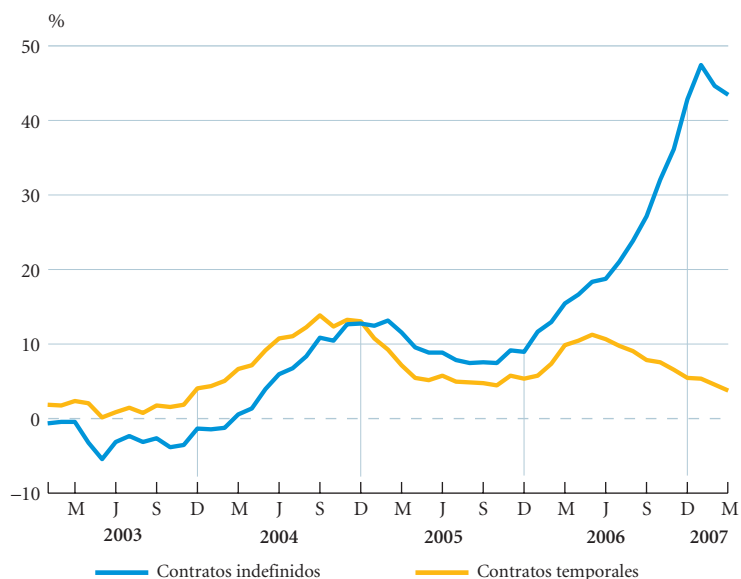
(**) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(***) En el INEM.

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

FUERTE CRECIMIENTO DE LOS CONTRATOS FIJOS

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



FUENTES: Instituto de Empleo y elaboración propia.

Los contratos fijos van al alza, aunque siguen siendo minoritarios.

Se mantiene la tendencia descendente del paro registrado...

...con descensos generalizados en todos los sectores.

También el total de afiliados extranjeros al sistema batió en marzo un récord histórico, con más de 1,9 millones de personas, el 10% de la afiliación total. Cerca de un tercio de los afiliados extranjeros está inscrito en las ramas de la construcción y la hostelería, mientras que el resto se reparte entre autónomos, comercio, servicios a empresas y empleados de hogar.

Por otra parte, los contratos de carácter estable continúan al alza, con un crecimiento cercano al 26% interanual durante los tres primeros meses del año. El aumento de los contratos temporales –que pese a todo continúan siendo ampliamente mayoritarios– fue notablemente inferior (en torno al 2,6%).

El paro sigue a la baja

Al finalizar el mes de marzo, el total de desempleados registrados en las oficinas de los servicios públicos de empleo se cifró en 2.059.000, un 4,1% menos que un

año antes. La industria es el sector de actividad que experimenta un descenso mayor (6,7% interanual), evidenciando la excelente coyuntura en que está inmerso. Los descensos en la construcción y los servicios se situaron en el 3,5% y 3,9%, respectivamente.

El desempleo masculino superó las 781.000 personas y el femenino se situó en torno a 1.278.000 en marzo, con descensos interanuales del 6,3% y 2,8%, respectivamente. Por edades, el desempleo se redujo con mayor intensidad en la población adulta (4,5%) que entre los menores de 25 años (1,3%).

Destacamos, por último, que el paro se redujo en todas las comunidades autónomas, registrándose descensos superiores a la media en las comunidades siguientes: Aragón, Cantabria, País Vasco, Galicia, Asturias, todas ellas con disminuciones superiores al 9%, y en Castilla y León, Cataluña, Baleares, La Rioja y Canarias (entre el 4,3% y el 7%).

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Marzo 2007

	Parados	Variación sobre diciembre 2006		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	64.001	2.507	4,1	-3.893	-5,7	3,1
Industria	279.615	-2.533	-0,9	-20.079	-6,7	13,6
Construcción	219.796	-16.975	-7,2	-7.944	-3,5	10,7
Servicios	1.264.924	40.055	3,3	-51.415	-3,9	61,4
Primer empleo	231.115	13.524	6,2	-5.748	-2,4	11,2
Por sexos						
Hombres	781.154	-23.120	-2,9	-52.690	-6,3	37,9
Mujeres	1.278.297	59.698	4,9	-36.389	-2,8	62,1
Por edades						
Menores de 25 años	252.105	10.093	4,2	-3.232	-1,3	12,2
Resto de edades	1.807.346	26.485	1,5	-85.847	-4,5	87,8
TOTAL	2.059.451	36.578	1,8	-89.079	-4,1	100,0

FUENTES: Instituto de Empleo y elaboración propia.

Precios

Los carburantes y los alimentos frescos provocan un leve aumento del IPC en marzo.

Fuerte alza del pollo hasta el 9% en relación con marzo de 2006.

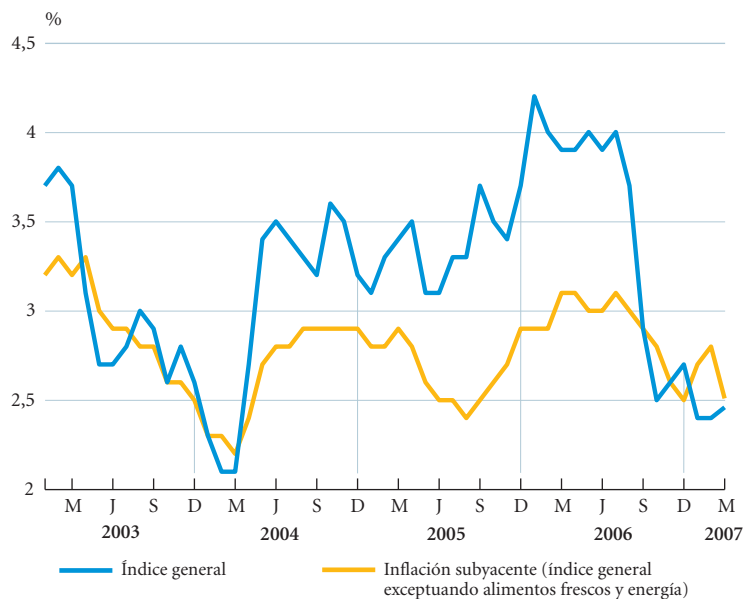
La inflación subyacente se modera

La tasa de variación interanual del índice general de precios de consumo (IPC) experimentó un liviano incremento de media décima en marzo en relación con el mes precedente y se colocó en el 2,5%. Con todo, se situaba 1,4 puntos por debajo del mismo mes de 2006. El leve repunte del IPC en marzo se explica por un desfavorable comportamiento de los carburantes y de los alimentos frescos. En cambio, como nota positiva, la inflación subyacente, el núcleo más estable de la evolución de los precios, bajó 3 décimas en marzo hasta el mismo nivel que el IPC general.

A diferencia de febrero, en marzo los carburantes y lubricantes contribuyeron con un alza de una décima a la variación interanual del IPC al pasar de presentar un descenso interanual del 4,6% a sólo el 2,3%. Asimismo, los alimentos sin elaborar también supusieron una décima de aumento al IPC al elevarse su tasa anual en 1,5 puntos hasta el 5,2%. Así, el pollo pasó de una tasa interanual del 0,9% al 9,4% en marzo y la carne de ovino, de un descenso del 6,5% en febrero a un aumento del 1,0% en marzo. De este modo, se constata que prosiguen las tensiones en los precios de los alimentos frescos, debido a factores de demanda. No obstante, los ascensos de estos componentes del

LA INFLACIÓN GENERAL Y LA SUBYACENTE, DE NUEVO EN EL MISMO NIVEL

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

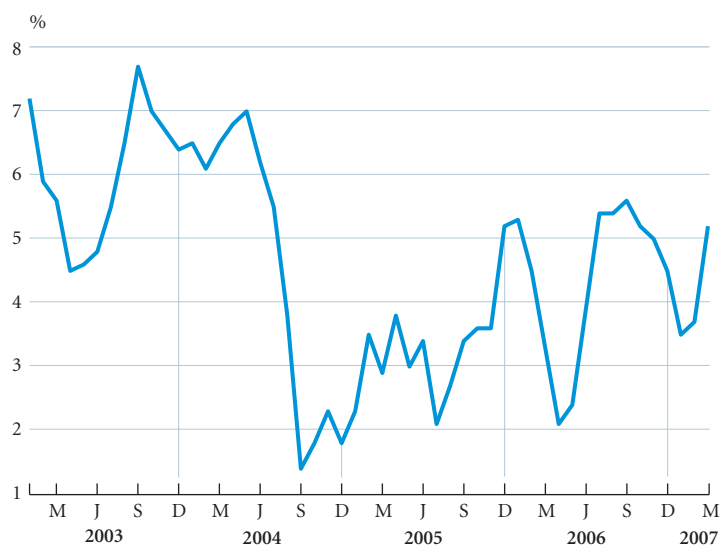
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	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	0,1	-0,6	2,4
Marzo	0,7	0,3	3,9	0,8	0,1	2,5
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.

