

# Informe Mensual



NÚMERO 303

*Latinoamérica: la estabilidad recuperada* Pág. 15

Los años de hiperinflaciones, desequilibrios fiscales y crisis financieras recurrentes van quedando atrás

*Cuatro años de crecimiento, ¿cien años de prosperidad?* Pág. 21

El dinamismo reciente de las economías americanas no esconde las carencias que todavía subsisten

*La calidad institucional, el eslabón perdido del progreso latinoamericano* Pág. 34

Los déficit de las instituciones políticas y sociales lastran la capacidad de crecimiento de la región

*Remesas a Latinoamérica: ¿maná caído del cielo?* Pág. 64

La región del mundo que más remesas recibe se pregunta si sirven para reducir la pobreza y aumentar el crecimiento

# Previsiones

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

	2006	2007	2008	2006				2007	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
	Previsiones			Previsiones					
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	3,3	2,3	2,5	3,7	3,5	3,0	3,1	2,1	2,2
Japón	2,2	2,0	1,9	2,7	2,1	1,5	2,4	2,2	2,2
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	3,1	2,8
<i>Alemania</i>	2,9	2,3	2,2	1,9	2,9	3,2	3,9	3,6	2,7
<i>Francia</i>	2,0	2,1	2,1	1,9	2,7	2,1	2,2	2,0	1,9
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	3,2	2,2	2,3	3,7	4,0	3,4	2,0	2,4	2,3
Japón	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	-0,1	0,3
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
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
	Previsiones			Previsiones					
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	3,7	3,4	2,9	3,7	3,6	3,6	3,7	3,5	3,4
Consumo de las AAPP	4,4	4,5	4,3	4,3	4,4	4,2	4,9	5,2	4,6
Formación bruta de capital fijo	6,3	5,8	4,1	6,3	6,2	6,4	6,4	6,6	6,3
<i>Bienes de equipo</i>	9,7	9,6	5,0	8,6	9,1	9,6	11,4	12,1	11,2
<i>Construcción</i>	5,9	5,1	3,8	5,8	5,8	6,2	5,7	5,6	5,3
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	4,9	4,5	3,8	4,8	4,8	4,8	4,9	4,8	4,7
Exportación de bienes y servicios	6,2	4,3	3,6	9,5	4,9	3,4	7,3	4,2	4,4
Importación de bienes y servicios	8,4	5,5	4,8	11,6	7,3	6,0	8,8	5,6	5,7
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	3,1	2,9	2,3	3,2	3,1	2,9	3,1	3,0	2,9
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	2,3
Costes laborales unitarios	2,7	2,2	2,3	2,3	2,7	2,7	2,8	2,4	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,5	-9,4	-9,8	-10,0	-7,8	-8,4	-7,9	-10,3	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,8	-8,9	-9,4	-9,7	-7,4	-7,8	-6,7	-9,8	
Saldo público (% PIB)	1,8	1,2	0,9						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
	Previsiones			Previsiones					
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
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	4,3
Obligaciones 10 años	3,8	4,4	4,8	3,5	4,0	3,9	3,8	4,1	4,3
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,26	1,35	1,31	1,20	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35

## América Latina: encarando un futuro prometedor

### Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Previsiones OCDE
  - 8 Estados Unidos
  - 13 Japón
- 15 *Latinoamérica: la estabilidad recuperada*
- 19 Brasil
- 20 Argentina
- 21 *Cuatro años de crecimiento, ¿cientos años de prosperidad?*
- 25 Materias primas
- 26 Unión Europea
  - 26 Previsiones Comisión Europea
  - 28 Zona del euro
  - 30 Alemania
  - 31 Francia
  - 32 Italia
  - 33 Reino Unido
- 34 *La calidad institucional, el eslabón perdido del progreso latinoamericano*
- 38 Mercados financieros
  - 38 Mercados monetarios y de capital
- 47 Coyuntura española
  - 47 Actividad económica
  - 52 Mercado de trabajo
  - 56 Precios
  - 61 Sector exterior
- 64 *Remesas a Latinoamérica: ¿maná caído del cielo?*
- 67 Ahorro y financiación

América Latina ha entrado en el siglo XXI con la expansión más pujante desde los años setenta y unas perspectivas de crecimiento claramente favorables. Según un reciente informe del Fondo Monetario Internacional, estos buenos resultados obedecen a una combinación de políticas económicas generalmente sólidas y a una situación económica internacional benigna, así como a los altos precios de las materias primas, que han permitido elevar el gasto público y reducir los déficits en muchos países. A raíz de estos resultados, el desempleo y la pobreza han retrocedido y, por primera vez en décadas, se ha reducido algo la desigualdad de ingresos de la región, que de todas formas sigue siendo muy elevada.

También hay que reconocer que desde hace más de una década muchos responsables políticos y económicos latinoamericanos han comprendido el dañino impacto de la inflación sobre el crecimiento económico, la distribución de la renta y la pobreza. El paso dado por muchos países de establecer la lucha contra la inflación como eje central de la política económica y monetaria significa un avance trascendental hacia la estabilidad macroeconómica, elemento indispensable a la hora de afrontar los retos económicos y sociales que encara la región. Recordemos solamente cómo las hiperinflaciones de los años ochenta y noventa desgarraban el normal funcionamiento de los mercados y las transacciones, con inflaciones que llegaron al 1.700% anual en Bolivia, del 900% anual en Perú o del 600% ó 700% en Argentina o Brasil.

Pese a todas estas buenas noticias, no se nos ocultan tres cuestiones básicas. La primera, que la buena coyuntura apenas ha alterado los parámetros de desigualdad y retraso que arrastra la zona. La segunda es que comparados con el despegue asiático, los resultados latinoamericanos son claramente insuficientes. La tercera, y más importante, es que no existen muchas garantías de que en algunos países de la zona no se vuelva a las andadas, cayendo de nuevo en una etapa de confusión y desorden. Por tanto, vale la pena revisar a fondo la situación actual y las perspectivas de la región para tratar de vaticinar la continuidad de este ciclo expansivo que contribuiría a paliar los déficits conocidos.

En esta edición del Informe Mensual constatamos el compromiso con la estabilidad de muchos países latinoamericanos. Compromiso que se plasma en forma de políticas monetarias orientadas a alcanzar objetivos de inflación, con prohibición expresa de que el banco central financie al sector público. Paralelamente, la deuda pública de la región ha descendido de forma significativa, aunque todavía sigue siendo elevada. La posición exterior ha mejorado considerablemente, en buena medida gracias al apetito chino por las materias primas que produce la región. Con todo, la estabilidad macroeconómica no será suficientemente valorada si no va acompañada de un crecimiento económico que reduzca la pobreza y la desigualdad. En este sentido, el limitado potencial de crecimiento de Latinoamérica puede atribuirse a los pobres niveles de inversión –tanto en capital físico como en capital humano– y al lento avance de la productividad. En el trasfondo, subyace un insuficiente desarrollo de las instituciones, entendidas como las reglas del juego, formales o informales, que proporcionan el marco en el cual se producen las interacciones sociales, políticas y económicas. Transitar hacia un estadio de mayor calidad institucional significa aumentar la capacidad de crecimiento y desarrollo. Con una coyuntura internacional favorable y con las reformas que muchos países han empezado a llevar a cabo es posible dejar atrás los tiempos difíciles y encarar el futuro prometedor que merece la región.

## RESUMEN EJECUTIVO

**El PIB de Estados Unidos se desacelera considerablemente, creciendo un 2,1% en el primer trimestre de 2007.**

**La inflación se mantiene moderada, pero la Reserva Federal tiene sus motivos para estar alerta.**

**China sube sus tipos de interés para enfriar su recalentada economía.**

### **Economía mundial: la hora de los bancos centrales**

La expansión económica global sigue su curso en este primer semestre de 2007. En Estados Unidos, la atención sigue centrada en las vicisitudes del sector inmobiliario, que en el primer trimestre presentaba una caída del 17% en términos reales, según las cifras macroeconómicas de la Oficina de Análisis Económico. Como consecuencia, el crecimiento del producto interior bruto (PIB) de la primera economía mundial cayó hasta el 2,1% en tasa interanual, desde el 3,1% de finales de 2006. El final de la crisis de la vivienda no parece próximo, a tenor de los indicadores que van apareciendo sobre ventas, precios y construcción. Pero lo que cada vez parece más claro es que no va a haber contagio a otros apartados del gasto. Por lo menos esto debe pensar Wall Street, donde la bolsa no deja de batir nuevos máximos, con un índice Dow Jones por encima de los 13.000 puntos, beneficios empresariales todavía considerables y fiebre de compras, fusiones y recompra de acciones.

El consumidor americano sigue siendo el protagonista. La gasolina vuelve a estar cara, pero se sigue creando empleo y los salarios de los empleos cualificados van subiendo, de manera que la capacidad de gasto se mantiene. Otra ayuda debería venir de la mano del sector exterior. El extraordinario crecimiento de la economía internacional, conjugado con la depreciación del dólar debería alentar el crecimiento de las exportaciones estadounidenses. Pero no ha sido este el caso del primer trimestre. Por el contrario, las ventas al exterior de bienes y servicios se fre-

naron, y de ahí los mediocres resultados de crecimiento total del producto.

La desaceleración de la demanda no ha impresionado a la Reserva Federal, el banco central americano. El comité de política monetaria de principios de mayo insistió en su preocupación por los riesgos de inflación. Un peligro que no descuentan los mercados financieros ni la mayor parte de analistas, que no anticipan subidas de los tipos de interés en la segunda mitad de año. De hecho, la tasa del índice de precios de consumo (IPC) de abril bajó dos décimas hasta el 2,6% y la subyacente se situó en el 2,4%. Entonces, ¿por qué se preocupa la Fed? Una explicación es el mercado laboral, que según como se mire podría considerarse recalentado: la creación de empleo sigue a buen ritmo, la tasa de paro se mantiene en mínimos y los costes laborales tienden a subir. El otro motivo es la productividad, cuyo crecimiento ha perdido claramente impulso. Y, además, sube el precio de la energía y el dólar se devalúa. Ciertamente, hay motivo para mantenerse alerta, a no ser que la desaceleración se acentúe.

Mientras la Fed mantiene sus tipos congelados, el resto de los principales bancos centrales apunta a subidas. Este mes de mayo, el caso destacado ha sido China. La estrella es la bolsa, con una revalorización de Shanghai de más del 50% en lo que va de año, tras un ascenso del 131% en 2006. Las autoridades chinas, preocupadas por la existencia de una posible burbuja especulativa, han tomado varias medidas, entre las que destaca la subida de sus tipos de interés de referencia y la ampliación de la banda de fluctuación diaria del renminbi. Se trata, ésta última, de una medida algo

simbólica que pretende responder a la exigente demanda de Estados Unidos de que China revalorice su moneda, sujeta ahora a una flotación estrechamente controlada.

También el Banco de Inglaterra ha decidido subir el tipo de interés de referencia en mayo, hasta el 5,50%. En marzo, la tasa de inflación británica llegó al 3,1%, sensiblemente lejos del objetivo del 2%, en un entorno de crecimiento de la actividad, empuje del consumo privado y tasa de paro en mínimos. Un escenario que explica el endurecimiento monetario, el cual previsiblemente tendrá continuidad en los próximos meses.

También cabe esperar algún movimiento alcista del Banco de Japón. No es que las cifras macroeconómicas permitan grandes alegrías. El PIB del primer trimestre aumentó un 2,2% respecto al mismo periodo del año anterior, dibujando un perfil de moderada desaceleración. Pero en un país cuya demografía apunta al declive, ésta es una tasa considerable, por encima del potencial teórico de crecimiento. Además, como señala en su último informe la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el país atraviesa la expansión más larga desde la segunda guerra mundial. El problema está en que la etapa de deflación todavía no puede darse por concluida. La tasa de incremento del IPC de abril fue del 0,0%, mientras que el deflactor del consumo privado del primer trimestre presentaba todavía un descenso del 0,2% en tasa interanual. El Banco de Japón no lo tiene fácil para subir su tipo de interés de referencia, ahora en el 0,5%, mientras la deflación no sea definitivamente historia.

Más claro lo tiene Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo (BCE). Inversores y analistas tienen ampliamente descontado que en junio elevará el tipo de interés de referencia del eurosistema hasta el 4%. Los datos de crecimiento recientes y las perspectivas futuras justifican plenamente la vuelta de tuerca monetaria,

por más que no se planteen riesgos inflacionistas relevantes o que el euro haya tocado máximos históricos respecto a dólar, yen y franco suizo. La coartada perfecta se la ha proporcionado este mes Joaquín Almunia, comisario de asuntos económicos y monetarios. En sus previsiones de primavera, la Comisión ha elevado el crecimiento de la eurozona: 2,6% en 2007 y 2,5% en 2008. Los dos pilares del crecimiento serán la inversión y el consumo privado, apoyados por la demanda exterior y la creación de empleo, sin adivinarse problemas en el campo de la inflación. El año, de momento, ha empezado bien. Eurostat estima que en el primer trimestre el PIB de la eurozona avanzó un 3,1%, si bien la cifra representa una ligera desaceleración desde el 3,3% del último trimestre de 2006.

### **Economía española: la incógnita está en 2008**

También ha sido satisfactorio el crecimiento de la economía española en el primer trimestre del año. Con sorpresa incluida. Tanto el Banco de España como el Instituto Nacional de Estadística (INE) avanzaron un crecimiento del 4,0% en tasa interanual, pero la cifra estimada finalmente por el INE fue del 4,1%, superior, en una décima, a la correspondiente a finales del pasado año. La tendencia alcista del PIB supera todas las expectativas y se explica, fundamentalmente, por el auge de la inversión en equipo y los buenos resultados del sector exterior.

Así, la inversión en bienes de equipo aceleró su ritmo de crecimiento interanual nada menos que al 12,1%, la tasa más elevada desde 1999. Explican esta estimación la positiva evolución de la producción industrial, las importaciones de este tipo de bienes, las carteras de pedidos y las ventas de las empresas del ramo.

Por su parte, el sector exterior restó únicamente 0,7 puntos porcentuales al creci-

**El Banco de Japón posiblemente suba tipos, pero la persistencia de la deflación dificulta la decisión.**

**La recuperación de la actividad en la eurozona parece perfectamente asentada y ya se da por hecha una nueva subida del BCE.**

**El crecimiento de la economía española sigue sorprendiendo por su fuerza, que sobrepasa el 4% en el primer trimestre...**



**...espoleada por el tirón de la inversión en equipo productivo y por la mejora de los mercados de exportación...**

miento del PIB del primer trimestre, una cifra mucho menor de lo habitual hasta ahora. La razón estriba en la pérdida de dinamismo tanto de las exportaciones como de las importaciones, aunque de mayor intensidad en estas últimas.

Los otros dos componentes más importantes de la demanda interior muestran un perfil de suave desaceleración. Es el caso del consumo de los hogares, que creció un 3,5% en el trimestre de referencia, la cifra más baja de los últimos tres años. Y también del gasto en construcción, con un aumento del 5,6% interanual, una décima menos que en el trimestre precedente. En este caso, la contención del ritmo de avance en la edificación residencial vino compensada en buena medida por el renovado impulso de la obra civil.

**...mientras que el consumo y el gasto inmobiliario muestran crecimientos menores.**

Todo apunta a que el ritmo de construcción de viviendas continuará moderándose gradualmente en los próximos meses, tras una larga etapa expansiva. De momento, el volumen de obra en ejecución es todavía elevado, pero algunos indicadores avanzados muestran signos claros de desaceleración. También las señales del mercado inmobiliario apuntan a una mayor contención. En particular, los contratos de compraventa de viviendas de segunda mano han sufrido una contracción en los últimos meses, mientras que los precios han desacelerado su escalada.

El cambio de tercio de la construcción de viviendas, uno de los puntales de la expansión de los últimos años, causa cierta inquietud. La ralentización del sector podría provocar un notable recorte del crecimiento, no en 2007, puesto que con la inercia actual el crecimiento en torno al 3,7% parece garantizado, sino en 2008. En sus recientes previsiones de primavera, la OCDE prevé un crecimiento del 2,7% en 2008, casi un punto menos que su previsión para 2007. Se trata de una cifra muy inferior a la prevista por la Comisión Europea, 3,4%, el

Fondo Monetario Internacional, también un 3,4%, o el Banco de España, un 3,1%.

El auge de la vivienda española no es un caso aislado. En el mencionado informe de la OCDE se recoge un dato sorprendente: en la mitad de los 30 países miembros de la Organización, el año 2006 representó un máximo de los últimos diez años en la ratio inversión en vivienda sobre PIB. La experiencia de las últimas décadas apunta a que después de un *boom* de la vivienda suele venir una brusca corrección que a menudo genera una fuerte caída de la actividad. Pero el informe reconoce que, en esta ocasión, las cosas son distintas. La citada corrección era a menudo consecuencia de una rápida subida de los tipos de interés después de un incremento sustancial e imprevisto de la inflación. Y no es este el caso actual.

Nuestra conclusión es que, por lo menos en lo que se refiere a España, la desaceleración del sector será suave y moderada. No tiene por qué ser de otra manera en un entorno definido por subidas de tipos de interés próximas a alcanzar su techo, sin perspectivas de deterioro de las tendencias inflacionistas y con los factores demográficos y económicos que explican la expansión inmobiliaria todavía vivos. Eso no significa que la pérdida de ritmo del crecimiento total no vaya a ser apreciable. Pero vendría en un momento oportuno. La buena coyuntura por la que atraviesa la Unión Europea, que constituye el principal mercado de exportación de los bienes y servicios españoles, puede compensar en parte la hipotética desaceleración inmobiliaria. Precisamente por este motivo, el escenario de contención gradual del crecimiento que se maneja para los próximos años tiene la virtud de presentar un crecimiento más equilibrado, con un aumento de la inversión de las empresas y de las ventas en los mercados exteriores.

28 de mayo de 2007

**La desaceleración de la vivienda será suave y en buena medida puede ser compensada por otros componentes de la demanda.**

## CRONOLOGÍA

### 2006

- 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.
- mayo**
- 21 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un récord histórico (13.542,9) con un alza del 8,7% en relación con el final del año 2006.
  - 23 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (15.223,9) con una ganancia acumulada del 7,6% con relación al final de diciembre de 2006.

## AGENDA

### Junio

- 1 PIB de la zona del euro (primer trimestre).
- 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). Comercio exterior (abril).
- 26 Ingresos y gastos del Estado (mayo).
- 28 Avance IPCA (junio).  
Comité de Mercado Abierto de la Fed.

### Julio

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 5 Índice de producción industrial (mayo).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 IPC (junio).
- 16 Balanza de pagos (abril).  
IPC armonizado de la UE (junio).
- 24 Ingresos y gastos del Estado (junio).
- 25 Precios industriales (junio). Comercio exterior (mayo).
- 27 Encuesta de población activa (segundo trimestre).  
PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).
- 30 Avance IPCA (julio).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**La OCDE eleva su previsión de crecimiento para 2007 hasta el 2,7%.**

**Estados Unidos se ralentiza hasta el 2,1% y la zona del euro fortalece su expansión creciendo un 2,7%.**

**Existen riesgos inflacionistas y las políticas monetarias actuarán en consecuencia.**

### **Previsiones OCDE: buscar el equilibrio perdido**

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) eleva su previsión de crecimiento para 2007 del 2,5% al 2,7%, ritmo que espera que se repita en 2008. Dentro de un escenario central benigno se prevé un reequilibrio del crecimiento mundial, con Estados Unidos encarando un aterrizaje suave mientras en Europa la recuperación gana fuerza, Japón mantiene una trayectoria sólida y China e India continúan su vigorosa expansión. Por tanto, el efecto de la ralentización americana sobre la economía global no va a ser como en 2001, pero con la sólida demanda global y los mayores niveles de empleo existen riesgos de sobrecalentamiento, especialmente en 2008. También continúan siendo un foco de atención los desequilibrios fiscales y exteriores, aunque se espera que empiecen a corregir en 2007.

En Estados Unidos, más allá de la continuada debilidad del sector de la vivienda, que puede retardar la recuperación económica, existe el riesgo de una desaceleración más generalizada, con un menor crecimiento de la productividad que complicaría la moderación de la inflación. La previsión de crecimiento para 2007 y 2008 se rebaja al 2,1% y 2,5% respectivamente.

La OCDE constata que la recuperación de la zona del euro gana fuerzas y espera que en 2007 el crecimiento del producto interior bruto (PIB) llegue al 2,7% para moderarse en 2008 hasta el 2,3%. Alemania e Italia son los países que ven sus pers-

pectivas más fortalecidas, con avances esperados para 2007 del 2,9% y del 2,0%. España ve como se refuerzan los pronósticos de 2007, con un crecimiento esperado del 3,6%, pero ve revisadas a la baja sus expectativas para 2008 con un avance previsto del 2,7%. Japón espera crecer un 2,1% este año. El periodo deflacionista aún no ha quedado atrás definitivamente, lo que debería hacer que las autoridades monetarias actúen con cautela, sin subir tipos prematuramente. Sin embargo, la actividad bancaria se está recuperando y el precio de los inmuebles parece estabilizado, de manera que la previsión de crecimiento para 2008 se eleva hasta el 2,4%.

En este escenario central benigno la OCDE también ve riesgos. Los bajos niveles de desempleo en los países miembros combinados con la mayor fortaleza de la demanda global conllevan presiones inflacionistas. Los productos intermedios, los costes de envío y los alimentos han visto sustanciales aumentos de precios que deben ser seguidos por los bancos centrales. En Estados Unidos, el menor avance de la actividad y la debilidad del mercado inmobiliario deberían ayudar a moderar la inflación y dar un pequeño margen de maniobra a la Fed. Para Europa se espera que el BCE acabe el año con un tipo de intervención en el 4,25%.

Respecto a los desequilibrios fiscales y comerciales, es una prioridad aprovechar la presente coyuntura para mejorar el sostenimiento a largo plazo de las finanzas públicas. La experiencia demuestra al respecto que la corrección de las balanzas fiscales a través del control del gasto da los mejores resultados, aunque habrá que



**PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA OCDE (1)**

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

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 9 de mayo de 2007 (1 dólar = 119,72 yenes = 0,740 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 16 de mayo de 2007.

(2) Tasas porcentuales de variación en términos reales.

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

(4) En porcentaje sobre población activa.

(5) En porcentaje del PIB.

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

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

**Es necesario corregir los déficits fiscal y exterior.**

restringir las bajadas de impuestos a corto plazo. Respecto al sector exterior, mejoran ligeramente las perspectivas de corrección del déficit comercial en Estados

Unidos mientras que para Alemania y Japón se revisan al alza los superávits corrientes para 2007 y 2008.

**PERSPECTIVAS FINANCIERAS DE LA OCDE (1)**

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

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 9 de mayo de 2007 (1 dólar = 119,72 yenes = 0,740 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 16 de mayo de 2007.

(2) En porcentaje del PIB.

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

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

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

**Estados Unidos desacelera su crecimiento hasta el 2,1% por la debilidad exportadora...**

El bajel de la economía estadounidense viene de capear tempestades con asombroso éxito. Ni el precio del petróleo, ni los miedos inflacionistas, ni la debilidad del mercado inmobiliario han hecho temblar a un buque que, concienzudo, si-

gue la trayectoria de desaceleración, con una Fed que, sin perder la compostura, dice estar algo más preocupada por la inflación que por la falta de crecimiento.

Sin embargo, a la vista de los últimos datos del producto interior bruto (PIB), es el déficit comercial, viejo compañero de viaje, quien siembra las dudas en cubier-

ta. La economía creció en el primer trimestre de 2007 un 2,1% interanual. Una desaceleración mayor de lo esperado, aunque la mayor sorpresa fue que el origen de ésta no estuvo en la demanda interna, donde se temían los efectos de la debilidad inmobiliaria sobre los endeudados consumidores, sino en el sector exterior.

Lejos de plegar velas, la demanda interna, apoyada por un mercado laboral aún fuerte y por la buena marcha empresarial, recuperó el vigor perdido creciendo un 1,7% en términos anualizados respecto al trimestre anterior, cuando el ritmo de avance se había reducido al 0,8%. Esta renovada vitalidad se apoyó en la continuada fuerza del consumo privado y en una recuperación de la inversión no residencial centrada en equipos de informática y software que, por efectos de base, no se manifiesta en los avances interanuales. El consumo avanzó un 3,8% intertrimestral anualizado y la inversión no residencial, un 2,1% después de haber perdido un 3,1% en el trimestre anterior. Por su parte, la inversión en vivienda siguió sin dar señales claras de recuperación y cedió un 17,0% respecto al trimestre anterior en términos anualizados.

En el sector exterior, la culpa del deterioro no es achacable esta vez a la avidez compradora del público americano sino al mal comportamiento de las ventas al exterior. Mientras que las importaciones mantuvieron un perfil bajo, las exportaciones se desaceleraron de forma considerable creciendo un pobre 5,5% interanual frente al 9,4% del trimestre previo.

Según la Reserva Federal, los dos factores que más habían contribuido en los últimos años al déficit por cuenta corriente americano habían sido una productividad laboral más alta en relación con sus principales socios comerciales y una demanda mundial débil. La productividad, que es la capacidad de hacer más con fac-

tores productivos constantes, creaba mayores expectativas de beneficios que llevaban a una apreciación de los activos empresariales. Esto atraía a inversores del exterior que querían comprar activos estadounidenses, lo que reforzaba al dólar y restaba competitividad a las exportaciones. Al mismo tiempo, la apreciación de los activos, a través del efecto riqueza, daba alas a los consumidores americanos a importar más. La debilidad relativa de la demanda de los socios comerciales hacía el resto, incentivando las exportaciones hacia Estados Unidos.

Pero ahora no hay excusas, ya que estos dos factores han cambiado de signo. La marcha ascendente de la productividad se ha desacelerado y la demanda mundial es hoy más robusta que la americana. Como consecuencia, el dólar se ha debilitado. Todo ello debería hacer más competitivos los productos hechos en Estados Unidos y hacer evolucionar al alza las exportaciones. El consenso apunta en este sentido pero la cosa aún esta por ver.

El índice de actividad y sentimiento empresarial del Institute for Supply Management viene a apoyar la hipótesis alcista. En manufacturas pasó en abril del nivel de 50,9 al de 54,7 puntos, siempre por encima de la barrera de 50, lo que indica que hay más optimistas que pesimistas. Los servicios siguieron un patrón parecido, ganando 4 puntos hasta llegar al nivel de 56,0. En ambos casos, los componentes que más fuerza mostraron fueron nuevos pedidos, precios y, de forma significativa, pedidos de exportación.

El contrapunto negativo estuvo en la producción industrial, que en abril redujo su ritmo de crecimiento hasta un magro 1,9% interanual. Y es que la recuperación inversora del primer trimestre del PIB no pasó por el sector industrial, donde el material de transporte siguió evolucionando claramente a la baja.

**...pero el consumo aguanta, la inversión en informática y software se recupera...**

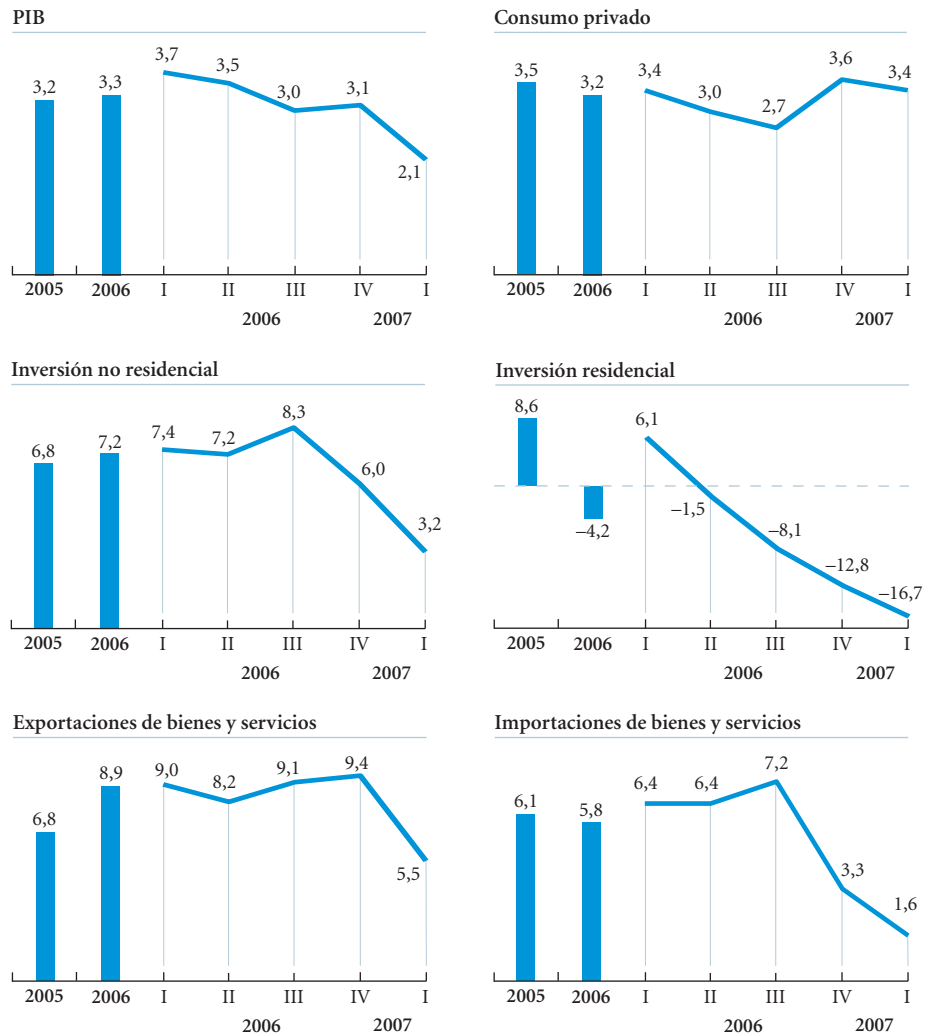
**...pero el sector exterior pincha.**

**Los factores que han provocado el déficit exterior han perdido fuerza.**

**Continúa la debilidad en la industria.**

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

### El sector de la vivienda sigue sin recuperarse...

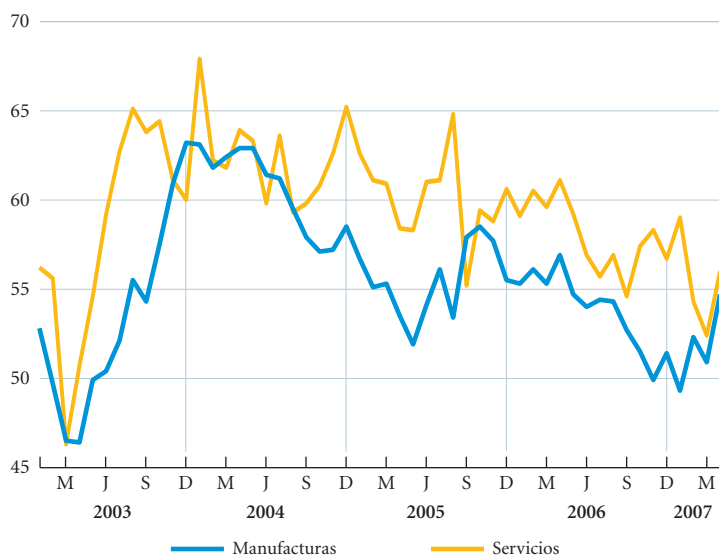
Por el lado de la demanda, el consumo minorista de abril mostró ya unos síntomas más claros de repliegue, creciendo un 3,8% interanual, lo que queda bien por debajo del 4,5% de marzo. Pese a ello, al consumo aún le quedan fuerzas ya que tal desaceleración vino en gran parte provocada por una revisión al alza de los meses anteriores y por efectos de base. En el mismo sentido, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de abril descendió hasta el nivel de los 104,0 puntos, pero la percep-

ción de la situación presente sigue por encima de la media de la segunda mitad de 2006.

Así, la demanda interna parece por ahora aguantar más que razonablemente bien la crisis de la vivienda. Sin embargo, el sector inmobiliario dista mucho de ver la luz al final del túnel. Las viviendas iniciadas en abril repuntaron respecto a meses anteriores, en parte gracias a que esos mismos meses fueron revisados a la baja, pero los visados de obra nueva cedieron un 8,9%

## ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS SON MODERADAMENTE OPTIMISTAS

Nivel de los índices del ISM



FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

respecto a marzo. Siendo éste un indicador adelantado, la recuperación aún parece un poco verde.

Si la oferta se lo toma con calma, la demanda también. El número de transacciones sigue sin recuperarse, con unas ventas de viviendas que cedieron en abril un 11,9% interanual en el caso de las de segunda mano y un 23,5% en el caso de las nuevas. Abundando en el mismo sentido, la proporción de viviendas por vender respecto al total ha aumentado con celeridad y está ya un 50% por encima de los niveles típicos de la última década.

Sin embargo, pese a esta imagen de debilidad es significativo el mantenimiento del nivel de precios: en segunda mano ceden un mero 0,9% interanual y en nueva construcción ya están ganando un 6,4%, con lo que no hay una merma del efecto riqueza que da soporte al consumo privado.

Un consumo que sigue apoyándose en el mercado de trabajo, que pese a evolucionar

a la baja, aún fue capaz de crear 1.881.000 nuevos empleos en los últimos 12 meses hasta abril, combinado con una tasa de paro de tan sólo el 4,5% de la población activa.

El frente inflacionista dio en abril buenas noticias a pesar de la moderada preocupación de la Fed. El índice de precios al consumo (IPC) general pasó de crecer un 2,8% a un 2,6% interanual, y el componente subyacente, el general sin energía ni alimentos, se moderó del 2,5% al 2,4%. Esta mejora es mejor de lo que parece. Eliminando el importante efecto de los alquileres de la vivienda, que aún crecen cerca del 4%, el resto del componente subyacente (el 50% del IPC general) se desaceleró hasta crecer un 1,2%.