TENSIONES DE LOS ALIMENTOS FRESCOS

Variación interanual de los alimentos sin elaborar



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

IPC fueron contrarrestados parcialmente por bajadas de los precios de otros bienes y servicios.

En efecto, la inflación subyacente, que incluye alimentos elaborados, bienes indus-

triales no energéticos y servicios, descendió hasta el 2,5%. Los alimentos elaborados pasaron del 3,5% al 2,3%, a causa sobre todo del tabaco, cuya tasa de variación anual disminuyó en 8,5 puntos porcentuales hasta el 8,1%, a causa del alza de

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Marzo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual		
		2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Por clases de gasto								
Alimentos y bebidas no alcohólicas	101,8	0,0	0,4	0,7	0,4	3,9	2,9	
Bebidas alcohólicas y tabaco	106,8	5,6	0,1	0,3	5,4	5,1	6,5	
Vestido y calzado	96,6	3,3	3,4	-9,5	-9,8	1,3	1,0	
Vivienda	102,8	0,5	0,6	3,2	2,1	7,5	3,9	
Menaje	101,7	0,5	0,5	0,4	0,3	2,6	2,6	
Medicina	97,2	-0,3	-3,8	0,3	-3,4	1,4	-2,1	
Transporte	100,1	0,6	1,4	2,8	1,7	6,4	0,8	
Comunicaciones	100,7	-0,3	1,4	-0,2	1,6	-1,1	0,3	
Ocio y cultura	99,3	-0,2	0,5	-1,6	-0,9	-0,8	0,1	
Enseñanza	103,5	0,0	0,0	0,3	0,4	3,9	4,6	
Hoteles, cafés y restaurantes	103,3	0,6	0,7	1,8	2,0	4,3	4,7	
Otros	102,9	0,6	0,4	2,4	2,0	3,4	3,5	
Agrupaciones								
Alimentos con elaboración	102,2	1,4	0,3	1,6	1,7	4,5	2,3	
Alimentos sin elaboración	102,7	-0,9	0,6	-1,3	-0,7	3,3	5,2	
Conjunto no alimentario	100,9	0,7	0,9	0,2	-0,1	3,8	2,2	
Bienes industriales	99,1	0,9	1,1	-0,9	-1,8	3,9	0,6	
<i>Productos energéticos</i>	98,3	0,6	2,0	4,8	1,9	11,8	-0,3	
<i>Carburantes y combustibles</i>	96,7	0,7	2,7	5,0	1,6	14,4	-1,6	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	99,3	1,0	0,8	-2,7	-3,0	1,5	0,8	
Servicios	102,9	0,5	0,6	1,5	1,7	3,7	3,9	
Inflación subyacente (**)	101,5	0,9	0,6	0,0	0,0	3,1	2,5	
ÍNDICE GENERAL	101,3	0,7	0,8	0,3	0,1	3,9	2,5	

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Una menor subida del tabaco y el descenso de los medicamentos compensan el alza de las tarifas de los móviles y contienen la inflación subyacente.

los precios de este producto que tuvo lugar en marzo del año pasado.

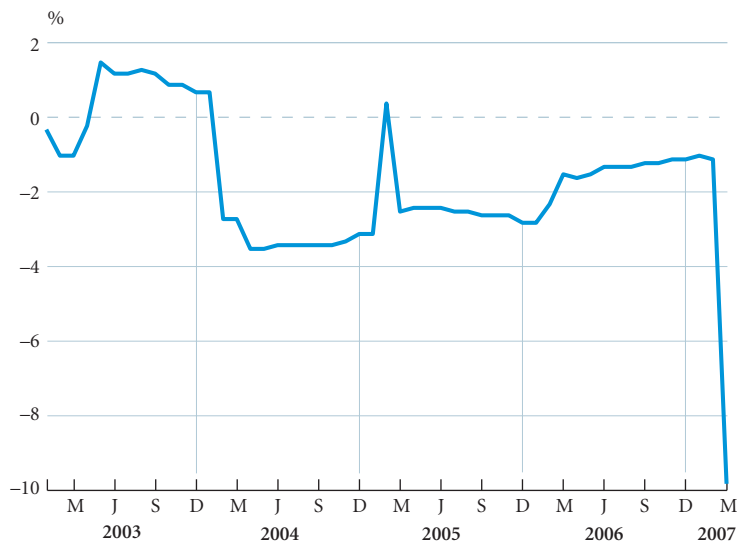
Los bienes industriales excluidos los productos energéticos, sometidos a la fuerte competencia de los mercados internacionales, bajaron 2 décimas en marzo hasta un aumento anual de únicamente el 0,8%. No obstante, de hecho, esta reducción se debió a la fuerte caída del precio de los medicamentos y otros productos farmacéuticos en marzo hasta una tasa

negativa del 9,9%, cuyo precio está regulado en buena medida.

En cambio, los servicios, más resguardados de la competencia exterior, siguen presentando presiones inflacionistas. Así, en marzo mostraban un aumento interanual del 3,9%, una décima más que en febrero. Este ligero aumento es atribuible a la subida de las tarifas de los teléfonos móviles.

LOS MEDICAMENTOS CONTRIBUYEN AL DESCENSO DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

Variación interanual de los medicamentos y otros productos farmacéuticos



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La perspectiva para el IPC es de contención en los meses próximos, siempre y cuando el precio del petróleo no suba bruscamente. Sin embargo, en el segundo semestre probablemente el IPC tenderá a remontar por el efecto de base adverso que constituye la disminución del precio del crudo registrada en ese mismo periodo de 2006.

La tasa de inflación de los precios de consumo en términos armonizados con la Unión Europea también resultó del 2,5% en marzo, en el mismo nivel de febrero. De este modo, el diferencial de inflación con la eurozona se mantuvo en 0,6 puntos porcentuales.

Repunte de los precios industriales

Después de haber marcado el mínimo desde marzo de 2004, la tasa de inflación interanual de los precios industriales repuntó 3 décimas en marzo hasta el 2,8%. Con todo, se situaba 3 puntos porcentuales por debajo del nivel de un año antes.

Tanto los bienes de consumo como los de capital y los energéticos presentaron un deterioro en relación con el mismo mes del año anterior. Esto se explica por una cierta transmisión de las alzas de las materias primas en el último periodo. La energía mostraba una caída anual del 1,6%, pero era inferior a la del mes precedente. Sólo los bienes intermedios moderaron su aumento anual, pero mostraban el mayor incremento anual, del 6,2%.

En un nivel más desagregado, las ramas de actividad con los mayores ascensos de los precios en los últimos doce meses eran la metalurgia (12,2%) y la fabricación de maquinaria y material eléctrico (10,8%), que reflejaban el fuerte encarecimiento de los metales. Por el contrario, los mayores descensos anuales correspondían a las coquerías y refino del petróleo, con una caída del 9,9%, y a la fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos, con una baja del 3,9%, gracias a las mejoras de productividad.

Perspectiva de una bajada del IPC en los próximos meses.

Los precios industriales suben el 2,8% con relación a marzo de 2006, 3 décimas más que en el mes anterior.

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
2006											
Enero	4,0	6,3	3,5	2,1	3,6	20,6	7,3	3,0	-0,8	3,5	-
Febrero	0,8	6,3	3,6	2,1	3,9	20,1	7,9	3,4	-0,4	3,9	3,9
Marzo	-10,2	5,8	3,3	2,0	4,6	16,4	7,2	3,4	-0,1	5,2	-
Abril	-8,1	5,7	2,9	2,2	5,1	15,4	7,4	2,5	-0,1	6,2	-
Mayo	-3,6	6,6	3,2	2,3	6,1	17,8	7,7	1,5	-0,6	7,7	4,0
Junio	6,0	6,3	3,5	2,3	6,8	14,6	6,1	0,9	-0,6	7,3	-
Julio	0,7	6,4	3,6	2,4	7,0	13,9	5,9	0,5	-0,3	9,3	-
Agosto	0,4	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	5,1	0,7	-0,4	8,8	3,8
Septiembre	1,1	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	3,2	0,8	-0,2	9,0	-
Octubre	2,3	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	3,0	0,7	-0,1	9,3	-
Noviembre	0,8	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	2,4	-0,1	-0,3	8,5	3,6
Diciembre	-5,8	3,6	2,0	2,6	6,8	2,3	2,3	0,2	-0,3	7,9	-
2007											
Enero	-6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	-1,2	0,7	0,5	-0,3	7,6	-
Febrero	...	2,5	1,4	2,9	6,6	-2,5	0,2	0,4	-0,3	6,9	...
Marzo	...	2,8	1,7	3,3	6,2	-1,6	...	...	...	...	-

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

FUENTES: Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Los productos importados y los agrarios moderan la inflación en los primeros meses del año.