Por último, cabe destacar que el déficit comercial de bienes y servicios, en marzo, volvió a sufrir un nuevo deterioro llegando a los 63.891 millones de dólares, un 10,4% superior al balance de febrero. El caso es que ni el petróleo ni China tuvieron la cul-

**...pero el precio de los inmuebles se mantiene.**

**La inflación se modera y el componente subyacente crece un 2,4%.**



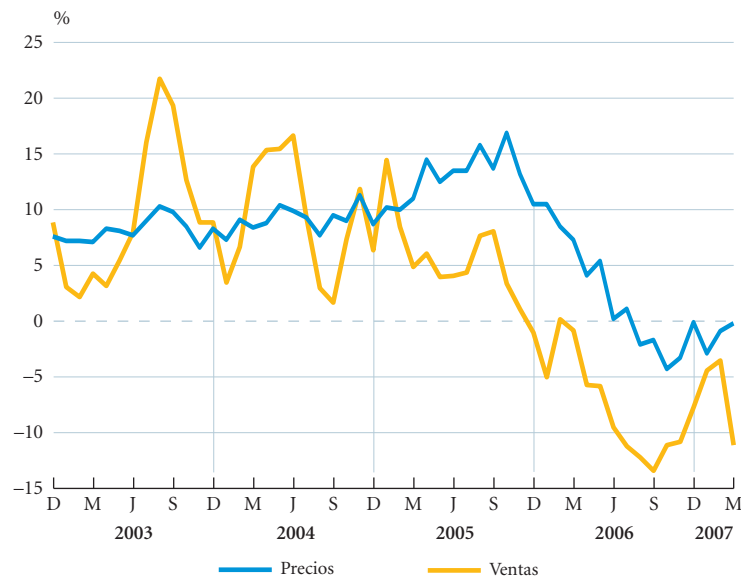
**El déficit comercial vuelve a deteriorarse por la ralentización exportadora.**

pa. El déficit, excluyendo el petróleo, aumentó un 6,1% hasta los 41.000 millones de dólares y la balanza bilateral deficitaria con el gigante amarillo fue de 17.246 millones, claramente por debajo del registro

de febrero y del promedio de 2006. Y es que fue la debilidad exportadora la principal causa del retroceso, lo que nos deja esperando mejores tiempos tal y como auguran las previsiones.

**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.

**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	Abril
PIB real	3,2	3,3	3,7	3,5	3,0	3,1	-	2,1	-	-
Ventas al por menor	6,6	6,1	7,9	6,4	5,4	5,0	2,2	3,6	4,4	3,2
Confianza del consumidor (*)	100,3	105,9	105,7	106,6	104,4	106,8	110,2	111,2	108,2	104,0
Producción industrial	3,2	4,0	3,3	4,2	5,1	3,5	2,4	2,9	2,1	1,9
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	55,5	53,9	55,6	55,2	53,8	50,9	49,3	52,3	50,9	54,7
Venta de viviendas unifamiliares	6,6	-17,7	-11,6	-14,4	-22,3	-22,5	-25,6	-19,5	-23,5	...
Tasa de paro (**)	5,1	4,6	4,7	4,6	4,7	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5
Precios de consumo	3,4	3,2	3,7	4,0	3,4	1,9	2,1	2,4	2,8	2,6
Balanza comercial (***)	-717	-765	-740	-762	-781	-765	-758	-753	-754	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

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

## Japón: el consumo se recupera y la inversión flaquea

El Tokyo Mitsubishi UFJ, el mayor banco del mundo en términos de activos, espera para 2007 una notable caída de los beneficios. Sus competidores, el Sumitomo Mitsui Financial Group y el Mizuho Financial Group vaticinan fortunas parecidas. Su problema es que, por un lado, las empresas demandan menos créditos y no aceptan las últimas subidas de tipos de interés y, por otro, los consumidores creen que

pagan demasiado a los bancos por sus deudas. Una situación que pone de manifiesto las diferentes aristas que caracterizan el momento presente de la economía nipona.

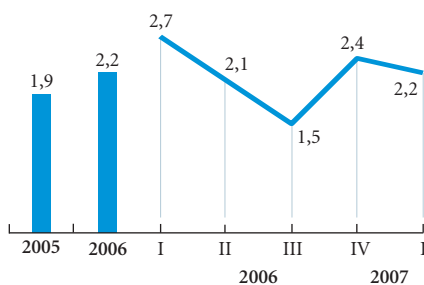
El PIB del primer trimestre de 2007 creció un 2,2% interanual, algo menos que en el periodo anterior, siguiendo con la expansión de perfil bajo acorde con las posibilidades demográficas del país. Pese a la moderada desaceleración, existen dos elementos claramente positivos. Destaca en primer lugar la aceleración del consumo

**Japón crece al 2,2% con más consumo y menor inversión.**

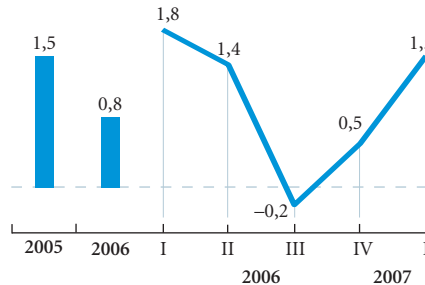
### EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

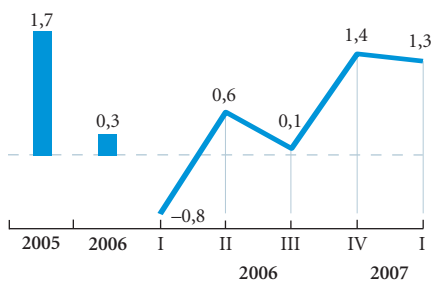
#### PIB



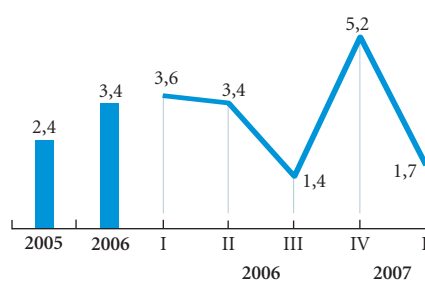
#### Consumo privado



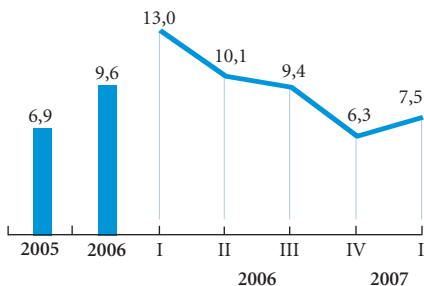
#### Consumo público



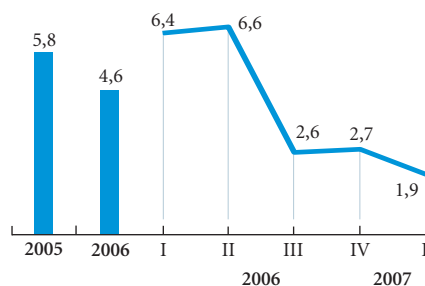
#### Formación bruta de capital fijo



#### Exportaciones de bienes y servicios



#### Importaciones de bienes y servicios



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

**La continuidad de un mayor consumo privado debería aumentar los rendimientos de las inversiones...**

privado, que creció un 1,5% interanual frente al previo 0,5% de fin de año. En segundo lugar, las exportaciones de bienes y servicios repuntaron con fuerza después de ciertos titubeos y ganaron un 7,5% lo que, combinado con la moderación importadora, aupó la contribución al crecimiento de la demanda interior. El elemento de freno fue esta vez la inversión en equipo que, después de mostrarse muy fuerte a lo largo de 2006, sufrió una intensa desaceleración pasando de incrementos del 10,9% a ganancias del 4,9% interanual.

Este hecho tiene una doble lectura. Por un lado, indica un sentimiento empresarial más tibio que también pudo observarse en el retroceso del índice Tankan de sentimiento empresarial para grandes firmas manufactureras, que publica el Banco de Japón, cuyo nivel pasó en el primer trimestre de 25 a 23 puntos. Tampoco los pedidos de maquinaria auguran una pronta recuperación de la inversión. Más allá del constante aumento de la proporción que representan los pedidos destinados a la exportación, tanto éstos como los que atienden a la demanda in-

terior sufrieron en marzo retrocesos superiores al 15% interanual que no favorecen el volumen de negocio del Tokio Mitsubishi. Por otro lado, tradicionalmente en Japón ha faltado consumo y ha sobrado a veces una inversión que, por lo general, rinde menos que en otros países. Con estos bajos rendimientos se entienden los problemas de los bancos a la hora de pasar a sus clientes las últimas subidas de tipos de interés. Por todo ello, la combinación de más consumo privado y mayores ventas al exterior con una inversión de equipo más moderada, de tener continuidad, debería entenderse como un factor de corrección positivo que debería redundar en mayores rendimientos del capital productivo.

Una continuidad que está lejos de confirmarse en el caso del consumo privado, a tenor de las débiles ventas minoristas de marzo. En el caso de los automóviles, abril fue el mes con menores ventas desde enero de 1998, lo que llevó el total de los últimos doce meses a perder un 9,1% interanual. El índice de confianza del consumidor del primer trimestre de 2007 descendió ligera-

**...pero los indicadores de consumo no son fuertes...**

**JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

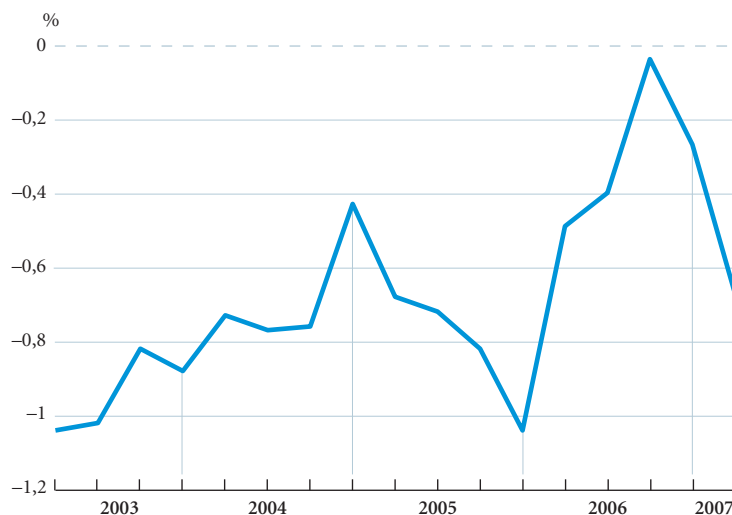
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2005	2006	2006				2007		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB real	1,9	2,2	2,7	2,1	1,5	2,4	-	2,2	-
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	3,2
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	5,5
Tasa de paro (**)	4,4	4,1	4,2	4,1	4,1	4,0	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	-0,1
Balanza comercial (***)	10,2	9,4	9,5	9,1	8,9	9,4	9,9	9,8	10,3

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 DEFLACIÓN SE RESISTE A DESAPARECER

Variación interanual del deflactor del consumo del PIB



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

mente de 47,0 hasta 46,7 puntos y la propensión al ahorro de marzo siguió aumentando respecto al mismo periodo del año anterior, a pesar de que la tasa de paro de marzo siguió en un bajo 4,0% de la población activa. Por su parte, el mercado inmobiliario siguió mostrando signos de debilidad en abril con fuertes bajadas en la cantidad de viviendas vendidas y con unos precios que se estancaron. A pesar a ello, en marzo, las viviendas iniciadas tuvieron cierto repunte. La oferta se sumó al perfil bajo, con una producción industrial que en dicho mes se desaceleró pasando de crecer un 4,5% a un 3,2% interanual.

En el frente de los precios siguen dominando los números rojos. El IPC de marzo perdió un 0,1% interanual que, excluyendo los alimentos frescos, quedó en un retroceso del 0,3%. Por su parte, el deflactor del consumo privado del primer trimestre perdió un 0,2% respecto al periodo anterior, aunque la tendencia de fondo continúa siendo al alza, apuntando al final del periodo deflacionista a finales de año. Siendo coherente con los datos del PIB, la balanza comercial de los últimos 12 meses hasta marzo se encaramó hasta los 10,3 billones de yenes, un 8% por encima del mismo periodo del año pasado.

**...y los precios siguen bajando.**

## Latinoamérica: la estabilidad recuperada

Los tiempos de bonanza económica parecen haber llegado a Latinoamérica. Después de unos turbulentos años ochenta y noventa, en los que la región se vio azotada por una serie de crisis financieras tanto de origen interno como externo, lo cierto es que la última década ha supuesto la recuperación de una cierta estabilidad. Desde la crisis financiera de Brasil en 1998, el famoso colapso argentino de 2001 fue más bien la excepción y no la regla en la región.

Para examinar en qué consiste la conquista de la estabilidad macroeconómica en Latinoamérica nos fijamos en un indicador clave: la inflación. Durante los ochenta y noventa, los países latinoamericanos eran incapaces de contener el gasto público, mientras que la recaudación impositiva era insuficiente. Por ello, tenían que recurrir periódicamente a la monetización del gasto público, es decir, tenían que imprimir dinero para cubrir una parte significativa del presupuesto y pagar la deuda existente. Ello provocó tasas de inflación anuales de tres, cuatro e incluso cinco dígitos (Bolivia en 1985 tuvo una tasa de inflación del 11.750%, en Brasil y Argentina la inflación superó el 1.000% en tres ocasiones en cada país). Las crisis eran recurrentes.

Sin embargo, desde mediados de los noventa, la estabilidad en la inflación se ha ido asentando en la región. En la siguiente tabla hemos separado en un «antes» y un «después» la evolución de la inflación desde 1980. El año de corte se elige en el momento en que la inflación cruzó el umbral del 20% anual para no volver a pasarlo. Es decir, la columna del «antes» presenta la inflación anual media en el periodo entre 1980 y el año del cambio, mientras que la columna del «después» recoge el periodo entre el año del cambio y 2006. Como se puede observar, todos los países han sido capaces de bajar sus tasas de inflación por debajo del 10% en promedio. La única excepción es Venezuela, donde la inflación era relativamente baja hasta el año 1986, y desde entonces no ha vuelto a bajar de forma permanente del 20%. Por ello, al contrario que en el resto de países, en Venezuela el «año del cambio» es aquél en que la inflación subió del 20% y no ha vuelto a bajar.

#### INFLACIÓN MEDIA ANUAL

	Antes (%)	Después (%)	Año del cambio
Argentina	628,3	6,3	1993
Bolivia	1.724,7	8,5	1987
Brasil	740,0	7,8	1996
Chile	21,3	5,3	1992
Colombia	22,8	6,5	1999
Ecuador	39,3	5,7	2002
México	44,7	5,4	2000
Perú	916,1	6,3	1995
Uruguay	55,7	8,6	1998
Venezuela	12,6	37,5	1986

NOTA: Año del cambio descrito en el texto.

FUENTES: FMI y elaboración propia.

¿Por qué se ha reducido la inflación en esta última década? En los fallidos planes de estabilización de los años ochenta y principios de los noventa, los países adoptaban un tipo de cambio fijo, generalmente con el dólar estadounidense, para controlar la inflación. La idea consistía en limitar el crecimiento de la masa monetaria, ligando la cantidad de dinero que un país podía emitir a la acumulación de reservas internacionales en el banco central. Sin embargo, estos regímenes cambiarios no eran creíbles porque el problema fiscal no se abordaba: al final, las autoridades del país volvían a las andadas, gastaban en exceso, imprimían dinero y el sistema saltaba por los aires. El plan de convertibilidad argentino con tipo de cambio fijo con el dólar funcionó entre 1993 y 2001, pero la falta de disciplina fiscal, ejemplarizada en la emisión de «patacones» (bonos de los gobiernos provinciales que se podían utilizar como dinero), hizo que la situación se volviese insostenible.



Una causa importante de la reciente estabilidad de la región radica en las reformas institucionales. Es de destacar la adopción de regímenes de política monetaria de objetivos de inflación (*inflation targeting*) en la última década, siguiendo la tendencia de los países industrializados. Bajo este régimen de política monetaria, adoptado formalmente por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, el banco central se dedica exclusivamente a conseguir un objetivo numérico de inflación y tiene suficiente independencia para conseguirlo. Por tanto, uno de los pilares de este régimen es que se prohíbe que el banco central financie al gobierno. Se podría pensar que un régimen de tipo de cambio fijo con prohibición de financiar al gobierno también podría tener éxito a la hora de proporcionar estabilidad macroeconómica. Sin embargo, cuando un país adopta un tipo de cambio fijo, debe aceptar la política monetaria del país a cuya moneda fija el tipo de cambio, y bien puede ser que lo que es adecuado en un país no lo sea en otro. Este fue uno de los problemas de Argentina en la crisis de 2001: el problema principal era la falta de disciplina fiscal, pero la fortaleza de la divisa estadounidense en aquella época, a la que el peso estaba anclado, hizo perder competitividad a las exportaciones argentinas con respecto a las de sus países vecinos que tenían tipos de cambio flexibles, agravando la recesión. Así pues, la ventaja adicional de un régimen de objetivos de inflación es que el tipo de cambio es flexible, lo que permite al país amortiguar mejor los *shocks* externos y fijar la política monetaria de acuerdo con las condiciones internas del país.

Sin embargo, hay que reconocer que la coyuntura económica mundial ha sido muy buena, y que es más fácil hacer bien los deberes cuando los vientos son favorables que cuando son desfavorables: el diferencial de tipos de interés entre las economías emergentes y las industrializadas está en mínimos históricos (menos de 200 puntos básicos); la economía mundial está creciendo a un ritmo récord en los últimos treinta años (5,4% en 2006, de acuerdo con el FMI); y la inflación ha bajado en todo el mundo, y no sólo en aquellos países que han adoptado un régimen de objetivos de inflación. Además, la posición externa de las economías latinoamericanas ha mejorado, ya que la relación de intercambio es muy favorable debido al apetito chino por las materias primas que produce la región. Por tanto, cabe preguntarse qué podría suceder si la coyuntura se volviese menos favorable. ¿Volvería la región a las andadas, con crisis financieras recurrentes, problemas fiscales e hiperinflación, o ha ingresado Latinoamérica en la división de honor de la gestión macroeconómica para quedarse?

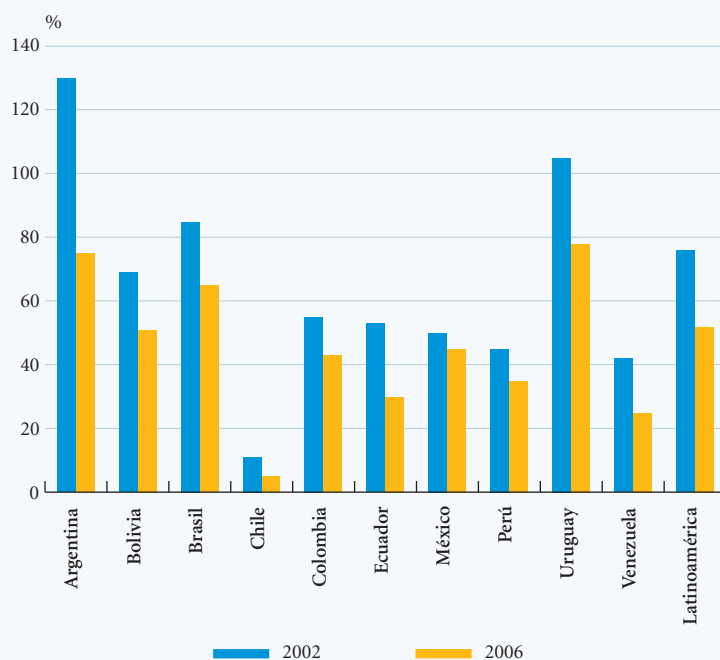
Algunos datos recientes permiten ser moderadamente optimistas de cara al futuro. Según un estudio del FMI, la política fiscal en la región en la reciente fase expansiva se ha vuelto menos procíclica cuando se compara con las fases expansivas de los años noventa.<sup>(1)</sup> Entre 2002 y 2006, las cuentas públicas han mejorado en lugar de empeorar como en anteriores expansiones. Además, las restricciones fiscales que impone la política monetaria de objetivos de inflación, la renegociación de la deuda argentina y los ingresos adicionales derivados del aumento de precios de las materias primas han hecho bajar los niveles de deuda pública de la región significativamente: el nivel de deuda era del 76% del PIB en 2002, y ligeramente superior al 54% en 2006. A pesar de este descenso, el nivel de deuda latinoamericano es superior al que se registraba en 1996, por lo que las vulnerabilidades ante condiciones económicas menos favorables persisten.

Para terminar, cabe preguntarse en qué se ha beneficiado la región de la recién obtenida estabilidad macroeconómica. En la siguiente tabla presentamos la media de crecimiento anual para cada país, dividiendo el periodo muestral en un «antes» y un «después» de acuerdo con el criterio que se eligió para la inflación. El resultado es un poco desalentador: a pesar de que las tasas de crecimiento en la región han aumentado en la mayoría de países con la estabilidad macroeconómica, éstas no han alcanzado aún los niveles de los países emergentes del sudeste asiático o de Europa del Este. Por tanto, parece que la estabilidad macroeconómica es un ingrediente necesario, pero no suficiente, para obtener unos niveles de crecimiento económico que permitan reducir significativamente

(1) Véase *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere*, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC. Noviembre de 2006.

## IMPORTANTE DESCENSO DE LA DEUDA PÚBLICA EN LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS

Deuda pública con relación al PIB



FUENTE: FMI.

la pobreza y la desigualdad. Ello añade claramente un riesgo político a la estabilidad macroeconómica: si la población no percibe un aumento del bienestar, es más probable que salgan elegidos gobiernos populistas con planes sobre políticas macroeconómicas, incluyendo la reversión de algunas reformas institucionales, que podrían llevar a la región a los problemas que le azotaban antaño. Una vez que Latinoamérica ha conseguido estabilizar las turbulencias que afectaban a su economía, es la hora de llevar el avión a una velocidad de crucero superior.

## CRECIMIENTO DEL PIB REAL MEDIO ANUAL

	Antes (%)	Después (%)	Año del cambio
Argentina	0,8	3,1	1993
Bolivia	1,4	3,4	1987
Brasil	2,6	2,5	1996
Chile	4,6	5,0	1992
Colombia	3,2	3,9	1999
Ecuador	2,5	4,9	2002
México	2,9	2,9	2000
Perú	0,6	4,8	1995
Uruguay	2,7	1,1	1998
Venezuela	0,1	2,7	1986

NOTA: Año del cambio descrito en el texto.

FUENTES: FMI y elaboración propia.

## Brasil gana fuera lo que pierde dentro

La economía brasileña espera para el primer trimestre de 2007 mantener el ritmo de avance de finales de año con una ligera tendencia al alza. Con la buena marcha de la inflación, el superávit comercial y la continuidad de la expansión es de esperar que se reduzca la tasa de paro, que es la asignatura pendiente en este buen momento de la coyuntura económica.

Los indicadores mensuales de demanda ofrecen buenas perspectivas de cara al crecimiento del primer trimestre, con unas ventas minoristas que en marzo, manteniendo la tónica de inicios de año, se aceleraron hasta crecer el 11,5% interanual. Las compras de automóviles siguieron un patrón similar con un avance de 14,4%. En el lado de la oferta, los avances fueron algo más comedidos. La producción industrial tuvo un incremento en marzo del 3,9%, aún relativamente modesto, pero la tendencia de fondo es al alza. La producción industrial de bienes

de inversión ganó un robusto 12,7% interanual que, si bien fue menor que el 17,7% de enero, mantuvo la senda alcista.

La moderada inflación sigue siendo uno de los puntos fuertes de la economía brasileña, con un IPC que en abril siguió mostrándose muy estable avanzando un 3,0% interanual, a pesar del incremento del consumo. El contrapunto negativo lo sigue poniendo el desempleo. La tasa de paro de la región de São Paulo, después de exhibir una lenta tendencia bajista que la había dejado en el 14,3% a finales de 2006, volvió a repuntar en marzo hasta el 15,9% de la población activa, lo que supone un quebradero de cabeza para un gobierno que hace equilibrios entre conservar la paz social y garantizar la estabilidad macroeconómica.

Es el sector exterior donde la economía brasileña muestra su cara más favorable, asentando un superávit comercial que, en los últimos doce meses hasta abril, siguió creciendo hasta los 46.700 millones de

**Brasil espera mantener el elevado crecimiento en el primer trimestre.**

**La demanda y la industria siguen ganando fuerza...**

**...y los precios sólo suben un 3%, aunque el desempleo es alto.**

### BRASIL: LA INDUSTRIA APUNTA A LA CONTINUIDAD DE LA EXPANSIÓN

Variación interanual de la producción industrial y del PIB en términos reales



FUENTES: IPEA y elaboración propia.

## BRASIL: 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	Abril
PIB real	2,9	3,6	3,9	1,6	4,4	4,6	–	...	–	–
Producción industrial	3,1	2,8	4,6	0,9	2,8	3,2	4,5	3,0	3,9	...
Tasa de paro São Paulo (*)	17,0	15,9	16,3	16,9	16,0	14,3	14,4	15,3	15,9	...
Precios de consumo	6,9	4,2	5,5	4,3	3,8	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Balanza comercial (**)	44,8	46,1	45,7	44,5	46,1	46,1	45,8	45,9	45,6	46,7

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### Argentina espera la continuidad de su expansión.

dólares. Una mejora que tuvo lugar a pesar del vigor importador, gracias a la fuerza de las exportaciones, que aumentaron un 26,6% interanual.

### Argentina espera continuar creciendo

La economía argentina espera continuar creciendo con fuerza en el primer trimestre, combinando la robusta demanda interna con el superávit exterior, pero la inflación y el desempleo mejoran con excesiva lentitud.

### Los indicadores de demanda avanzan con fuerza, pero la construcción flaquea.

Las ventas minoristas siguieron incrementando su portentosa marcha en marzo, ganando un 28,9% interanual en la región de Buenos Aires. Las ventas en

grandes almacenes también crecieron un 30,6% en el mismo periodo. Un indicador de esta continuada recuperación de la demanda es la adquisición de automóviles que, en los últimos doce meses hasta marzo, se situó en un 73,9% del máximo histórico de marzo de 1998, cuando hace un año tan sólo estaban en el 54,4%.

En el lado de la oferta, las cosas van algo más sosegadas, con una producción industrial que en marzo se aceleró hasta crecer el 4,4% interanual, con un mantenimiento del avance del índice de actividad industrial. Sin embargo la construcción pinchó en marzo, con el Indicador Sintético de la Actividad en Construcción (ISAC) retrocediendo un 2,6% interanual después de dos meses de avances.

## ARGENTINA: 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	Abril
PIB real	9,2	8,5	8,8	7,7	8,7	8,6	–	...	–	–
Producción industrial	7,6	7,6	6,7	8,7	9,2	6,1	5,2	2,6	4,4	...
Tasa de paro (*)	11,6	10,2	11,4	10,4	10,2	8,7	–	9,8	–	–
Precios de consumo	9,6	10,9	11,6	11,4	10,6	10,1	9,7	9,6	9,1	8,9
Balanza comercial (**)	11,7	12,3	11,7	12,3	11,6	12,3	11,9	11,9	11,6	11,4

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

## ARGENTINA: EL RIESGO INFLACIONISTA SE RESISTE

Variación interanual del IPC



FUENTES: INDEC y elaboración propia.

La inflación sigue siendo la incógnita en la presente expansión. El IPC sigue moderándose, pero el proceso es lento y sus principales vecinos en la región le llevan ventaja. En abril, los precios subieron un 8,9% interanual, que constituye una leve mejora respecto al 9,8% con el que se acabó 2006. La tasa de paro sigue siendo otra cuestión a mejorar. Después de evolucionar

nar a la baja hasta finales de año, a pesar del crecimiento de la demanda, la menor actividad constructora contribuyó a que en el primer trimestre de 2007 hubiera un repunte desde el 8,7% hasta el 9,8% de la población activa. Por su parte, el superávit comercial se mantuvo estable y en los últimos doce meses hasta marzo fue de 11.700 millones de dólares.

**La inflación sigue siendo un riesgo al que se añade la persistencia del desempleo.**

## Cuatro años de crecimiento, ¿cien años de prosperidad?

Al cumplirse el cuarto año consecutivo de crecimiento económico, se respira un cierto optimismo en América Latina. Desde su última crisis en 2002, la región ha registrado una media de crecimiento del PIB superior al 4% y las previsiones para 2007 apuntan a un crecimiento del 5%. La historia moderna de América Latina es, sin embargo, la de un continente que no ha conseguido dar dos pasos seguidos hacia delante sin dar, como mínimo, uno hacia atrás. Desde 1970, cualquier etapa de bonanza económica, sin excepción alguna, ha terminado en crisis brusca que ha arrastrado con ella capital económico, político y social que tantos años de construcción requieren. ¿Hay motivos para creer que algo ha cambiado? ¿Ha encontrado Latinoamérica el camino hacia el crecimiento estable y duradero?

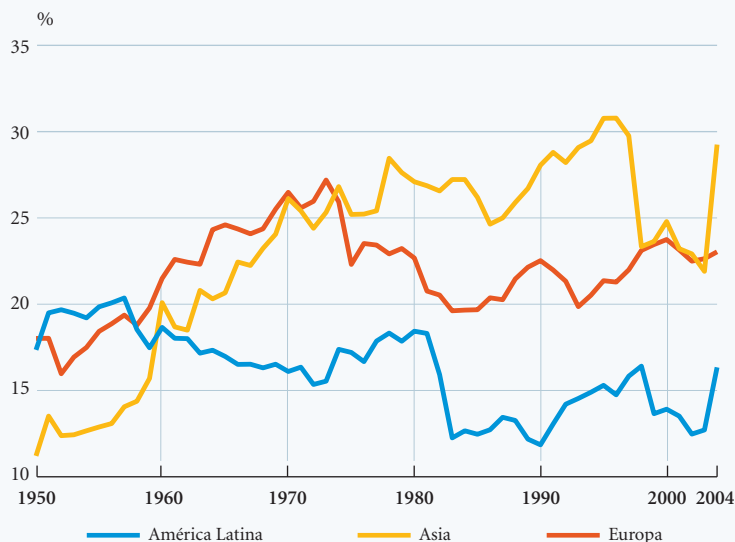
El dinamismo reciente de las economías latinoamericanas se explica, en parte, por el renovado impulso de la demanda externa —sobre todo desde Asia—, por la recuperación de la demanda interna estimulada por los bajos tipos de interés y por la consolidación de la estabilidad macroeconómica (véase el recuadro «Latinoamérica: la es-



tabilidad recuperada» en la página 15). Exceptuando el último, estos factores tienen carácter coyuntural y, aún pudiendo explicar la aceleración del crecimiento reciente, no garantizan el crecimiento a medio-largo plazo. El crecimiento económico de un país se debe a la acumulación de factores –trabajo, capital físico y capital humano– y a la mejora de la productividad con la cual se emplean dichos recursos en producir bienes y servicios. En este sentido, los países de América Latina no parecen haber completado sus deberes.

### AMÉRICA LATINA, A LA COLA EN INVERSIÓN DESDE LOS AÑOS SESENTA

Inversión con relación al PIB



FUENTES: Penn World Tables 6.2 y elaboración propia.

Desde la década de los sesenta, el nivel medio de inversión en capital físico (en porcentaje del PIB) se ha mantenido muy rezagado respecto a la media de los países de la UE 12 y más aún respecto a la de los países asiáticos (véase gráfico anterior). En cuanto a capital humano, tampoco parece que las políticas educativas en América Latina estén dando el resultado deseado. Si bien la región cuenta con un porcentaje medio de población con estudios primarios bastante parecido al de Asia, EEUU o Europa, su déficit en educación secundaria es notable. Como muestra la tabla adjunta, la calidad educativa también debería mejorar: tanto en enseñanza matemático-científica, como en calidad del sistema educativo o en acceso de las escuelas a nuevas tecnologías, la media latinoamericana es inferior a la de otras regiones.

En definitiva, tanto la baja inversión como la pobre formación de la población activa habrían contribuido al bajo crecimiento en América Latina durante el último tercio del siglo veinte. Con todo, los datos indican que el factor que más ha frenado el crecimiento en dicha región ha sido la pobre evolución de la productividad, con tasas de crecimiento siempre inferiores a la media global (incluso a veces negativas) desde los años setenta.

La constatación de que el modesto crecimiento en Latinoamérica puede atribuirse a los pobres niveles de inversión y al lento avance en productividad es sólo el primer paso para entender las causas del crecimiento. De inmediato se nos plantean otras preguntas: ¿por qué invierte América Latina tan poco? ¿por qué no mejora la productividad? La respuesta reside en aquellas cualidades de un país que promueven (o frenan) tanto la acumulación

de factores como la productividad de los mismos. Entre las distintas hipótesis barajadas por la investigación económica como posibles «determinantes de fondo», destacan tres: geografía, instituciones e integración económica.

### LA BAJA CALIDAD DEL SISTEMA EDUCATIVO TAMBIÉN FRENA EL CRECIMIENTO

	Tasa de escolarización en primaria (%)	Tasa de escolarización en secundaria (%)	Preparación en matemáticas y ciencias (índice de 0 a 10)	Calidad sistema educativo (índice de 0 a 10)	Calidad escuelas públicas (índice de 0 a 10)	Acceso a Internet en las escuelas (índice de 0 a 10)
América Latina	94,9	66,6	4,4	3,8	3,5	4,5
Asia (*)	93,4	80,2	7,1	6,1	6,2	6,6
Europa	98,9	94,0	6,8	6,5	7,5	7,3
EEUU	92,4	89,3	6,5	6,9	7,1	8,5

NOTAS: Los datos de matrícula son para el 2004. Índices de calidad para el 2005-2006.

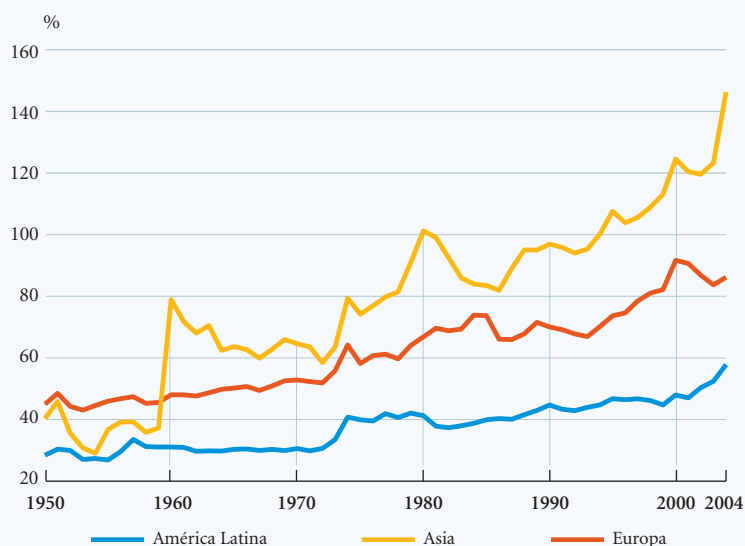
(\*) Tasa de matrícula secundaria en Asia para el año 2000.