En el frente exterior, los precios de los productos importados continuaron moderándose en el primer bimestre del año. De acuerdo con la encuesta del Instituto Nacional de Estadística, el índice general de precios de importación sólo subió el 0,2% en los doce últimos meses hasta febrero, gracias al fortalecimiento del euro en este periodo. Por componentes, la disminución de la inflación interanual fue generalizada, destacando la caída de los precios energéticos de un 10,9%. Los bienes de equipo mantuvieron una inflación negativa del 0,3%, mientras que los bienes de consumo experimentaron un alza de únicamente el 0,4%. De ellos, los

bienes de consumo duradero presentaron una bajada de precios del 1,3%; por el contrario, los no duraderos elevaron sus precios el 0,8%, pero ambos mostraban una desaceleración.

Por su parte, los precios agrarios en origen aumentaron su descenso interanual al comienzo del año. Así, los precios percibidos por los agricultores cayeron el 6,7% en los doce últimos meses hasta enero. Esta bajada fue debida sobre todo a los productos agrícolas y al ganado de abasto, que experimentaron un decremento del 8%, mientras que los productos ganaderos se incrementaron el 3%.

Cuánto y cómo gastamos: ingredientes para unas infraestructuras productivas

Desde que en 1989 el economista David A. Aschauer presentó evidencia de que la caída de productividad estadounidense de los 15 años anteriores podía explicarse por una inversión insuficiente en infraestructuras, tanto políticos como economistas no han dejado de preguntarse acerca del papel de éstas en el crecimiento económico. Tradicionalmente, la discusión sobre el importe gastado en infraestructuras ha sido el centro del debate. Sin embargo, existen indicios de que la calidad de estas infraestructuras –el diseño, gestión y el modo en el que éstas se utilizan– es tanto o más importante para su impacto sobre la actividad y el crecimiento económico.

Las infraestructuras de transporte son determinantes para la productividad de un país: reducen los costes de transporte y facilitan el acceso a los mercados. En el fondo, son un *input* más en la función de producción de las empresas junto con los bienes de equipo o los trabajadores. Para el caso de España, diversos estudios han estimado que un incremento del 10% en el *stock* de infraestructuras aumenta el PIB entre un 0,5% y un 1,5%. En general, la magnitud del impacto estimado es mayor cuando se utilizan datos agregados para todo el país que al usar datos desagregados por regiones. Esto se debe a que las infraestructuras de una región tienen un efecto no sólo sobre su PIB sino también sobre el de otras regiones.

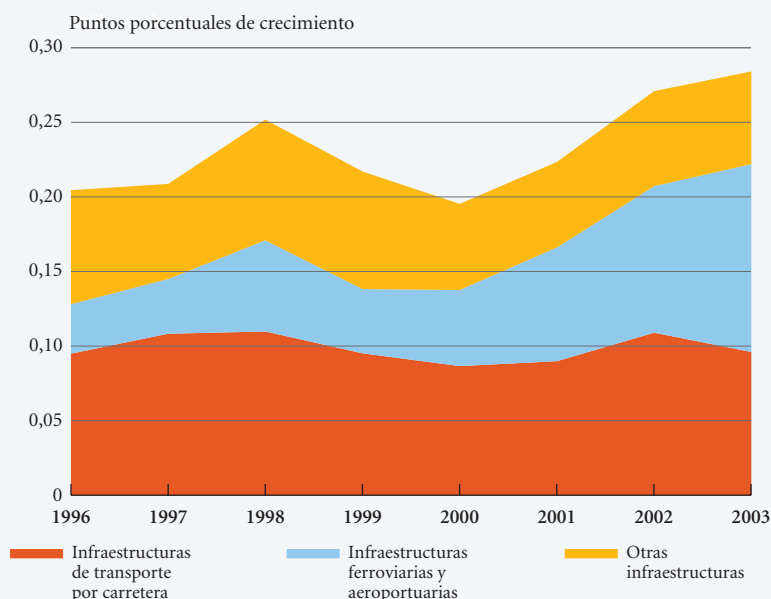
¿Cuál ha sido entonces la contribución de las infraestructuras de transporte al crecimiento en España? Según las estimaciones conjuntas de la Fundación BBVA y el IVIE, el *stock* de estas infraestructuras creció a un ritmo promedio del 4,25% anual entre 1996 y 2003 (último año para el cual hay datos disponibles). Este dato, combinado con las estimaciones mencionadas en el párrafo anterior, implicaría que su contribución anual al crecimiento fue, en promedio, de entre 0,2 y 0,6 puntos porcentuales. Un trabajo reciente de Matilde Mas da una cifra agregada en el rango bajo de estas estimaciones (0,28 puntos porcentuales) y permite descomponer también la contribución al crecimiento de los distintos tipos de infraestructuras de transporte. Según los resultados de este estudio, las de transporte por carretera tuvieron la mayor aportación durante gran parte del periodo. Aeropuertos y ferrocarriles tomaron el relevo en el último año, reflejando el esfuerzo inversor realizado desde 2000 en estas áreas (véase gráfico).

Pero el gasto en infraestructuras no es todo lo que importa. Su diseño y su gestión determinan la eficiencia con la que éstas se utilizan y, por tanto, su capacidad real de transporte. Poca capacidad tiene una carretera cuya falta de arcén provoca colapsos con cada coche averiado, por mencionar un ejemplo. Diversos autores han señalado la omisión de estos factores de tipo cualitativo como una debilidad de los estudios existentes sobre infraestructuras y crecimiento. El propio Aschauer corroboró esta intuición al incluir un indicador de eficiencia –construido con variables como pérdidas en la transmisión de electricidad o porcentaje de carreteras asfaltadas, entre otras– en sus estimaciones más recientes. Los resultados muestran que, para explicar la variación del PIB entre países, las diferencias en cantidad de infraestructuras tienen tanta importancia como las diferencias en niveles de eficiencia. La principal conclusión a extraer es que el gobierno tiene a su disposición un instrumento adicional, y seguramente menos costoso que la construcción de nuevas infraestructuras, para incrementar la productividad de la economía: mejorar la gestión de lo que ya se tiene.

Un fenómeno que reduce la productividad de las infraestructuras es de sobras conocido: la congestión. Por supuesto, evitar toda congestión a cualquier hora resultaría carísimo y no sería eficiente. Así pues, algo de congestión en momentos de pico de demanda puede ser óptimo. Sin embargo, a menudo el nivel de congestión observado es demasiado alto. La razón de ello es que, al decidir sobre el uso de la infraestructura, el usuario no tiene en cuenta el efecto de su decisión sobre el nivel de congestión y el coste que eso genera sobre el resto de usuarios.

TRENES A TODA MÁQUINA

Contribución de las infraestructuras al crecimiento del PIB en España



FUENTES: Elaboración propia a partir de Mas, M. (2006) «Infraestructures and ICT. Measurement issues and impact or economic growth», IVIE, y de la FBBA.

En este caso, decisiones óptimas desde un punto de vista individual no significa que sean las mejores desde el punto de vista colectivo.

El papel a representar entonces por el sector público, para mejorar la eficiencia de uso, es el de diseñar mecanismos para que los usuarios tengan en cuenta los efectos negativos a nivel social de sus decisiones individuales. El mejor remedio que propone la ciencia económica en este sentido es un buen sistema de precios.

La idea principal es que, a través del precio, el usuario sea consciente de las consecuencias de su decisión de cuándo viajar y por dónde hacerlo en términos de: por un lado, el coste real sobre él y sobre el resto de usuarios de la vía; por otro, el beneficio sobre los usuarios de las vías alternativas. Para ello, los precios de acceso a las infraestructuras deberían variar en función de los niveles de congestión observados tanto en la infraestructura escogida como en las alternativas. A su vez, esto implica que los precios fluctúen en el tiempo y que dependan de los puntos por los que se acceda a la infraestructura. En España, las autopistas de peaje de construcción más reciente han implantado sistemas de precios con variaciones según franjas horarias. Esta es una práctica que seguramente se extenderá con el tiempo y ganará en sofisticación, por ejemplo con peajes que reflejen el nivel de tránsito real y el posible beneficio sobre las vías alternativas que pueden estar congestionadas.

Un buen sistema de precios relativos, además de reducir la congestión a niveles óptimos, puede tener otros beneficios. La plena conciencia del coste real del desplazamiento puede incentivar el uso de sistemas colectivos de transporte y el incremento del número de viajeros por coche. Ambos hechos contribuyen a incrementar la eficiencia al conseguir desplazar al mismo número de personas con un menor coste. Se consigue así explotar las

denominadas economías de densidad. Carriles dedicados exclusivamente a vehículos con varios ocupantes y que están exentos de peaje persiguen específicamente este objetivo y también se han empezado a implantar en España.