FUENTES: *World Development Indicators* (Banco Mundial), *The Global Information Technology Report* (World Economic Forum) y elaboración propia.

La hipótesis geográfica sostiene que el clima, la ecología y la geografía de un país condicionan en gran medida su grado de desarrollo económico. Según el catedrático de la Universidad de Columbia, Jeffrey Sachs, algunos países correrían con ventaja la carrera del crecimiento al disponer de mejor acceso a recursos naturales, mejor acceso a rutas navegables, proximidad a países ricos o una climatología favorable. Sin embargo, aunque una complicada geografía podría explicar, por ejemplo, el pobre crecimiento de Bolivia, no podemos decir lo mismo de la mayoría de países latinoamericanos y mucho menos afirmar que las tendencias divergentes entre Asia y América Latina se deben al acceso a rutas navegables o al clima.

### APERTURA COMERCIAL: AMÉRICA LATINA CONTINUÍA REZAGADA

Exportaciones e importaciones con relación al PIB



NOTA: Apertura comercial medida como exportaciones más importaciones sobre PIB.

FUENTES: *Penn World Tables 6.2* y elaboración propia.

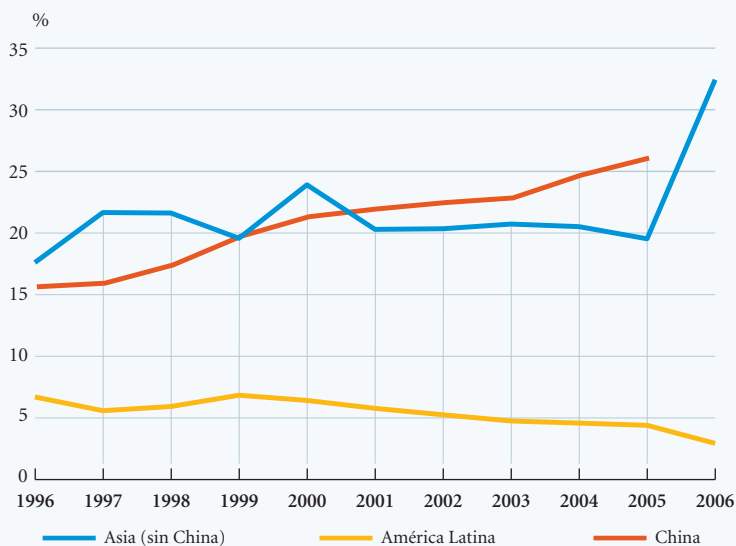
Una segunda teoría defiende que la calidad de las instituciones es el determinante clave del crecimiento económico. En un trabajo reciente, el economista del Fondo Monetario Internacional, Jeromin Zettelmeyer, argumenta que la calidad institucional en Latinoamérica, en general, ha mejorado desde los años setenta aunque, recientemente, ha sufrido un retroceso en niveles de corrupción y protección del derecho de propiedad en algunos países. De todas formas, en general se coincide en que todavía existe un largo camino por recorrer, como se pone de manifiesto en el recuadro de la página 34.

Por último, la importancia de la apertura comercial para el crecimiento de un país es una hipótesis de peso en la disciplina económica y hay quien le atribuye el mérito principal en el éxito de los milagros asiáticos. El impulso del comercio al crecimiento actúa a través de su capacidad de mejorar la asignación de los recursos, fomentar la competencia y difundir tecnología y conocimiento. A pesar de su clara apuesta por la liberalización comercial desde finales de los ochenta y del soplo de aire fresco que ha aportado la explosión de la demanda china en el último lustro, lo cierto es que Latinoamérica tiene una asignatura pendiente en el terreno del comercio externo. Su grado de apertura comercial sólo ha experimentado ligeras mejorías y continúa estando muy cerrada con relación a otras regiones del mundo y, en especial, con Asia, como se pone de manifiesto en el gráfico anterior.

Asimismo, las exportaciones latinoamericanas continúan concentradas en productos primarios y en manufacturas de bajo contenido tecnológico, en claro contraste con los países asiáticos. Este tipo de especialización no sólo expone las economías de América Latina a la volatilidad que caracteriza los mercados de dichos productos sino que también les restringe los beneficios del comercio.

### MÁS EXPORTACIÓN DE BIENES CON ALTO CONTENIDO TECNOLÓGICO EN ASIA QUE EN LATINOAMÉRICA

Exportaciones de bienes de alto contenido tecnológico con relación al total de bienes



NOTA: Los bienes de alto contenido tecnológico incluyen: aeronáutica, farmacia, equipamientos eléctrico, electrónico, óptico, fotográfico, técnico y médico (clasif. 85, 88, 90 y 30 de la HS2002).  
FUENTES: UN Comtrade y elaboración propia.

En definitiva, queda camino por recorrer. América Latina debería aprovechar la oportunidad que la coyuntura favorable le brinda para invertir en los pilares del crecimiento: instituciones, capital humano y apertura comercial. Estas son las claves para llegar a escribir su propia historia de cien años (o más) de prosperidad.

## Materias primas: alzas en mayo

El precio del petróleo de calidad Brent marcó 71,21 dólares por barril el 25 de mayo, precio máximo desde agosto de 2006. El precio del crudo retrocedió durante los primeros 15 días de enero un 15%, pero desde entonces su trayectoria ha sido ascendente. La tensión geoestratégica en Irán y la inestabilidad en Nigeria durante el mes de mayo presionaron al alza el precio.

Las subidas del precio del crudo han ido acompañadas del alza de los precios de las materias primas agrícolas. En el mes de mayo, el cacao subió un 9,8%, la soja un 9,4%, el café un 8,0%, el maíz un 4,3% y el algodón un 1,8%. En la mayoría de casos la causa fueron las malas noticias sobre el crecimiento de la oferta. Por ejemplo, se espera que el consumo de café sea superior a su producción durante la campaña 2007-2008 en un 5,4%. En el caso

del trigo, se da la paradoja de que mientras Ucrania, que es el octavo mayor exportador de trigo, comunicó oficialmente la pérdida de 400.000 hectáreas de cultivo debido a la sequía que sufre el país, en Estados Unidos las fuertes lluvias e inundaciones en Kansas y Oklahoma han puesto en peligro las cosechas de dos de los estados de mayor producción de trigo.

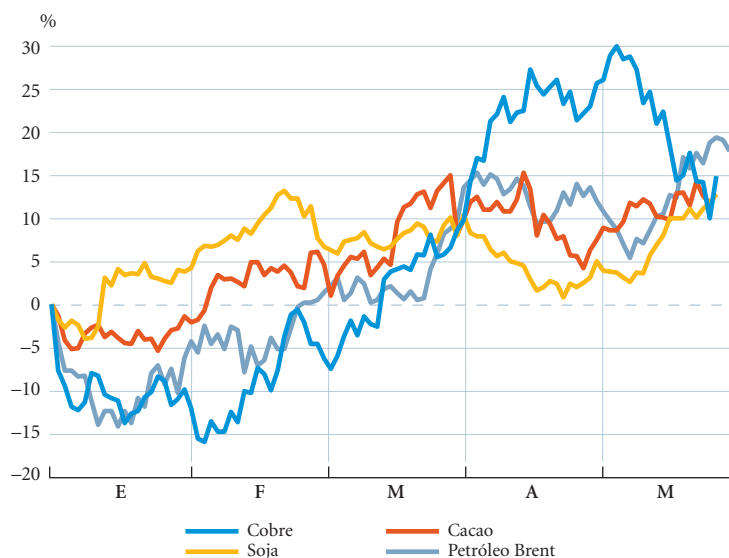
Respecto a los metales, el plomo subió un 4,6%, pero el resto (oro, plata, aluminio y zinc) cayeron durante mayo alrededor de un 4,5%, en un movimiento de consolidación de los nuevos máximos alcanzados durante los últimos meses. La única excepción fue el cobre, que cayó alrededor de un 12,4% por la sobreoferta del metal, a pesar del crecimiento mundial. En todos los casos, los altos precios siguen siendo reflejo de la intensidad de la producción industrial mundial y de la necesidad de incrementar los niveles de existencias.

**El petróleo mantiene su tendencia alcista en el mes de mayo por la inestabilidad en Irán y Nigeria.**

**El precio de las materias primas agrícolas sube por la previsión de una menor oferta de las mismas y los metales consolidan sus niveles de precios.**

### NUEVO RALLY DE MATERIAS PRIMAS

Variación del precio de las materias primas desde el 1 de enero de 2007



FUENTE: Bloomberg.

# UNIÓN EUROPEA

**La Comisión Europea augura un 2007 más expansivo y prevé un crecimiento en la eurozona del 2,6%...**

**...gracias al mejor comportamiento de la inversión y a la aceleración del consumo privado.**

## Previsiones de la Comisión Europea: revisión al alza, mayor optimismo

La Comisión Europea ha publicado sus previsiones de primavera en las que revisa al alza el crecimiento de la economía sin modificar su estimación de inflación controlada con respecto a las anteriores previsiones de otoño del año pasado. Según el ejecutivo comunitario, este año la Unión Europea de los 27 crecerá un 2,9% interanual (3,0% en 2006), para después ceder ligeramente en su empuje con un avance del producto interior bruto (PIB) del 2,7% en 2008. La zona del euro replicará este ciclo, creciendo un 2,6% en 2007 y un 2,5% en 2008. En 2006, el crecimiento registrado en la eurozona fue del 2,7%.

Los dos pilares del crecimiento serán la inversión y una aceleración del consumo privado. La inversión en equipo vendrá

apoyada por la mejora de expectativas de demanda, las condiciones financieras, los beneficios empresariales y la elevada utilización de capacidad, así como por la necesidad de invertir en nuevas tecnologías.

La fuerte creación de empleo y el incremento salarial, en combinación con una moderada inflación, mejorará el crecimiento de la renta neta disponible de los consumidores. Además, la creación de empleo ha impulsado al alza la confianza de los consumidores. La Comisión Europea prevé una creación de 5,5 millones de puestos de trabajo en el periodo 2007-2008.

Uno de los riesgos de este escenario sería un aumento significativo del precio del petróleo. En su escenario, la Comisión Europea utiliza una previsión de 66,2 dólares por barril en 2007 y de 70,3 dólares por barril en 2008 de la calidad Brent.

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ZONA DEL EURO (1)

	2004	2005	Previsiones actuales primavera 2007			Diferencia con otoño 2006 (2)	
			2006	2007	2008	2007	2008
<b>Producto interior bruto</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>
Consumo	1,5	1,4	1,8	2,1	2,4	0,5	0,3
Inversión	2,2	2,5	4,7	4,4	3,6	1,4	0,6
Empleo	0,8	0,8	1,4	1,4	1,2	0,2	0,1
Tasa de paro (3)	8,8	8,6	7,9	7,3	6,9	-0,4	-0,5
Inflación (4)	2,1	2,2	2,2	1,9	1,9	-0,2	0,0
Saldo público (% del PIB)	-2,8	-2,5	-1,6	-1,0	-0,8	0,5	0,5
Deuda pública (% del PIB)	69,7	70,5	69,0	66,9	65,0	-1,1	-1,9
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	0,8	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0
<i>Crecimiento del PIB en la UE-27</i>	<i>2,5</i>	<i>1,7</i>	<i>3,0</i>	<i>2,9</i>	<i>2,7</i>	<i>0,5</i>	<i>0,3</i>

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

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

(3) Porcentaje de la población activa.

(4) Índice de precios de consumo armonizado.

FUENTE: Comisión Europea.

## PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Primavera 2007

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

NOTAS: (\*) Porcentaje de variación real.

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

(\*\*\*) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

No obstante, a pesar de la previsión de crecimiento por encima del potencial, la Comisión Europea estima un efecto inflacionista negligible: la inflación armonizada de la zona del euro se mantendrá, en media anual, en el 1,9% en los ejercicios 2007 y 2008. Dos son los factores que explican esta ausencia de tensiones en precios. El primero es el efecto de base favorable debido a los elevados incrementos del precio de petróleo del año pasado. En segundo lugar, el discreto impacto de la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en Alemania.

Un segundo factor de riesgo de este escenario sería una desaceleración intensa de la economía de Estados Unidos que implicara una severa corrección de los desequilibrios macroeconómicos globales. Otro factor de riesgo lo constituiría una severa corrección inmobiliaria en la eurozona. La Comisión Europea cree que el escenario más probable es el de un ateri-

zaje suave en este sector. El ejecutivo señala que el incremento de los tipos de interés está moderando las subidas de precios de la vivienda en todos los países.

Aunque la dispersión del crecimiento en los países de la Unión Europea disminuyó en 2005 y 2006, todavía se mantiene un amplio abanico de previsiones para el crecimiento en 2007 que van desde el 1,8% de Portugal hasta el 10% de Letonia. Esto se explica en parte por el proceso de convergencia de los países recién incorporados a la Unión Europea. Sin embargo, también en la eurozona existe una cierta dispersión. En el caso de los tres grandes países, tanto Alemania como Francia se espera que crezcan alrededor de un 2,5%, mientras que Italia repetirá el crecimiento del año pasado, es decir un 1,9%. Aunque se espera una mejora de la demanda interior en Italia, las exportaciones netas aportarán menos al crecimiento en 2007.

**Los riesgos externos, como el precio del petróleo y la desaceleración de EEUU, e internos, como la corrección inmobiliaria, son importantes.**

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

Primavera 2007

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Bulgaria	6,1	6,1	6,2	7,4	4,2	4,3	9	8,2	7,4
Chipre	3,8	3,8	3,9	2,2	1,3	2,0	4,7	4,8	4,8
Dinamarca	3,1	2,3	2,0	1,9	1,9	2,2	3,9	3,3	3,3
Eslovaquia	8,3	8,5	6,5	4,3	1,7	2,4	13,4	12,2	11,7
Estonia	11,4	8,7	8,2	4,4	5,1	5,3	5,9	6,6	6,2
Hungría	3,9	2,4	2,6	4,0	7,5	3,8	7,5	7,8	7,8
Letonia	11,9	9,6	7,9	6,6	7,2	6,2	6,8	6,3	6,0
Lituania	7,5	7,3	7,3	3,8	4,7	4,4	5,6	4,8	4,3
Malta	2,9	3,0	2,8	2,6	1,4	2,1	7,4	7,4	7,3
Polonia	6,1	6,1	5,5	1,3	2,0	2,5	13,8	11,0	9,0
Reino Unido	2,8	2,8	2,5	2,3	2,3	2,0	5,3	5,0	4,9
República Checa	6,1	4,9	4,9	2,1	2,4	2,9	7,1	6,4	6,1
Rumania	7,7	6,7	6,3	5,1	4,3	3,8	7,4	7,2	7,1
Suecia	4,4	3,8	3,3	1,5	1,2	1,9	7,0	6,4	5,9
<b>UE-27</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>
<i>EEUU</i>	3,3	2,2	2,7	3,2	2,3	1,9	4,6	4,7	5,0
<i>Japón</i>	2,3	2,3	2,1	0,2	0,0	0,4	4,1	4,1	4,2

NOTAS: (\*) Porcentaje de variación real.

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

(\*\*\*) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

**La eurozona crece durante el primer trimestre un 3,1%.**

**La inversión se mantiene como uno de los pilares del crecimiento.**

### Zona del euro: el consumo privado se une a la inversión

La estimación avanzada por Eurostat sobre el crecimiento del primer trimestre 2007 en la eurozona ha sido del 3,1%. La velocidad de crecimiento se reduce dos décimas con respecto al trimestre anterior. El motivo de la ligera desaceleración se debe a un menor crecimiento del consumo privado, que matiza el intenso incremento del cuarto trimestre. Sin embargo en el conjunto de la zona del euro las ventas minoristas han aumentado hasta el 1,7% interanual. El consumo facilitará la expansión del ciclo económico durante el resto del año.

Esta mejoría del consumo privado es fundamental por dos motivos. El principal es

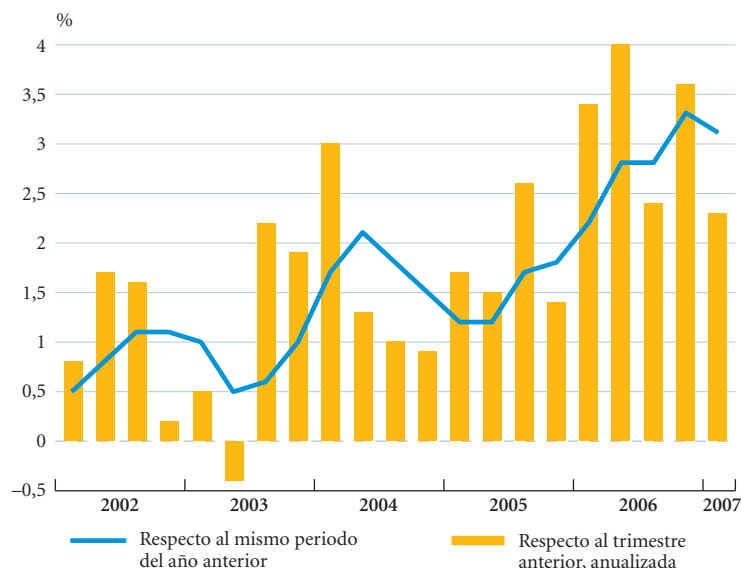
que representa un 60% del PIB de la eurozona y el segundo es que encapsula una fuerte línea de defensa frente a la desaceleración que se está produciendo en Estados Unidos. En definitiva, el crecimiento basado en la demanda interna suele ser de mayor calidad y tiene menor sensibilidad a un riesgo de deterioro del crecimiento de otras zonas económicas. La inversión industrial se mantiene en niveles muy elevados, tanto la de bienes de consumo duradero, como la de bienes de equipo, éstas animadas por el incremento de las exportaciones. Puede afirmarse por tanto que también la inversión se mantiene como uno de los pilares básicos del crecimiento en la zona del euro.

La clave del despegue del consumo ha sido la creación de puestos de trabajo que



## LA ZONA DEL EURO MANTIENE LA VELOCIDAD DE CRUCERO

Variación del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

han permitido afianzar la confianza de los consumidores en su futuro. Si a finales del 2006 la tasa de paro estaba en el 7,9%, ahora el último dato del mes de marzo nos presenta una tasa de sólo el 7,2% un mínimo histórico en la eurozona. La mejora del mercado laboral tiene un amplio

alcance incluyendo a todos los sectores económicos y países. Esta simetría es un factor positivo, pues refleja la solidez de la creación de empleo.

Desde el punto de vista de los desequilibrios, se mantiene una inflación por de-

**La capacidad europea de acelerar adicionalmente el crecimiento se nutre de la alta creación de puestos de trabajo.**

## 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	I	Abril
PIB	1,5	2,8	2,2	2,8	2,8	3,3	3,1	-
Ventas al por menor	1,2	2,0	1,2	2,2	2,3	2,3	1,7	...
Confianza del consumidor (*)	-14	-9	-11	-10	-8	-7	-5	-4
Producción industrial	1,3	4,0	3,5	4,3	4,1	3,9	3,8	...
Sentimiento económico (*)	97,9	106,9	102,6	106,8	108,2	109,9	110,0	111,0
Tasa de paro (**)	8,6	7,9	8,2	7,9	7,8	7,6	7,3	...
Precios de consumo	2,2	2,2	2,3	2,5	2,1	1,8	1,9	1,9
Balanza comercial (***)	42,1	-10,4	3,0	-10,0	-21,6	-13,1	-4,1	...

NOTAS: (\*) Valor.

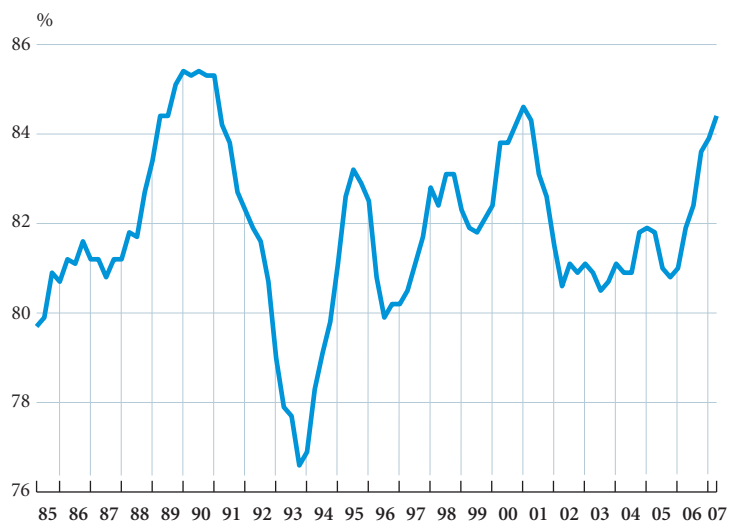
(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

## LA INDUSTRIA, A TODO GAS

### Utilización de la capacidad productiva industrial



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

**La inflación se mantiene por debajo del 2%, a pesar de que el nivel de utilización de la capacidad productiva es elevado, gracias al aumento de la productividad.**

bajo del 2%, a pesar del alto nivel de utilización de capacidad industrial, auxiliado por un fuerte aumento de la productividad cíclica de la eurozona y de la apreciación del euro, que permite un control de los precios importados.

Sin embargo, la apreciación del euro permitió que el déficit comercial de la eurozona con China aumentara un 30% en los dos primeros meses de este año, hasta alcanzar los 19.700 millones de euros. También el déficit comercial con Japón aumentó un 15% hasta alcanzar los 3.800 millones de euros en el periodo enero-febrero.

#### Alemania: la locomotora acelera

El PIB del primer trimestre aumentó un 3,6 %, ligeramente menos que en el último trimestre del año anterior. El motivo fue el retraimiento esperado del consumo privado tras el alza del IVA. El crecimiento se basó sobre todo en la formación de capital, que mantiene su tendencia diná-

mica. También las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento de la economía alemana. Por otra parte, la desaparición del efecto del IVA durante el segundo trimestre impulsará el crecimiento del consumo, que revelará su verdadera fortaleza.

Por el lado de la oferta, dos factores siguen siendo muy positivos. En primer lugar, la producción industrial, que en marzo presentaba un crecimiento de 7,7% anual. No sólo la cartera de pedidos sino además la demanda interna siguen impulsando a la industria alemana. El segundo factor positivo es la creación de puestos de trabajo y la reducción del paro. En el primer trimestre se crearon 174.000 puestos de trabajo y la tasa de paro descendió hasta el 9,2% desde el 9,8% de finales del año pasado.

Estos elementos tan positivos han impulsado hacia arriba los índices de sentimiento empresarial. El índice de actividad empresarial (IFO) ha alcanzado los 108,6 puntos en mayo, situándose en un entorno de máximos históricos desde la

**El crecimiento alemán en el primer trimestre se sitúa en el 3,6%, superior a lo esperado, a pesar del incremento del IVA.**

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006				2007	
			I	II	III	IV	I	Abril
PIB	1,1	3,0	1,9	2,9	3,2	3,9	3,6	–
Ventas al por menor	1,4	6,6	7,5	6,8	6,6	7,4	–3,8	...
Producción industrial	2,8	5,6	4,6	6,0	6,6	6,1	1,51	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	103,6	106,1	105,2	107,0	107,5	108,6
Tasa de paro (**)	11,7	10,8	11,4	11,0	10,6	10,1	9,3	9,2
Precios de consumo	2,0	1,7	2,0	1,9	1,6	1,3	1,8	1,9
Balanza comercial (***)	156,3	153,1	154,6	151,2	148,3	158,1	168,4	...

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.

reunificación del país. Los ejecutivos alemanes tienen bastantes motivos para ser optimistas: los beneficios empresariales están subiendo, las exportaciones mantienen su firmeza a pesar de la fortaleza del euro y, finalmente, el consumo debería hacerlo bien durante los próximos trimestres. Ni tan siquiera el incremento del precio del crudo ha logrado erosionar el optimismo de los empresarios alemanes. Los factores anteriormente expuestos también han impulsado al alza la confianza de los consumidores, que ha alcanzado máximos históricos desde 1985.

Por otra parte, a pesar del alto crecimiento la inflación permanece por debajo del 2%. Desde marzo de este año está anclada en el 1,9%. Aunque los últimos acuerdos salariales han pactado condiciones mejores que las de los últimos años, el fuerte incremento de la productividad impide que los costes laborales unitarios se reace-leren. Adicionalmente, la temida repercusión del incremento del IVA sobre el IPC ha sido inferior a lo esperado. En parte porque los empresarios adelantaron su repercusión en los precios el año anterior y en parte por unos incrementos inferiores de los precios energéticos.

### Francia: manteniendo la velocidad de crucero

El PIB francés del primer trimestre creció a una tasa anual del 2,0%. Todos los epígrafes siguen mostrando su dinamismo, aunque las mayores importaciones con un incremento del 3,4% y el menor consumo privado, con un aumento del 1,6%, redujeron el crecimiento dos décimas. El consumo privado fue un poco más débil en servicios (epígrafe de transporte, sanidad y restaurantes). También las existencias contribuyeron negativamente en el primer trimestre.

Dos elementos nos permiten ser optimistas con respecto al consumo en los próximos trimestres: la elevada confianza de los consumidores y el anuncio previsto de bajadas de impuestos del mes de julio.

Desde el punto de vista de la oferta, la confianza empresarial está en máximos desde marzo de 2001. Este aumento de las expectativas empresariales se basa en un incremento de pedidos exteriores y en la necesidad de volver a reconstruir las existencias que han descendido a niveles muy bajos. Esto indicaría que la producción

**La inflación sigue por debajo del 2%.**

**Se mantiene el dinamismo de la economía francesa.**

**Aunque el consumo flojea en el primer trimestre, se verá compensado con un mayor crecimiento en el segundo trimestre.**

## 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	I	Abril
PIB	1,7	2,2	1,9	2,7	2,1	2,2	2,0	-
Consumo de los hogares	2,9	4,2	2,8	4,8	4,3	4,9	6,0	...
Producción industrial	0,2	1,0	0,6	1,8	0,7	0,8	1,9	...
Tasa de paro (*)	9,8	9,0	9,5	9,1	8,8	8,6	8,4	...
Precios de consumo	1,7	1,7	1,8	1,9	1,7	1,3	1,2	1,3
Balanza comercial (**)	-1,3	-2,1	-2,0	-2,0	-2,3	-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.

### El mercado de trabajo confirma su fortaleza y se mantiene la ausencia de tensión en precios.

industrial debería acelerarse en los próximos meses. Actualmente, la producción industrial crece a un ritmo anual del 1,1%. La fortaleza del mercado laboral queda demostrada con la tasa de paro del mes de abril de 8,3%, que es el nivel más bajo de los últimos 24 años. El número de parados descendió en 71.000 personas durante el primer trimestre de este año. El empleo, excluyendo el sector agrícola y el sector público crece a una tasa anual del 1,4%. Este es otro factor que debe apoyar al consumo privado en los próximos trimestres.

### Las primeras medidas del nuevo gobierno serán clave para apuntalar el crecimiento económico.

El nuevo presidente de Francia Nicolas Sarkozy, inauguró su mandato anunciando el equipo de gobierno. Hay varios rasgos a destacar sobre el mismo. En primer lugar, su apertura al centro y a la izquierda para asegurarse una amplia mayoría parlamentaria en las elecciones al Parlamento que se celebrarán en junio. En segundo lugar, se divide en dos el poderoso Ministerio de Economía y Finanzas, quedando el Ministerio de Finanzas por un lado y un nuevo Ministerio de «Estrategia Económica» por otro, claro signo de que el presidente desea debilitar la tradicional influencia de los tecnócratas sobre el presupuesto y el Tesoro. Finalmente, es destacable que el Presidente haya nombrado personas con talante negociador con gran

experiencia y que han demostrado buenas relaciones con los sindicatos para los puestos clave que están involucrados en negociaciones de reformas internas. Las primeras medidas que lleve a cabo el nuevo gobierno serán muy importantes para mantener el crecimiento y señalar a los agentes económicos la nueva ruta por la que transitar.

### Italia también existe

El PIB creció un 2,3% en el primer trimestre. Aunque todavía no se dispone del desglose de componentes, la evolución de los indicadores mensuales apunta hacia una importante aportación del consumo privado y de la inversión. Tras un estancamiento de las ventas minoristas en el primer mes de este año (0,0%), éstas se reanimaron en el mes de febrero. El incremento de la renta neta disponible y los incentivos fiscales en la adquisición de automóviles y otros bienes duraderos debería apoyar al consumo durante este año.

### Italia crece un 2,3% en el primer trimestre, más de lo esperado, gracias al consumo privado y a la inversión.

La producción industrial creció a una tasa del 1,3% en el mes de marzo. Tras el fuerte crecimiento del último trimestre del año pasado, un 3,8%, se podía descontar una ligera desaceleración superior a la experimentada por el país en el primer tri-

## 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	Abril
PIB	0,2	1,9	1,7	1,6	1,6	2,8	–	2,3	–	–
Ventas al por menor	0,4	1,2	0,5	1,8	1,6	1,0	0,0	0,4	...	...
Producción industrial	–0,8	2,6	3,2	1,9	1,6	3,8	1,6	0,7	1,3	...
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	1,5

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

mestre. Sin embargo, el crecimiento de los pedidos de exportación mejoró las expectativas, que se vieron acompañadas adicionalmente por una ligera reducción de existencias que impulsó la producción industrial, sobre todo las manufacturas de bienes de consumo.

La confianza empresarial está en máximos desde los últimos seis años. La alta utilización de capacidad industrial y la previsión de una recuperación en el gasto público animan a los empresarios. Finalmente, cabe cerrar este repaso recordando que la inflación creció moderadamente en abril (1,5% interanual, a comparar con el 1,7% de marzo). Desde octubre del año pasado Italia tiene anclada su inflación por debajo del 2%, pudiendo afirmar que muestra una estabilidad de precios envidiable.

### Reino Unido: el consumo en el punto de mira

Conocida la estimación preliminar del crecimiento del primer trimestre (2,9% interanual) la principal duda del pulso coyuntural británico sigue siendo la tendencia futura del consumo privado. Los indicadores disponibles, especialmente las ventas minoristas, indican que se está produciendo una inflexión. Si las mismas cre-

cían a una tasa del 5,0% en el mes de marzo, éstas redujeron su crecimiento durante el mes de abril a una tasa del 4,2% interanual. Parece que un alza en el coste de la deuda hipotecaria, tras las últimas subidas de tipos de interés oficiales, combinado con una subida de impuestos, está reduciendo la renta neta disponible de las familias. Pero todavía es pronto para afirmar que el consumo ha iniciado una senda de desaceleración. Además, el mercado laboral mantiene su fuerte dinamismo, pues la tasa de paro se mantiene en un sorprendente 2,8%, mientras que la confianza de los consumidores sigue siendo alta, lo que debe apoyar al consumo.

La producción industrial se resiente en su vertiente exportadora de la fortaleza de la libra esterlina, apoyada por las últimas subidas de tipos de interés. Si en el último trimestre del año pasado la producción industrial crecía a una tasa del 1,0% interanual, el último dato del mes de marzo apunta una caída del 0,2%.

Por lo que se refiere a otros temas de interés, cabe destacar que a pesar de que la inflación del mes de abril descendió hasta el 2,8%, desde el 3,1% del mes anterior, la evolución de los precios sigue preocupando al gobernador Mervyn King. El Banco de Inglaterra señaló la necesidad de volver a subir el tipo oficial para

**El Reino Unido crece al 2,8% marcando un récord de 59 trimestres consecutivos de crecimiento.**

**El consumo se resiente de las últimas subidas de tipos de interés, aunque el mercado laboral no lo nota.**

**La inflación sigue siendo un tema preocupante para el Banco Central de Inglaterra.**

reconducir la inflación alrededor del 2%. El déficit de balanza comercial mantiene su trayectoria de ligero deterioro debido al mayor incremento relativo de las im-

portaciones con respecto a las exportaciones, reflejando la apreciación de la libra esterlina.

**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	I	Abril
PIB	1,9	2,8	2,4	2,7	2,9	3,0	2,9	-
Ventas al por menor	1,9	3,2	1,7	3,4	3,8	3,8	4,6	4,2
Producción industrial	-1,9	0,1	-0,7	-0,4	0,6	1,0	-0,5	...
Tasa de paro (*)	2,7	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	2,9	2,8
Precios de consumo	2,0	2,3	1,9	2,2	2,4	2,7	2,9	2,8
Balanza comercial (**)	-64,9	-78,5	-72,0	-77,5	-81,4	-83,2	-83,2	...

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.

**La calidad institucional, el eslabón perdido del progreso latinoamericano**

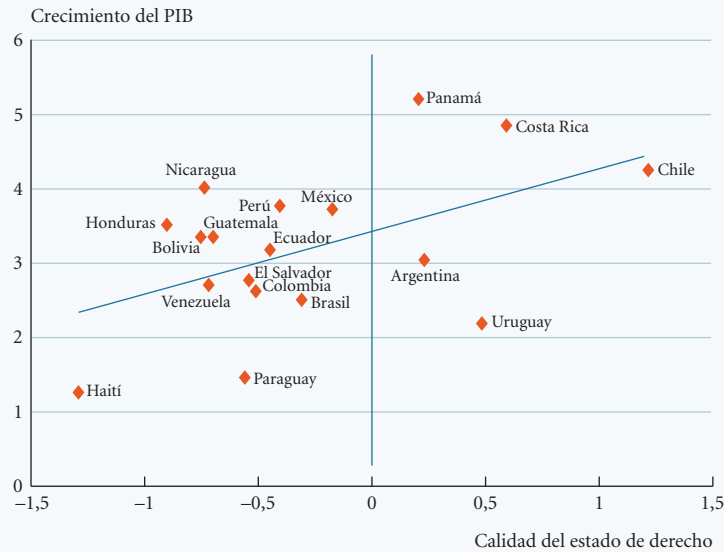
En 1941, el ilustrado escritor Stefan Zweig vaticinaba que Brasil era, sin duda, el país del futuro. Una percepción que se podía ampliar fácilmente al conjunto de América Latina, ya que también era la época en que se especulaba sobre el momento preciso en que Argentina se integraría entre los países más ricos del mundo. Casi siete décadas después, la visión del segundo autor más leído de su tiempo y de sus contemporáneos puede parecer ilusa. La historia económica de América Latina está jalonada de episodios que ejemplifican vías erróneas hacia el desarrollo económico, como la política de sustitución de importaciones iniciada a finales de la década de 1940 o la «década perdida» de 1980. El interrogante que asalta constantemente cuando se estudia la región es por qué unos países que disponen de ingentes recursos naturales, están próximos a Estados Unidos –geográficamente– y a Europa –culturalmente– y se han beneficiado en diversos momentos de la historia de notables contingentes de inmigrantes, no han acabado de despegar económicamente.