SISTEMAS DE PRECIOS EN LAS AUTOPISTAS ESPAÑOLAS

	% km	% de tráfico
Peajes sin variación	78,37	65,95
Peajes con variación diaria	11,92	17,46
Peajes con variación en festivos	1,53	4,30
Peajes con variación estacional y en festivos	8,17	12,29

FUENTE: Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento.

Otro aspecto determinante de la eficiencia y la calidad de las infraestructuras es su diseño. Con relación a esto, otras actuaciones del sector público que permitirían reducir costes pasarían por facilitar la interconexión entre los distintos modos de transporte. La idea es que uniendo las redes formadas por cada uno de ellos se crea una red mucho más densa que permite múltiples maneras de llegar a un mismo destino y elimina cuellos de botella. Esta es una de las razones por las que existen paradas de autobús cerca de paradas de metro. Por el mismo motivo, puede ser una buena idea que los trenes de alta velocidad tengan conexión directa con los aeropuertos.

Así pues, en materia de infraestructuras, tanto la cantidad como su eficiencia contribuyen al crecimiento económico. Aunque es cierto que implantar sistemas que mejoren la eficiencia puede conllevar costes de ajuste importantes, el esfuerzo en mejorar lo que tenemos debe ir en paralelo al de aumentar la dotación de infraestructuras.

Sector exterior

El déficit comercial se estabiliza gracias a las exportaciones.

Déficit comercial: empeora, pero menos

El déficit comercial español de febrero fue de 6.889 millones de euros, menor que los 7.624 millones de enero pero ligeramente por encima del nivel de febrero del año anterior. En el total del mes, las exportaciones crecieron algo por encima de las importaciones gracias a unas menores compras de petróleo. Sin embargo, en los doce meses hasta febrero el déficit alcan-

zó los 91.111 millones de euros, un 13,1% más que en el mismo periodo del año anterior. Este crecimiento viene ralentizándose en los últimos meses gracias al mantenimiento de las exportaciones y a una contención en el precio de las importaciones, si bien en términos reales éstas se mantienen elevadas debido al dinamismo de la demanda interna.

Las exportaciones nominales crecieron en los doce meses hasta febrero un 9,3%

COMERCIO EXTERIOR

Acumulado 12 últimos meses hasta febrero de 2007

	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	40.412	17,9	15,4	7.383	10,0	4,3	-33.029	18,3
Bienes de consumo	72.775	5,7	27,7	63.680	6,8	37,0	-9.095	87,5
<i>Alimenticios</i>	14.840	4,7	5,6	20.194	7,7	11,7	5.354	136,1
<i>No alimenticios</i>	57.935	5,9	22,0	43.486	6,3	25,3	-14.449	75,1
Bienes de capital	28.566	2,8	10,9	16.911	7,1	9,8	-11.655	59,2
Bienes intermedios no energéticos	121.313	13,5	46,1	83.981	11,8	48,8	-37.332	69,2
Por áreas geográficas								
Zona del euro	128.118	6,7	48,7	97.191	7,9	56,5	-30.928	75,9
Resto Unión Europea 25	26.314	8,9	10,0	24.660	7,2	14,3	-1.654	93,7
Rusia	7.464	37,4	2,8	1.608	40,1	0,9	-5.856	21,5
EEUU	8.630	7,5	3,3	7.636	18,5	4,4	-994	88,5
China	15.099	25,1	5,7	1.670	5,5	1,0	-13.429	11,1
Japón	5.924	1,5	2,3	1.348	11,4	0,8	-4.575	22,8
Resto Asia	14.356	18,2	5,5	4.382	9,6	2,5	-9.974	30,5
OPEP	22.362	17,7	8,5	4.505	2,1	2,6	-17.858	20,1
América Latina	15.054	25,1	5,7	10.650	24,3	6,2	-4.404	70,7
Resto	19.745	4,0	7,5	18.306	8,6	10,6	-1.439	92,7
TOTAL	263.066	10,6	100,0	171.955	9,3	100,0	-91.111	65,4

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

interanual, manteniendo un ritmo que dobla los valores que fueron típicos hasta finales de 2005. Por su parte, las importaciones avanzaron un 10,6%, tasa superior pero que sin embargo viene evolucionando a la baja.

Dentro de los productos no energéticos, los avances más notables se dan en los bienes de capital, con unas exportaciones que crecieron un 7,1% frente al 2,8% de las importaciones. Sin embargo, en la partida de bienes intermedios no energéticos, de mayor peso en términos monetarios, el crecimiento de las importaciones aún le gana la partida al de las exportaciones. También en bienes de consumo las exportaciones avanzan algo más rápido que las importaciones.

Por áreas geográficas, en el periodo de los últimos doce meses hasta febrero, el déficit con la zona del euro llegó a los 30.928 millones de euros. Existe, empero, una clara tendencia de desaceleración que puede llevarnos en los próximos meses a ver una reducción de este nivel. También se re-

dujo el déficit bilateral con Estados Unidos mientras que la balanza con América Latina siguió deteriorándose. Por su parte, sigue la ralentización del saldo bilateral con los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a causa de un precio del petróleo más ventajoso. Sin embargo, la verdadera asignatura pendiente sigue estando en Asia, sin Japón y países de la OPEP, una región donde se concentra una importante fracción de las economías más dinámicas del momento. El déficit con China sigue creciendo y pese a que las exportaciones al coloso amarillo se han acelerado, éstas aún representan una parte muy pequeña de lo que España importa.

Balanza de pagos: la culpa ya no es sólo del déficit comercial

En enero, el déficit de la balanza por cuenta corriente fue de 8.622 millones de euros, después del anormalmente bajo déficit de diciembre (3.326 millones). En el haber, el déficit comercial de enero, 6.452

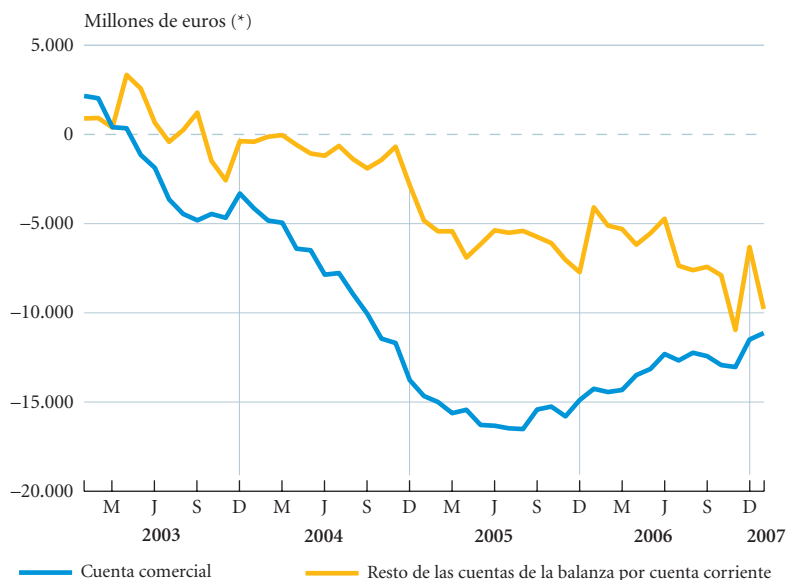
Los bienes de capital presentan un balance más positivo que los intermedios.

Se desacelera el déficit con la zona del euro, pero sigue el deterioro con Asia.

El déficit de la balanza por cuenta corriente llega a los 87.000 millones de euros.

EL DÉFICIT COMERCIAL FRENA SU DETERIORO

Contribución a la variación anual del déficit de la balanza por cuenta corriente por componentes



NOTA: (*) Acumulado últimos doce meses.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Se estabiliza el déficit comercial, pero se deteriora la balanza de transferencias y de rentas.

millones de euros, estuvo ligeramente por debajo de la media de 2006. En el debe, el superávit de servicios del mismo periodo, 952 millones de euros, se redujo a la mitad del promedio de 2006. Pero el mayor deterioro se produjo en la balanza de transferencias corrientes, que con una salida neta de 1.172 millones de euros dobló con creces los valores típicos de 2006. También las salidas de inversión directa volvieron a superar a las entradas, aunque el flujo neto de salidas estuvo por debajo de los valores típicos de 2006.

Desde un punto de vista más tendencial, en los últimos doce meses hasta enero de 2007 el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente se amplió hasta los 87.072 millones de euros, 20.994 millones más que en el mismo periodo del año an-

terior. Sigue así el deterioro, pero éste ya no es creciente y cambia significativamente su composición. Si hace un año el crecimiento del déficit comercial provocaba cuatro quintas partes del aumento del déficit por cuenta corriente, ahora el incremento interanual del déficit comercial no desaparece pero se ralentiza gracias a cierta aceleración de los ingresos. Son los deterioros de la balanza de rentas y de la balanza de transferencias corrientes los que aceleran, siendo ya, entre ambos y a partes iguales, responsables de la mitad del empeoramiento del saldo por cuenta corriente. Por su parte, la balanza de servicios tuvo en el mismo periodo un comportamiento neutro, con unos mayores ingresos por turismo que compensaron con holgura las pérdidas del resto del sector.

BALANZA DE PAGOS

Enero 2007

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo	% variación anual	Saldo	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-6.452	9,7	-80.715	-11.176	16,1
Servicios					
<i>Turismo</i>	1.560	-0,8	27.431	1.054	4,0
<i>Otros servicios</i>	-608	-23,8	-5.112	-451	9,7
Total	952	22,8	22.319	603	2,8
Rentas	-1.949	246,0	-22.369	-6.039	37,0
Transferencias	-1.172	89,6	-6.307	-4.383	227,7
Total	-8.622	37,2	-87.072	-20.994	31,8
Cuenta de capital	1.301	255,4	7.110	-945	-11,7
Balanza financiera					
Inversiones directas	-2.105	105,9	-56.614	-44.405	363,7
Inversiones de cartera	16.709	-4,0	197.611	130.230	193,3
Otras inversiones	-7.995	-621,5	-45.040	-66.385	-311,0
Total	6.609	-63,1	95.957	19.363	25,3
Errores y omisiones	-329	-78,2	-1.726	1.840	-51,6
Variación de activos del Banco de España	1.041	-	-14.269	736	-

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.

Por lo que respecta a la cuenta financiera, en los doce meses hasta enero continuó el incremento de las salidas netas de inversión directa, que siguió combinando un estancamiento de los flujos de entrada

con un continuado incremento de los de salida. De los primeros, la inversión directa en inmuebles parece haber estabilizado sus caídas conservando un nivel cercano a los 5.000 millones de euros.

La internacionalización de las empresas españolas de construcción e infraestructuras

La construcción ha vivido en los últimos años un ciclo económico extraordinario. El descenso de los tipos de interés, la excelente marcha de la economía, el auge de la inmigración y de la creación de empleo, así como el elevado nivel de la inversión pública, respaldada por el flujo de ingresos provenientes de los fondos estructurales y de cohesión de la Unión Europea, constituyen, entre otros, los factores que explican dicha evolución. En diez años, el sector ha pasado de representar el 6,6% del producto interior bruto en 1996 al 10,9% en 2006; en términos de empleo, la evolución ha sido del 9,1% al 13,9% del total.

El dinamismo del sector ha tenido su lógica consecuencia en la estructura empresarial del mismo. Según el Ministerio de Fomento, existen más de 215.000 empresas constructoras en España. Se trata de un sector atomizado, pues el 90,7% de las empresas tienen menos de 20 trabajadores y sólo un 1% tienen más de 100 trabajadores. Pese a esta fragmentación, la ebullición constructora de estos años ha permitido el ascenso de unas pocas compañías que han alcanzado una masa crítica considerable y que cotizan en el índice del mercado continuo de la bolsa española. Estas grandes empresas (ACS, Sacyr, Ferrovial, Acciona y FCC) sumaban a finales de 2006 unos ingresos totales de 46.859 millones de euros, de los cuales un 28% provinieron del extranjero, daban empleo a 335.000 personas y presentaron un beneficio neto total de 5.124 millones de euros. La capitalización bursátil conjunta era de casi 60.000 millones de euros, lo que representa un 8,5% del índice IBEX 35.

La internacionalización de las actividades de construcción y gestión de infraestructuras es, precisamente, una de las características más relevantes del sector. Hace 20 años, estas compañías tenían dos divisiones principales: inmobiliario e ingeniería civil. La exportación que hacían de construcción tradicional se dirigía hacia países en desarrollo, pero suponía una parte ínfima de sus ingresos. Más adelante, las empresas constructoras crearon una nueva división para englobar el crecimiento de su negocio doméstico en la gestión de infraestructuras y otros servicios (*handling*, logística, mobiliario urbano, conservación, aparcamientos, inspección técnica de vehículos, etc.). De esta forma canalizaban sus excedentes en negocios potenciando sinergias con respecto a su negocio principal de construcción. En la actualidad, la exportación ha tomado una nueva dimensión, ampliándose hacia la operación de proyectos a largo plazo en países muy desarrollados en los que existe un marco de seguridad jurídica adecuado. Como consecuencia, los ingresos del exterior han pasado a representar un porcentaje muy importante de la cifra final de negocios.

Dos factores han impulsado a estas compañías a iniciar un proceso de expansión internacional. En primer lugar, la construcción tiene unas características desfavorables desde el punto de vista del riesgo: es un negocio muy cíclico, con proyectos de larga maduración y riesgo de incremento de costes que ponen en peligro la viabilidad financiera de los mismos. El segundo factor es la fortaleza que han adquirido las empresas del sector en décadas de dura competencia, demostrando una gran capacidad de gestión de sus negocios.

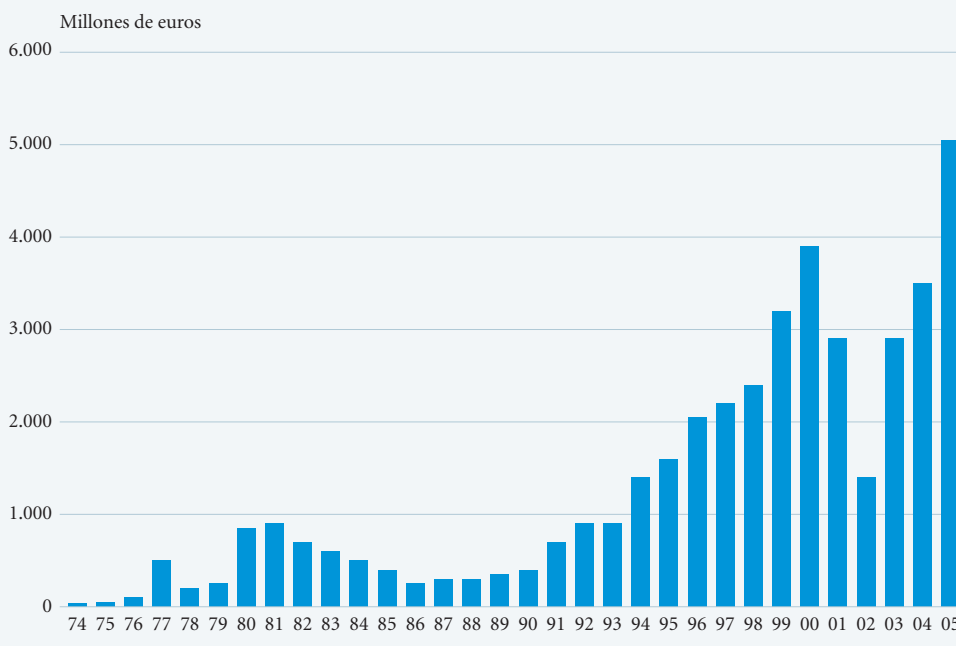
La expansión internacional tiene un doble objetivo: reducir la volatilidad de las cuentas de resultados y utilizar su conocimiento en gestión de proyectos complejos para aumentar su masa crítica. En definitiva, una diversifi-

cación geográfica y de negocio que permite reducir el riesgo atenuando la dependencia de los resultados de la evolución del ciclo económico, pero tratando de mantener una alta rentabilidad de las inversiones.

Este no es un fenómeno pasajero sino una tendencia, como puede verse en el siguiente gráfico, donde se muestra el crecimiento de la contratación de construcción en el exterior. En el gráfico no se recogen los ingresos provenientes del exterior en el área de concesiones de infraestructuras, cuya facturación fue de 4.950 millones de euros en 2006. Por tanto, no sorprende que, según la publicación estadounidense «Public Works Financing», siete de las doce primeras concesionarias del mundo sean actualmente españolas, en función del número de contratos en operación.

AUMENTO DE LAS EXPORTACIONES EN CONSTRUCCIÓN

Contratación en el exterior de las empresas constructoras españolas



FUENTE: SEOPAN.