Indudablemente, factores como el grado de acumulación de factores de producción (capital y trabajo) y la gestión de las políticas macroeconómicas son relevantes, tal y como explicamos en el recuadro anterior. Aquí exploremos más a fondo el papel de las instituciones, un factor cuya importancia ya intuía Adam Smith y que, dos siglos después, ha sido «redescubierto» por los economistas. A la luz del siguiente gráfico, la cuestión es relevante en América Latina: prosperidad económica e instituciones van estrechamente ligadas, ya que aquellos estados de la zona con mejores instituciones en 1996 son los que en promedio han crecido más en el periodo 1996-2006.

A diferencia de la visión dominante dos décadas atrás, hoy en día ya no se piensa que a partir de un determinado nivel de prosperidad económica los países se dotarán de mejores instituciones. La causalidad, como defiende el economista Douglass North, puede ser más bien la inversa: las instituciones –entendidas éstas como las reglas del juego, formales o informales, que establecen el marco en el cual se producen las interacciones sociales, políticas y económi-

## LA CALIDAD DE LAS INSTITUCIONES AFECTA AL CRECIMIENTO

Relación entre el crecimiento medio del PIB en 1996-2006 y la calidad del estado de derecho en 1996



FUENTES: Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

cas— son determinantes para el desarrollo económico. Unas «buenas» instituciones serán las que crean un sistema de incentivos para los agentes económicos que reduzca la incertidumbre y promueva la eficiencia. Aunque simple, la idea es poderosa. No es de extrañar que en 1993 North mereciese un premio Nobel de economía por su visión.

¿Cuál es la situación en América Latina? La respuesta no es inmediata, ya que «medir instituciones» es un ejercicio con evidentes dificultades. No obstante, y vista su importancia en términos económicos, desde hace varios años el Banco Mundial ha hecho un importante trabajo de clarificación conceptual y medida empírica de la calidad de las instituciones.<sup>(1)</sup> Como concepto clave utiliza la idea de gobernabilidad, es decir, el conjunto de procesos e instituciones mediante el cual se ejerce el poder político en un país. La gobernabilidad se descompone en tres dimensiones diferenciadas: 1) la del proceso por el cual el gobierno es elegido, rinde cuentas y es reemplazado, que se mide mediante dos indicadores: el de transparencia y rendición de cuentas, y el de estabilidad política; 2) la capacidad del gobierno de gestionar recursos eficientemente y de formular, llevar a cabo y hacer cumplir las normas y las políticas. Los indicadores en este caso son la calidad de la regulación y la efectividad del gobierno; y, 3) el respeto por las instituciones que gobiernan las interacciones sociales y económicas, que se aproxima mediante un indicador del control de corrupción y otro de estado de derecho.

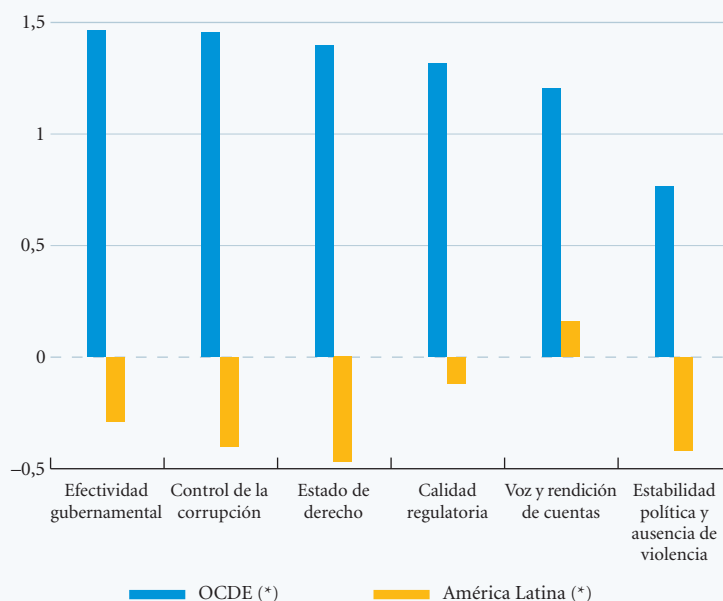
Utilizando estos indicadores del Banco Mundial es posible realizar una radiografía de América Latina en materia de calidad institucional. Tomando como referente el conjunto de países más desarrollados (los de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, OCDE, excluyendo a México), se pueden extraer ciertas conclusiones sobre la situación de la región. Como puede comprobarse en el gráfico siguiente, América Latina, de entrada, dispone de una gobernabilidad de calidad sensiblemente inferior a la de los países de la OCDE. Ade-

(1) Para un resumen de dicho enfoque y banco de datos véase Kaufmann, D., Kraay, A. y Mastruzzi, M., «Governance Matters V: Aggregate and Individual Governance Indicators for 1996-2005» (2006). World Bank Policy Research Working Paper No. 4012.



## IMPORTANTES RETOS PENDIENTES EN AMÉRICA LATINA EN MATERIA INSTITUCIONAL

Indicador de calidad por áreas de gobernabilidad, 2005



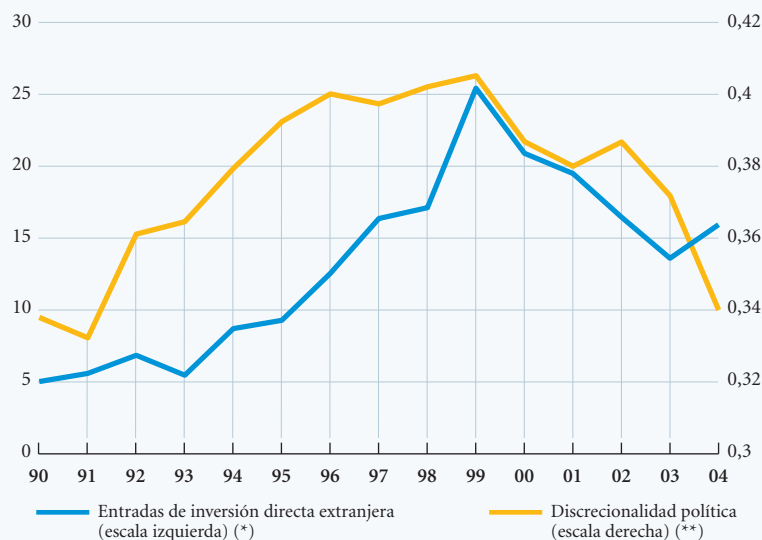
NOTA: (\*) Del grupo OCDE se ha eliminado México, que pasa a incluirse en el total América Latina.  
FUENTES: Banco Mundial y elaboración propia.

más, la distribución por áreas de gobernabilidad también difiere. En los países más desarrollados las áreas que exhiben mayor calidad son la efectividad gubernamental, el control de la corrupción y el estado de derecho. Por el contrario, la mejor posición en Latinoamérica la detentan las áreas de transparencia y rendición de cuentas y de calidad regulatoria, siendo la tercera la efectividad gubernamental. En definitiva, a América Latina le queda todavía un largo recorrido de mejora de la gobernabilidad antes de homologarse con los países más avanzados del planeta. Además, su punto de partida no sólo es más bajo sino diferente.

Esta valoración regional no debe hacer olvidar que la situación por países es notablemente desigual. Al revisar los seis indicadores anteriores, es posible identificar tres grandes grupos de países. Unos pocos disponen de una posición homologable a la de las economías avanzadas. Es el caso de Chile y Costa Rica y, con menor claridad, de Uruguay. Un segundo bloque lo integran los estados que ofrecen una calidad institucional inferior, pero con ciertas fortalezas en una o más dimensiones. En esta situación se encuentran, por ejemplo, las dos grandes economías regionales –Brasil y México– y otros países como Argentina o Colombia. Finalmente, la situación de ciertos estados es claramente más dificultosa. Entre éstos, el caso de Haití no puede dejar de mencionarse.

El reto, en definitiva, es transitar hacia un estadio de mayor calidad institucional. La trayectoria de la última década demuestra que, aunque exigente, dicho reto no es insalvable. Tomando un indicador global de marco institucional –el que se conoce como «de libertad económica», publicado por la Heritage Foundation– se vislumbra que, con importantes vaivenes, el marco institucional de América Latina en 2007 es, en su conjunto, más favorecedor para la libertad de empresa y de comercio, más seguro en la defensa de los derechos de propiedad y más abierto a la inversión directa extranjera que diez años atrás.

## LA DISCRECIONALIDAD POLÍTICA, MALA OPCIÓN PARA ATRAER INVERSIÓN EXTRANJERA



NOTAS: (\*) Entradas de inversión directa extranjera en porcentaje de la formación bruta de capital total.  
 (\*\*) Indicador de Witold Henisz de discrecionalidad política; cuanto mayor es el valor, menor es el margen de discrecionalidad de los actores políticos.

FUENTES: Witold Henisz, Naciones Unidas y elaboración propia.

El proceso, no obstante, va a estar trufado de dificultades. Una de las más preocupantes es seguramente la referida a la seguridad jurídica. Aunque mejoren otros aspectos de la calidad institucional, una de las decisiones fundamentales en el camino del desarrollo económico, la de invertir en la región, depende críticamente de la existencia de un marco legal caracterizado por unas reglas no sólo claras sino estables. Esta cuestión se ha revelado como esencial en la importante discusión sobre los determinantes de la inversión directa extranjera. En una serie de trabajos influyentes y recientes, Witold Henisz demuestra que el grado de discrecionalidad política está estrechamente relacionado con las decisiones de inversión, y que, a su vez, la discrecionalidad política está vinculada al marco institucional.<sup>(2)</sup> Y en esta materia los resultados, especialmente en los últimos años, no acaban de ser satisfactorios.

En definitiva, que Brasil –y Argentina y México y toda la región– sea realmente el país del futuro que vislumbraban Zweig y sus contemporáneos, dependerá en gran medida de las decisiones que hoy se tomen en un campo –el de la reforma institucional– que rendirá sus frutos en un horizonte lejano. Pero sin esta inversión en capital institucional, probablemente nuevas «décadas perdidas» latinoamericanas se cernirán sobre una región merecedora de un futuro mejor.

(2) Por su carácter general, es recomendable: Henisz, W. J. 2004. «Political Institutions and Policy Volatility». *Economics and Politics*, 16(1): 1-27.

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Las políticas monetarias siguen vigilando la inflación

En general, los bancos centrales siguen considerando que existen riesgos inflacionistas, máxime con el reciente rebote del precio del petróleo. A lo largo de mayo, algunos de los principales bancos centrales han seguido subiendo sus tipos de interés oficiales, contribuyendo de esta forma a restringir una liquidez global que, de todas formas, sigue siendo abundante.

Es el caso del Banco de Inglaterra, que elevó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 5,50% en la reunión del Comité de Política Monetaria del 10 de mayo. De esta manera, lo colocó en el nivel más alto de los últimos seis años.

El banco central británico justificó la medida para contener una inflación que había llegado al 3,1% en marzo, sensiblemente alejada del objetivo del 2%, en un marco de dinamismo económico. Posteriormente, en la presentación del informe trimestral sobre la inflación el gobernador Mervyn King sugirió que el ciclo restrictivo no había concluido, confirmando las expectativas existentes.

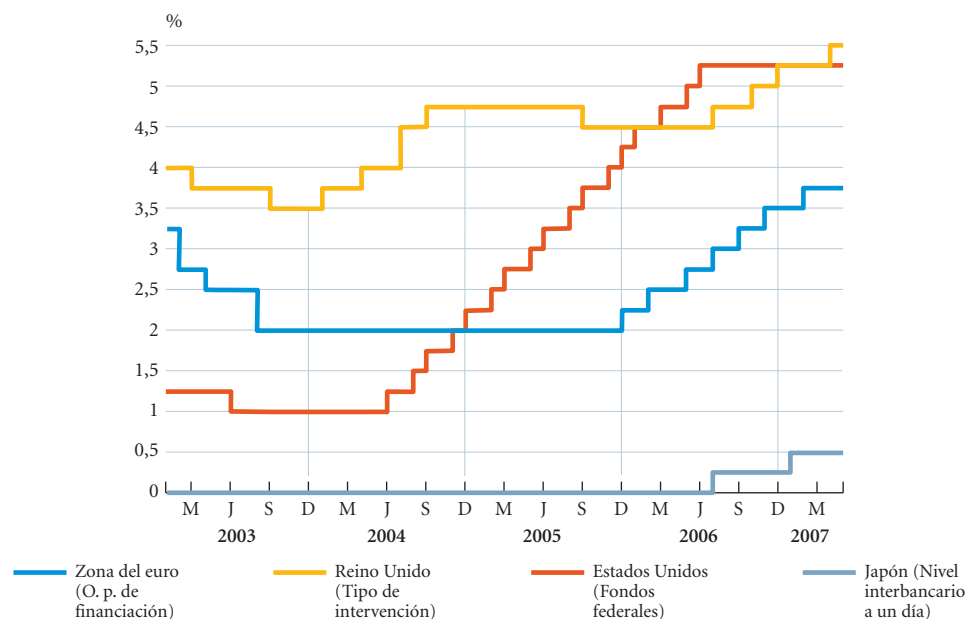
En Asia, el Banco de China volvió a subir sus tipos de interés de referencia en un nuevo intento de enfriar la desbocada economía. Así, elevó el tipo de interés de los préstamos a un año en 18 puntos básicos hasta el 6,57% y el de los depósitos a doce meses en 27 puntos básicos hasta el 3,06%. Además, subió el coeficiente de

Los bancos centrales restringen las políticas monetarias, pero la liquidez global todavía es abundante.

Van a producirse más elevaciones del tipo oficial del Banco de Inglaterra para contener la inflación.

### EL BANCO DE INGLATERRA SUBE SU TIPO DE INTERÉS OFICIAL

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

## TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2006</b>									
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
<b>2007</b>									
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 (*)	3,82	3,98	4,25	5,25	5,35	0,65	5,25	5,65	2,32
Mayo (1)	3,82	4,10	4,42	5,25	5,36	0,66	5,50	5,80	2,46

NOTAS: (\*) Cifras provisionales.

(1) Día 25.

(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: 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%), 10-5-07 (5,50%).

(5) Tipo de interés interbancario de oferta.

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

caja de los bancos en medio punto hasta el 11,5%.

En cambio, el Banco de Japón no varió la posición de su política monetaria en la reunión del 17 de mayo. En su informe económico, la autoridad monetaria nipona consideraba que la expansión continuaría a un ritmo moderado. Aunque preveía que la inflación seguiría cerca del 0% a corto plazo, a largo plazo pronosticaba que sería positiva, de acuerdo con una mayor utilización de la capacidad productiva. En este entorno, es probable que el banco central japonés prosiga la normalización del tipo de interés oficial, situado actualmente en el 0,50%, de

modo gradual. El próximo movimiento posiblemente tenga lugar en verano.

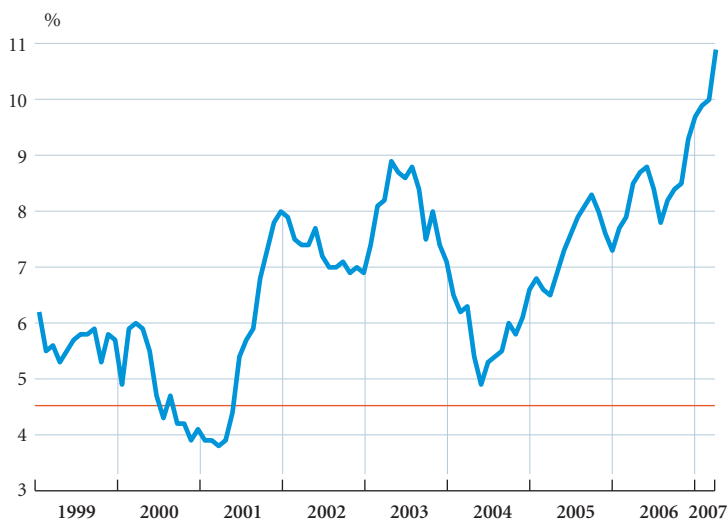
En el otro lado del Pacífico, la Reserva Federal de Estados Unidos tampoco modificó su postura en la reunión del pasado 9 de mayo. La Fed reiteró que el principal riesgo era que la inflación no se moderase como estaba previsto. No obstante, los mercados financieros siguen apostando por que el próximo movimiento sea a la baja, dada la coyuntura de desaceleración económica y la delicada situación del mercado inmobiliario.

En Europa, el Banco Central Europeo tampoco cambió sus tipos de interés. Sin

**El Banco de China vuelve a aumentar ligeramente sus tipos de interés de referencia en un intento de frenar el recalentamiento económico.**

## NUEVO MÁXIMO HISTÓRICO DEL CRECIMIENTO DEL AGREGADO MONETARIO AMPLIO DE LA EUROZONA

Tasa de variación interanual de la M3 del área del euro



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

FUENTE: Banco Central Europeo.

**Es muy probable que el tipo de interés del Eurosistema no se detenga en el 4% previsto para junio.**

embargo, el presidente Jean-Claude Trichet emitió una clara señal de que aumentarían en la siguiente cita del 6 de junio, al mencionar que la situación requería una «fuerte vigilancia». Trichet insistió en que los riesgos inflacionistas eran al alza. Dado que reconoció que la política monetaria seguía siendo relajada y que en marzo el crecimiento del agregado monetario amplio de la eurozona, la M3, alcanzó el 10,9% en términos interanuales, marcando un nuevo máximo histórico y más que doblando el crecimiento de referencia del 4,5%, es muy probable que la subida del tipo de interés del Eurosistema no se detenga en el 4% previsto para junio.