Cada una de las cinco compañías constructoras que cotizan en el IBEX 35 se encuentra como mínimo en más de nueve países (más de 50 en el caso de FCC). En 2006, las cinco compañías citadas invirtieron en activos diversos 34.389 millones de euros. Esta cantidad representa un 671,2% de sus beneficios y un 73% de sus ingresos, lo que pone de manifiesto el esfuerzo inversor del sector. De los 4.855 millones de euros invertidos por FCC, un 64% fue en el exterior. Ferrovial, por su parte, invirtió 4.446 millones de euros, de los cuales el 97% fueron en el exterior, en una empresa cuya plantilla se encuentra en más de un 50% en el exterior. En el caso de Sacyr-Vallehermoso, cabe destacar la adquisición del 32,6% del grupo francés Eiffage, lo que supuso una inversión de 1.779,7 millones de euros en 2006.

Es interesante resaltar que las inversiones realizadas en el exterior por las compañías españolas comparten unas características. En primer lugar, son de alta calidad, pues les da la mayoría que les permite el control de la gestión operativa, es decir, no son inversiones financieras. Por otro lado, cuantitativamente buscan una rentabili-

dad elevada de caja sobre capital invertido. Por último, son a largo plazo, como por ejemplo contratos de gestión de infraestructuras a más de 75 años.

Esta expansión en el mercado exterior ha impulsado el crecimiento de unas empresas que son un referente en su sector a nivel internacional, como puede comprobarse en el siguiente cuadro, donde se muestra que de las 12 compañías de mayor capitalización bursátil en el sector de la construcción de la eurozona, cinco son españolas.

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DE LAS EMPRESAS DE CONSTRUCCIÓN EN LA ZONA DEL EURO

19-04-2007	Nacionalidad	Capitalización bursátil (millones de euros)
VINCI SA	Francesa	27.199
SAINT-GOBAIN	Francesa	26.634
LAFARGE SA	Francesa	20.216
BOUYGUES	Francesa	19.637
CRH PLC	Irlandesa	17.227
ACS A	Española	16.486
HEIDELBERGCEMENT AG	Alemana	13.347
SACYR VALLEHERMOSO	Española	12.416
GRUPO FERROVIAL	Española	10.835
ACCIONA SA	Española	10.425
EIFFAGE	Francesa	10.389
FCC	Española	9.675

FUENTE: Bloomberg.

Sector público

El Estado aumenta el superávit en el primer trimestre de 2007

Los ingresos no financieros del Estado crecen seis puntos más que el PIB nominal en el primer trimestre.

En el primer trimestre de 2007 los ingresos no financieros del Estado ascendieron a 37.782 millones de euros, con un aumento del 13,6% en relación con el mismo periodo del año anterior. Si se tienen en cuenta los recursos cedidos a las administraciones territoriales por su participación en los impuestos de acuerdo con la legislación vigente, esta tasa se reduce al 12,6%, que, con todo, supone un crecimiento superior en unos seis puntos al producto interior bruto (PIB) nominal.

La recaudación por el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) totalizó 18.931 millones de euros en el periodo enero-marzo, con un alza interanual del 13,0%. Este notable ritmo de crecimiento refleja sobre todo el crecimiento de las rentas. De hecho, la reforma de este impuesto sólo ha influido muy parcialmente en estas cifras, ya que la mayoría de los ingresos efectuados no estaban afectados por el nuevo marco. Con todo, sí se ha notado el aumento en 3 puntos en las retenciones por rentas del capital (al pasar del 15% al 18%).

De todas formas, si bien se espera que el nuevo régimen del IRPF comporte en general una ligera rebaja impositiva, ésta puede ser compensada por una mayor base impositiva a consecuencia del dinamismo económico. Recientemente han aparecido dos simulaciones del nuevo IRPF que profundizan en este respecto.

El documento «Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva» de I. Argimón y otros

(Documento ocasional 0702 del Banco de España) estima que la reforma comportará una disminución moderada del impuesto. Según este estudio, la reforma parece beneficiar relativamente más a las rentas más bajas. Asimismo, las declaraciones conjuntas salen favorecidas frente a las individuales. En cuanto al tipo de renta prevaleciente en las declaraciones, aquellas en que predominan los productos del ahorro apenas se ven modificadas, pero la situación varía en función del tipo de instrumentos. De hecho, las rentas por intereses salen favorecidas, mientras que la situación de los dividendos empeora. Por otra parte, los pensionistas, empresarios y profesionales y trabajadores tendrán una ligera menor carga tributaria. En resumen, la reforma del IRPF comportará una progresividad un poco mayor.

Por otro lado, un estudio publicado en la colección Papeles de Trabajo del Instituto de Estudios Fiscales con el número 26/06 titulado «La reforma del IRPF en 2007: una evaluación de sus efectos» de S. Díaz de Sarralde y otros trata también este tema y coincide en líneas generales. Así, este documento resalta que se reduce la tributación de las rentas del trabajo y que se eleva la progresividad. Asimismo, se calcula que con la reforma se excluye de tributar al 40% de los contribuyentes con menores rentas.

Además, el pasado 30 de marzo el gobierno aprobó el nuevo reglamento del IRPF. Esta norma, entre otras medidas novedosas, regula las condiciones para el aumento de la reducción por obtención de rendimientos del trabajo en caso de retraso de la jubilación (después de los 65 años de edad), con el objetivo de incentivarlo.

La recaudación del IRPF sube el 13%, no reflejando todavía el impacto de la reforma...

...aunque se espera que sea moderado.

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	5.737	17,3	37.782	13,6
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	3.873	8,5	18.931	13,0
Impuesto de sociedades	258	–	1.258	40,4
IVA	2.066	–14,5	20.507	11,3
Impuestos especiales	1.449	–0,1	4.606	5,4
Resto	2.158	77,3	4.676	18,7
Total	9.804	14,1	49.978	12,6
Pagos no financieros	9.652	9,6	35.466	7,4
Saldo de caja	–3.915	–0,1	2.316	849,2
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación (**)	–5.954	17,5	6.857	48,4

NOTAS: (*) Están incluidos los tramos cedidos a las administraciones territoriales de acuerdo con el sistema de financiación vigente.

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

El impuesto de sociedades aumentó su recaudación el 40,4% en los tres primeros meses del ejercicio, aunque esta tasa se reduce al 31,0% en términos homogéneos, es decir teniendo en cuenta los desfases del calendario impositivo. Esta alta variación es consecuencia en buena parte del crecimiento de los beneficios empresariales.

En cuanto a los impuestos indirectos, el impuesto sobre el valor añadido (IVA) se incrementó el 11,3%, debido a un mayor volumen de ventas interiores y de las importaciones. Por su parte, los impuestos especiales se elevaron el 5,4%. Dentro de ellos, la figura más importante, sobre hidrocarburos, ascendió el 3,7%, y la segunda mayor, sobre el tabaco, subió el 8,2% tras el alza del precio de la cajetilla. En cuanto al resto de ingresos no financieros, destaca el aumento de los procedentes de los beneficios del Banco de España.

Los pagos no financieros del Estado totalizaron 35.466 millones de euros en el primer trimestre de 2007, con un ascenso del 7,4%, un poco por encima del PIB nominal. Los gastos de personal crecieron el

5,3% y los destinados a la compra de bienes y servicios el 12,3%. Los gastos financieros fueron la única gran partida con un descenso. Es remarcable, por otro lado, un importante incremento del gasto en inversiones reales, del 19,7%, y de las transferencias de capital, del 37,9%.

Esta evolución de los ingresos y gastos comportó un superávit de caja del Estado de 2.316 millones de euros en los tres primeros meses del ejercicio, equivalente al 0,22% del PIB, 20 centésimas más que en el año precedente. En términos de contabilidad nacional, o sea, evaluando los ingresos y gastos según el principio contable del devengo, cuando nacen los derechos y obligaciones, en vez del momento en que se producen los flujos de efectivo, se registró una capacidad de financiación de 6.857 millones de euros, un 0,66% del PIB, 19 centésimas más que en el mismo periodo de 2006. En resumen, las finanzas del Estado van viento en popa y todavía es pronto para ver el impacto de la reforma parcial del IRPF y del impuesto de sociedades, aunque se espera que sea reducido.

El impuesto de sociedades se eleva el 31% en términos homogéneos debido en buena parte al crecimiento de los beneficios empresariales.

Los pagos no financieros del Estado se expanden un poco más que el PIB nominal, con un fuerte incremento de las inversiones.

Puentes al sector privado: cómo financiar las infraestructuras

En «El faro y la ciencia económica», un artículo de 1974, el nobel de economía Ronald Coase explicaba que el estado inglés del siglo XVII, ocupado en financiar guerras, se desentendió de la construcción de faros, una función de la cual tenía el monopolio. Ante las quejas de los navieros, la corona permitió al sector privado la construcción y gestión de esta infraestructura además de ofrecer sus agentes de aduanas para cobrar peajes y distribuirlos entre los operadores. Henry Winstanley, un empresario que había perdido varios barcos en arrecifes británicos, ganó el derecho a construir un faro cerca del puerto de Plymouth. Su contrato especificaba que durante los primeros cinco años percibiría todos los ingresos derivados de la operación del faro y que durante los cincuenta años siguientes los repartiría a partes iguales con el gobierno. Desafortunadamente para el Sr. Winstanley, el faro no resistió el primer invierno y tuvo que ser reconstruido a cargo del empresario; pocos años después, en 1703, la tormenta más severa de la historia del Reino Unido destruyó totalmente el faro y acabó con la vida de su mecenas. Eran los inicios, ciertamente duros, de la participación privada en la provisión de infraestructuras públicas.

Esta participación se da en la actualidad a diferentes niveles. En un modelo público tradicional, el papel del sector privado se limita a la realización de las obras de construcción (por ejemplo, de una carretera) o a la prestación de un determinado servicio (por ejemplo, la gestión de las tiendas de un aeropuerto). La participación privada va mucho más allá cuando este sector construye, financia y gestiona la infraestructura, ya sea a perpetuidad o durante un periodo de concesión. El gestor de la infraestructura puede cobrar directamente de los usuarios por los servicios que provee (por ejemplo, a través de peajes en una autopista) o del gobierno (por ejemplo, por estudiante en el caso de una escuela o por interno en el caso de una cárcel). Este modelo de participación supone una revolución respecto al modelo tradicional. Como sugieren algunos de los ejemplos mencionados, el sector privado está participando en distintos países no sólo en el área de infraestructuras viarias, que es quizás el ejemplo con el que estamos más familiarizados, sino también en escuelas, prisiones, puertos, aeropuertos, metros, depuradoras, hospitales, y hasta cuarteles militares (la tabla adjunta muestra la distribución de proyectos por sector en el Reino Unido, uno de los países donde la participación privada en infraestructuras públicas está más consolidada).

DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA PARTICIPACIÓN PRIVADA EN INVERSIONES PÚBLICAS EN EL REINO UNIDO

Sector	Número de proyectos	Porcentaje sobre el total de proyectos
Sanidad	294	34,8
Educación	212	25,1
Telecomunicaciones	125	14,8
Transporte	65	7,7
Energía y medio ambiente	57	6,7
Oficinas	40	4,7
Viviendas	21	2,5
Instituciones penitenciarias	20	2,4
Defensa	11	1,3

FUENTE: Base de datos PUK (*Partnerships UK*) sobre *Private Finance Initiatives* y elaboración propia.

Como en la Inglaterra del siglo XVII, las restricciones presupuestarias han tenido mucho que ver con el auge de la participación privada en el sector de las infraestructuras en los últimos 25 años. Al efectuarse por el sector privado, la inversión en infraestructuras no se contabiliza en las cuentas públicas y, por lo tanto, no contribuye a aumentar el déficit fiscal o la deuda pública. Este es un detalle importante cuando un país está obligado a no sobrepasar un determinado déficit fiscal, como ocurre con los miembros de la zona euro.

Además de frenar el crecimiento de la deuda pública, existen otras razones que justifican el aumento de la participación privada: en primer lugar, el potencial que esta participación ofrece para mejorar la eficiencia ya que, en general, cabe esperar que una empresa privada, que se juega el capital de sus accionistas, tenga mayores incentivos para evitar retrasos y sobrecostes en la construcción de la infraestructura. Un análisis del Tesoro británico, por ejemplo, reveló que en ese país más del 70% de proyectos de inversión pública sin participación privada sufrían retrasos en su ejecución y costaban más de lo presupuestado, porcentaje que se reducía al 20% en los casos con participación privada. En segundo lugar, la participación del sector privado facilita el desarrollo de proyectos de alta rentabilidad económica. Sin presencia privada, en cambio, la rentabilidad política se puede convertir en el factor primordial para determinar qué proyectos se llevan a cabo. Por último, la participación privada reduce el riesgo para el erario público, como ilustra la experiencia del Sr. Winstanley.

Con todo, la participación privada *per se* no garantiza una mejora del bienestar social. Ello dependerá de la manera en que se elija al ente privado (obviamente la elección debería ser el resultado de una licitación competitiva y transparente); de las características del contrato entre la empresa privada y el sector público; y de la calidad del regulador y del sistema judicial. En particular, el contrato debe estipular de la mejor manera posible quién asume qué tipo de riesgos, lo que requerirá que éstos se asignen a la parte que está en mejor posición de controlarlos. Por ejemplo, parece lógico que la empresa privada corra con todos los riesgos derivados del proceso de construcción o mantenimiento (retrasos, sobrecostes, impactos medioambientales, etc.). Por otra parte, si los beneficios del gestor privado están ligados de alguna manera al nivel de demanda o a la satisfacción del usuario, en definitiva al bienestar social derivado de la infraestructura, la empresa privada tendrá un mayor incentivo a actuar en beneficio del usuario.

Uno de los riesgos más importantes y más difíciles de asignar de entre los que incurre una infraestructura es el riesgo de demanda, pues la incertidumbre sobre el volumen de usuarios durante un periodo típico de concesión, que puede ser de varias décadas, es enorme. Supongamos, por ejemplo, el caso hipotético de un túnel que une dos islas en el que empresas privadas pujan por su construcción y gestión durante un plazo fijo de 40 años. Si se establece que la empresa que oferta un menor precio del peaje a cobrar a los usuarios gana el concurso, dicha empresa concesionaria correría con todo el riesgo de demanda: si el volumen del tráfico resulta ser menor que el esperado, los ingresos del operador privado se resentirán. Esta asignación del riesgo tiene la ventaja de que la concesionaria tendrá fuertes incentivos a ofrecer un servicio de calidad que maximice el tráfico por el túnel. A cambio, sin embargo, la incertidumbre sobre los ingresos futuros tenderá a encarecer la financiación del proyecto, pues los inversores demandarán una mayor prima de riesgo. Cuando este segundo efecto es importante, el sector público puede plantearse la conveniencia de ofrecer ciertas garantías al operador privado.

En resumen, la presencia del sector privado en la provisión de infraestructuras puede facilitar una mayor y mejor inversión a la vez que reducir el coste para contribuyentes y/o usuarios. Pero estos beneficios no están garantizados y dependerán crucialmente de la manera en que se estructure el contrato entre el sector público y el concesionario privado. Ya se sabe, las tres palabras preferidas de los economistas: incentivos, incentivos e incentivos.

Ahorro y financiación

La fase expansiva del crédito al sector privado, a la baja

Los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades financieras continúan subiendo gradualmente transmitiendo el giro restrictivo de la política monetaria del Banco Central Europeo iniciado en diciembre de 2005. Así, el tipo promedio de los préstamos y créditos a las empresas y familias se elevó 1,36 puntos porcentuales desde el final de 2005 hasta febrero. El euríbor a un año, tipo de interés del mercado interbancario que se utiliza profusamente como índice de referencia, se sitúa en el 4,11%, es decir, más del doble del mínimo histórico de mediados de 2003.

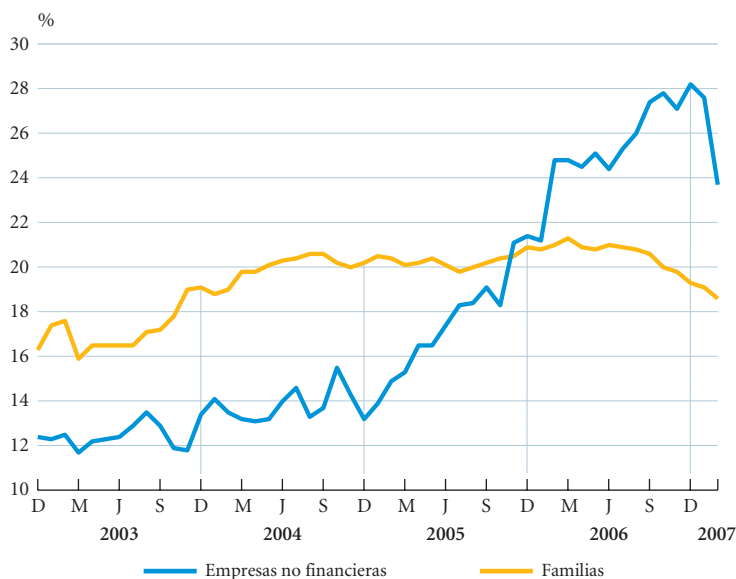
La mayor tensión de la política monetaria, que ha comportado que se alcancen tipos de interés reales positivos después de años de negativos, ha empezado a hacer mella en la evolución del crédito al sector privado. Así, la financiación al sector privado, después de haber anotado una tasa máxima de variación interanual del 24,3% en septiembre de 2006, se ha desacelerado en los últimos meses hasta presentar un aumento anual del 21,4% en febrero. Con todo, este ritmo de crecimiento es alto y dobla el correspondiente al conjunto del área del euro. El favorable clima económico apoya la expansión del crédito, si bien lo más probable es que se vaya moderando.

El ascenso de los tipos de interés empieza a hacer mella en la financiación al sector privado...

...aunque su crecimiento todavía dobla al del conjunto del área del euro.

DESACELERACIÓN DE LA FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS

Variación interanual de la financiación al sector privado



FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Febrero 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	81.673	-3.693	-4,3	8.464	11,6	5,3	
Deudores con garantía real (*)	947.617	24.626	2,7	191.626	25,3	61,6	
Otros deudores a plazo	424.207	9.618	2,3	90.434	27,1	27,6	
Deudores a la vista	32.737	-1.385	-4,1	5.261	19,1	2,1	
Arrendamientos financieros	40.347	-366	-0,9	5.446	15,6	2,6	
Créditos dudosos	11.639	804	7,4	1.672	16,8	0,8	
TOTAL	1.538.220	29.604	2,0	302.902	24,5	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Esta ralentización afecta tanto a las empresas como a las familias. La tasa de variación interanual de la financiación a las sociedades no financieras marcó un máximo de por lo menos la última década en diciembre de 2006 cuando alcanzó el 28,2%. No obstante, en febrero de 2007 esta tasa había caído 4,5 puntos porcentuales hasta el 23,7%. Tanto el crédito co-

mercial, destinado a financiar el capital circulante de las empresas, como los arrendamientos financieros, que se canalizan hacia la inversión, muestran una cierta ralentización en los últimos meses, aunque presentan avances considerables.

Desde el punto de vista sectorial, y con datos del Banco de España que alcanzan

El crédito a actividades inmobiliarias aumentó casi un 50% en 2006.

EL CRÉDITO A LA CONSTRUCCIÓN Y VIVIENDA PIERDE GAS

Variación interanual del crédito a la construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas



NOTA: Tasas ajustadas del efecto de la ruptura en las series en junio de 2005 por la vuelta al balance de activos titulizados.

FUENTE: Banco de España.

De hecho, el crédito a las familias para la vivienda continúa ralentizándose suavemente.

hasta diciembre de 2006, se constata que los servicios y la industria cobraron impulso en el último trimestre, con un mayor aumento del crédito destinado a estos sectores en los últimos doce meses. La construcción registró un incremento anual del crédito del 33,3%, 1,7 puntos porcentuales menos que en el trimestre anterior. No obstante, el conjunto del crédito destinado a construcción y actividades inmobiliarias apenas registraba una ralentización, con un alza anual del 43,5%, debido al fuerte avance del crédito a éstas últimas, un 49,7% anual en diciembre.

El crédito a los hogares inició la desaceleración antes que las empresas y los últimos datos confirman su suave continuación. Así, la tasa de variación interanual de la financiación a las familias ha disminuido 2,7 puntos porcentuales desde el máximo de marzo de 2006 hasta febrero de este año, en que se situó en el 18,6%. Esta aminoración del crecimiento del cré-

dito es atribuible sobre todo a la vivienda. Así, los préstamos para la vivienda han pasado de crecer a un ritmo anual del 24,6% en noviembre de 2005 al 19,0% en febrero de 2007. La subida de los tipos de interés y de los precios de la vivienda han frenado las hipotecas, pero las buenas perspectivas del mercado laboral y la flexibilización de las condiciones financieras siguen impulsándolas. De esta manera, se prevé que continúe la gradual desaceleración en este ejercicio.

El resto de préstamos a los particulares también se ha moderado, pero en mucha menor medida. La financiación para la compra de bienes de consumo duradero (coches, motos, muebles, electrodomésticos, etc.) se elevó el 11,8% en 2006, sensiblemente menos que en 2005. Sin embargo, los otros préstamos (para terrenos, valores, estudios, viajes, celebraciones, etc.) subieron el 23,8% en el año pasado, más que en el año anterior.

El leve repunte de la morosidad también apunta a un cambio de fase en el ciclo del crédito.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Cuarto trimestre de 2006

	Saldo (*)	Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%
Financiación de actividades productivas			
Agricultura, ganadería y pesca	23.014	2.276	11,0
Industria	119.487	14.792	14,1
Construcción	134.314	33.553	33,3
Servicios	504.998	127.131	33,6
Total	781.812	177.752	29,4
Financiación a personas físicas			
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	544.292	98.320	22,0
Adquisición de bienes de consumo duradero	51.357	5.430	11,8
Otras financiaciones	104.436	20.082	23,8
Total	700.085	123.832	21,5
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	5.704	1.038	22,2
Resto sin clasificar	21.016	3.368	19,1
TOTAL	1.508.618	305.990	25,4

NOTA: (*) Del conjunto de las entidades de crédito: sistema bancario, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Otro signo de un cambio de fase en el ciclo del crédito lo constituye un leve repunte de la morosidad en los últimos meses. De este modo, la tasa de morosidad aumentó hasta el 0,76% en febrero, si bien sigue siendo un nivel muy bajo.

Los depósitos bancarios apenas se desaceleran

Los depósitos bancarios del sector privado siguen expandiéndose a un buen ritmo, cerca del doble del de la eurozona. La subida de los tipos de interés del Banco Central Europeo en el último periodo ha permitido mejorar la retribución de los depósitos bancarios, con lo que han ganado atractivo. También ha contribuido a ello la competencia entre las entidades, que han renovado su oferta. Ello se explica por la necesidad de financiar unos préstamos y créditos que siguen creciendo más que los depósitos, lo que induce también a las entidades a recurrir a la emisión de valores.

Una vez que a principios de 2007 entró en vigor el nuevo régimen fiscal para los productos financieros, y que suprimió las ventajas para los instrumentos a mayor plazo, se constata que en el primer bimes-

tre las cuentas a plazo a menos de 2 años son las que han experimentado un mayor crecimiento, del 7,7% sobre diciembre. De esta forma, el aumento anual de los depósitos a plazo hasta 2 años superó el de las cuentas a un plazo mayor por primera vez desde diciembre de 2001. La mayor expansión, no obstante, corresponde a los depósitos en moneda extranjera, a pesar de su desaceleración, la cual es lógica si se tiene en cuenta que va reduciéndose el diferencial de tipos de interés con el exterior.

Por otro lado, en marzo la situación de volatilidad en los mercados financieros motivó que se produjeran retiradas de dinero de los fondos de inversión de renta variable. No obstante, fueron superadas por las entradas netas en otras modalidades de fondos, de modo que en el conjunto del primer trimestre se contabilizaron unas compras netas de participaciones de fondos de inversión mobiliaria de 399 millones de euros. De esta forma, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en el periodo enero-marzo se incrementó el 1,2% y el número de partícipes, el 1,5%. La rentabilidad media registrada por los fondos de inversión mobiliaria fue del 4,3% en los doce últimos meses, superando ampliamente a la inflación.

La subida de las remuneraciones aumenta el atractivo de los depósitos bancarios.

Los depósitos en moneda extranjera experimentan la mayor expansión en el primer bimestre.

La rentabilidad media de los fondos de inversión mobiliaria supera ampliamente a la inflación.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Febrero 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	426.557	-21.390	-4,8	36.189	9,3	37,0	
A plazo hasta 2 años	265.091	18.842	7,7	70.506	36,2	23,0	
A plazo a más de 2 años	342.565	9.716	2,9	89.336	35,3	29,7	
Cesiones temporales	80.921	466	0,6	8.386	11,6	7,0	
Total	1.115.135	7.636	0,7	204.417	22,4	96,8	
Depósitos en monedas no euro	36.779	4.062	12,4	17.388	89,7	3,2	
TOTAL	1.151.913	11.697	1,0	221.804	23,8	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

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 Noguer
5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández
6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres Maria Gutiérrez-Domènech

■ "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
3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

■ "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 Noguer

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

28. Internet: situación actual y perspectivas Fèlix Badia

29. El gobierno de la empresa Vicente Salas Fumás

30. La banca en Latinoamérica. Reformas recientes y perspectivas

Josep M. Liso, Montserrat Soler, Montserrat Manero y M. P. Buil

31. Los nuevos instrumentos de la gestión pública Guillem López Casanovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza e Ivan Planas Miret

32. La competitividad de la economía española: inflación, productividad y especialización Francisco Pérez

(director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Ángel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci y Ezequiel Uriel

33. La creación de empresas. Un enfoque gerencial José María Veciana

34. Política agraria común: balance y perspectivas José Luis García Delgado y M. Josefa García Grande (directores)

Consejo Asesor del Servicio de Estudios

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

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