### Debilitamiento del yen y del dólar

La ralentización de la actividad económica en Estados Unidos y las consiguientes expectativas de bajas del tipo de interés de la Reserva Federal debilitaron ligeramente al dólar en las últimas semanas. El tipo de cambio efectivo de la divisa norteameri-

cana registró el nivel mínimo desde julio de 1997 en la cuarta semana de mayo. El dólar presentaba una caída del 20,1% con relación al máximo de principios de 2002. No obstante, esta depreciación no parece suficiente para equilibrar el abultado déficit exterior de Estados Unidos, por lo que probablemente continuarán las presiones bajistas sobre el billete verde.

La depreciación del dólar en las últimas semanas se ha manifestado especialmente frente a las divisas emergentes, como por ejemplo el real brasileño y el peso filipino, que marcaron la cotización máxima frente al dólar de los últimos años. En cambio, el dólar resistió contra el euro después de que la moneda europea anotara la cota máxima histórica el día 25 de abril de 2007 en 1,365 dólares.

La debilidad del dólar tampoco se mostró especialmente frente al yen japonés en un entorno de renovada apetencia por el riesgo que impulsó al *carry trade*, o sea, las operaciones de endeudamiento en di-

**El dólar cae hasta el nivel mínimo de los últimos diez años frente a una amplia cesta de divisas.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Abril 2007

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 25-05-07
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2006	Anual	
<b>Frente al dólar de EEUU</b>							
Yen japonés	119,4	1,5	118,9	1,4	1,3	1,7	121,8
Libra esterlina (1)	2,000	1,6	1,988	2,1	1,3	12,4	1,984
Franco suizo	1,207	-0,5	1,213	-0,4	0,2	-5,4	1,228
Dólar canadiense	1,110	-3,8	1,135	-2,9	-1,6	-0,8	1,080
Peso mexicano	10,93	-1,0	10,98	-1,2	1,2	-0,6	10,78
Índice efectivo nominal (4)	104,5	-1,4	105,3	-1,3	-1,3	-4,1	104,2
<b>Frente al euro</b>							
Dólar de EEUU	1,361	2,2	1,350	2,0	2,2	10,2	1,344
Yen japonés	162,8	3,5	160,5	3,4	3,6	11,8	163,5
Franco suizo	1,646	1,3	1,637	1,5	2,5	4,0	1,650
Libra esterlina	0,683	0,4	0,679	-0,1	1,0	-2,1	0,678
Corona sueca	9,152	-2,1	9,240	-0,6	2,3	-1,0	9,191
Corona danesa (3)	7,451	0,0	7,453	0,0	0,0	-0,1	7,452
Zloty polaco	3,781	-2,2	3,817	-1,8	0,1	-2,7	3,811
Corona checa	28,12	0,4	28,01	-0,2	0,9	-1,8	28,31
Forint húngaro	247,2	-0,3	246,0	-1,6	-3,1	-7,4	249,8
Índice efectivo nominal (5)	107,6	1,1	107,1	0,9	1,4	4,0	107,0

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.

visas de bajos tipos de interés, como el yen, y la simultánea inversión en divisas de alto rendimiento. En efecto, el yen volvió a caer en términos globales hasta el nivel más bajo desde octubre de 1998. En relación con el euro la moneda nipona anotó la cota mínima histórica de 163,9 unidades en la cuarta semana de mayo.

En este contexto, el euro también marcó un récord respecto al franco suizo en la cuarta semana de mayo al pagarse a 1,656 francos suizos. El sensible diferencial de tipos de interés a favor de la moneda europea y la perspectiva de nuevas alzas por

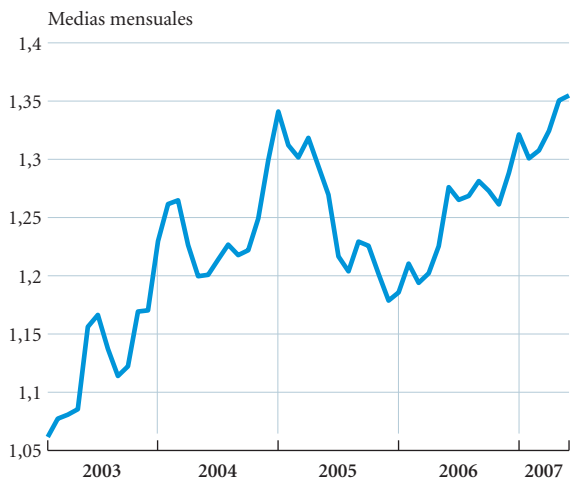
parte del Banco Central Europeo impelieron al euro en otro caso de *carry trade*.

Por otra parte, a finales de la tercera semana de mayo el Banco de China anunció la ampliación de la banda de fluctuación diaria del renminbi vigente desde julio de 2005 desde el 0,3% hasta el 0,5%. Esta decisión se produjo pocos días antes del viaje de una delegación ministerial china para entrevistarse con el secretario del tesoro de Estados Unidos Henry Paulson y, de hecho, tiene un carácter primordialmente simbólico, ya que la variación día a día del yuan prácticamente nunca

**El euro anota un récord contra el franco suizo, apoyado por un sensible diferencial de tipos de interés a su favor.**

## EL EURO SE REPLIEGA TRAS ANOTAR UN MÁXIMO HISTÓRICO CONTRA EL DÓLAR

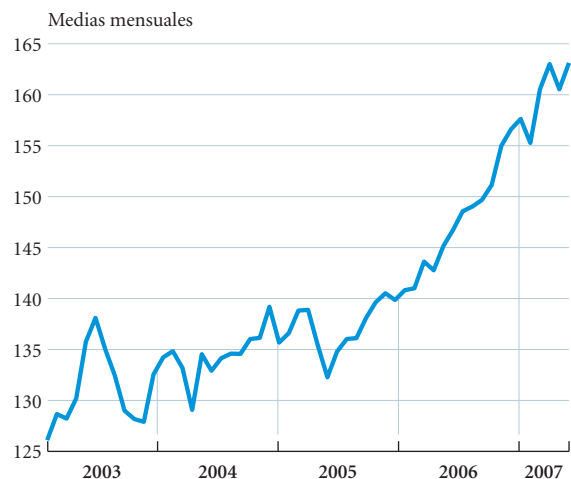
Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 25 de mayo.  
FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

## NUEVO MÁXIMO DEL EURO FRENTE AL YEN AL RETOMAR VUELO EL CARRY TRADE

Yenes japoneses por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 25 de mayo.  
FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**El Banco de China anuncia una ampliación de la banda de fluctuación diaria del yuan sin efectos prácticos.**

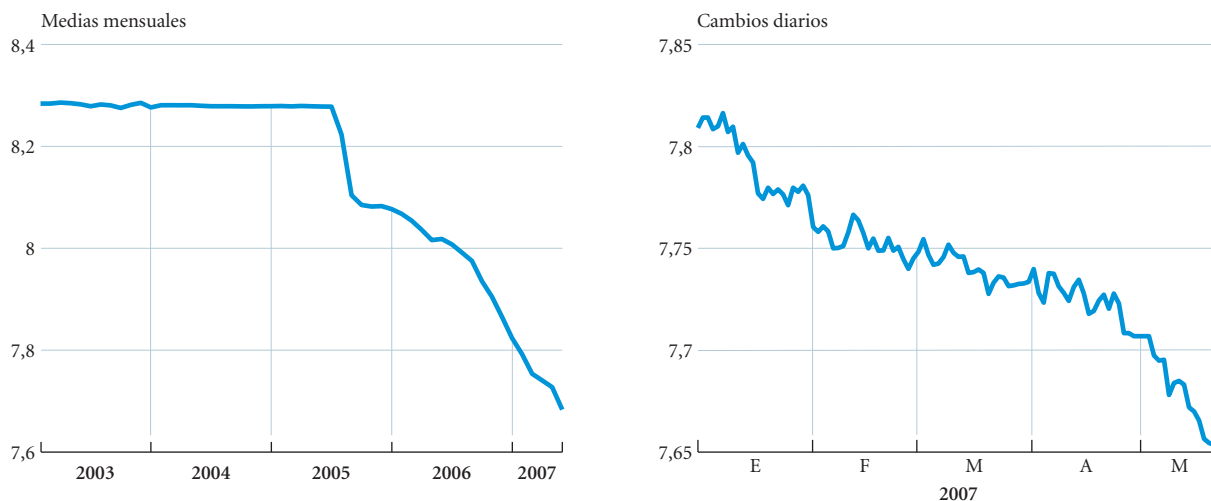
se acerca al límite máximo del 0,3%. Después de conocerse la medida, no obstante, el yen japonés repuntó momentáneamente frente al dólar, para marcar un nuevo mínimo global pocos días después. Sin embargo, como se puede apre-

ciar en el gráfico siguiente la moneda china sigue una senda de apreciación gradual frente al dólar y ha subido en torno al 2% desde el principio del ejercicio y el 8% desde el 20 de julio de 2005, antes de que empezase la flotación controlada. A



## EL YUAN CHINO SE APRECIA MUY GRADUALMENTE RESPECTO AL DÓLAR

Yuanes chinos por dólar de Estados Unidos



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 25 de mayo.

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

las autoridades chinas no les gustan los cambios bruscos.

### Suave repunte de los rendimientos de los bonos públicos

La reiteración de la preocupación por la inflación expresada por la Reserva Federal de Estados Unidos y los bajos niveles de aversión al riesgo reinantes, que dejaron a

la deuda pública sin el papel de refugio, tendieron a impulsar hacia arriba a las rentabilidades de los bonos públicos de Estados Unidos. De todos modos, el tipo de interés de los bonos del Tesoro a 10 años no superó el nivel de finales de enero.

En la otra orilla del Atlántico, el rendimiento de los bonos del Estado alemanes subió en las últimas semanas impulsado por declaraciones alcistas de distintos di-

**La rentabilidad de la deuda pública alemana a largo plazo asciende hasta la cota máxima desde junio de 2004.**

## 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	I	Abril	25 mayo
Estados Unidos	4,33	4,85	5,13	4,96	4,68	4,74	4,75	4,86
Japón	1,39	1,75	1,90	1,80	1,70	1,68	1,68	1,72
Alemania	3,38	3,78	3,96	3,89	3,77	4,01	4,16	4,37
Francia	3,41	3,80	3,99	3,90	3,78	4,05	4,21	4,42
Italia	3,56	4,05	4,27	4,18	4,03	4,23	4,38	4,56
España	3,39	3,79	3,97	3,89	3,79	4,06	4,21	4,43
Reino Unido	4,47	4,55	4,65	4,67	4,65	4,92	5,10	5,23
Suiza	2,04	2,46	2,67	2,61	2,38	2,57	2,74	2,95

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

## LA PRIMA DE RIESGO DE LOS BONOS SOBERANOS EMERGENTES REGISTRA UN NUEVO MÍNIMO HISTÓRICO

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 25 de mayo.  
FUENTES: JP Morgan y Thomson Financial Datastream.

**Se prevé un repunte de la morosidad de los bonos de baja calidad crediticia partiendo de niveles muy reducidos.**

rigentes del Banco Central Europeo. Así, la rentabilidad de la deuda pública germana a 10 años anotó el nivel máximo desde junio de 2004 en la cuarta semana de mayo. El diferencial de tipos de interés a largo plazo entre el dólar y el euro se colocó en unos 49 puntos básicos.

Por otra parte, la prima de riesgo de los bonos soberanos de los países emergentes se redujo hasta una cota mínima histórica en la cuarta semana de mayo. En las últimas semanas las primas de riesgo de los bonos empresariales también han seguido reduciéndose hasta situarse en niveles reducidos. Esta evolución se apoya en unos bajos niveles de morosidad a consecuencia de la favorable coyuntura económica y una amplia liquidez en los mercados financieros. De todas formas, en abril se produjo un liviano repunte de la tasa de morosidad de los bonos de baja calidad crediticia globales, de acuerdo con los datos de la agencia de calificación Moody's, pues se elevó al 1,5% en los doce últimos meses desde el 1,4% registrado en marzo.

**El crecimiento de los beneficios empresariales, el dinamismo de las operaciones corporativas y la amplia liquidez impulsan a las bolsas.**

Esta pequeña subida concordaría con la previsión de una elevación de esta tasa en 2007 y 2008.

### Las bolsas anotan nuevos máximos históricos

Una vez superada la fuerte corrección de finales de febrero las bolsas internacionales reemprendieron la tendencia alcista y en las últimas semanas en general anotaron nuevos máximos históricos. Un notable crecimiento de los beneficios empresariales, el dinamismo de las operaciones empresariales de adquisiciones y fusiones y una gran liquidez en los mercados financieros internacionales contrarrestaron el encarecimiento del petróleo. Aunque la buena marcha de la economía global apoya la escalada de las bolsas, no se puede descartar que sobrevengan nuevos sobresaltos.

Las bolsas norteamericanas han continuado avanzando en las últimas semanas

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

30-04-2007

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Cotización a 25-5-07	
					% variación acumulada	% variación sobre la misma fecha de 2004
Nueva York						
Dow Jones	13.062,9	5,7	4,8	14,9	8,4	33,5
Standard & Poor's	1.482,4	4,3	4,5	13,1	6,9	36,2
Nasdaq	2.525,1	4,3	4,5	8,7	5,9	30,2
Tokio						
Tokio	17.400,4	0,7	1,0	2,9	1,5	59,5
Londres						
Londres	6.449,2	2,2	3,7	7,1	5,6	48,7
Zona del euro						
Zona del euro	4.392,3	5,1	6,6	14,4	8,3	65,4
Francfort						
Francfort	7.408,9	7,1	12,3	23,3	17,3	102,2
París						
París	5.960,0	5,8	7,5	14,9	9,3	67,8
Amsterdam						
Amsterdam	530,8	4,0	7,2	13,1	8,1	61,5
Milán						
Milán	33.979,0	4,4	6,5	15,5	5,4	65,6
Madrid						
Madrid	14.374,6	-1,8	1,6	20,9	6,4	92,0
Zurich						
Zurich	9.428,3	5,0	7,3	17,2	6,8	66,1
Hong Kong						
Hong Kong	20.319,0	2,6	1,8	22,0	2,8	75,5
Buenos Aires						
Buenos Aires	2.154,6	2,5	3,1	12,9	3,9	130,4
São Paulo						
São Paulo	48.956,0	6,9	10,1	21,3	16,1	173,7

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

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

apostando por un aterrizaje suave de la economía, hasta el punto de que el índice amplio Standard & Poor's 500 se colocó muy cerca del récord del año 2000. En cambio, el índice Nasdaq, representativo de los valores tecnológicos, a pesar de marcar un máximo anual todavía se hallaba más del 40% por debajo del récord antes del estallido de la burbuja tecnológica. De hecho, en lo que llevamos de año el sector de las tecnologías de la información presentaba un alza más bien discreta.

En Europa, la alegría ha predominado en los parques, reflejando la mejora de las perspectivas económicas. Es destacable sobre todo el balance del mercado alemán, con las mayores ganancias entre las principales plazas europeas. Al otro lado del canal de La Mancha la Bolsa de Lon-

dres también experimentó subidas al calor del vigor económico.

La bolsa española, por su parte, se recuperó del susto de las inmobiliarias y se ha colocado en zona de máximos. Así, el índice selectivo IBEX 35 sobrepasó de nuevo la cota de los 15.000 puntos y marcó un récord en la cuarta semana de mayo. Los procesos de reestructuración sectorial en marcha están dando impulso a las cotizaciones.

El remonte de las últimas semanas ha sido especialmente notable en el caso de las bolsas emergentes. Muchas de ellas marcaron nuevas cotas máximas históricas, como por ejemplo las de Brasil, México, Corea del Sur, Indonesia, Filipinas, Singapur, Hong Kong y China.

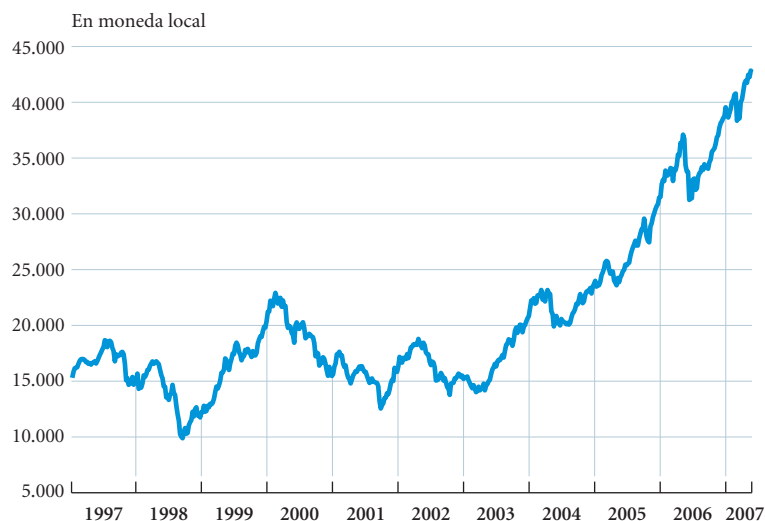
**El índice Standard & Poor's se sitúa en torno al máximo del año 2000, pero el Nasdaq se halla todavía lejos.**

**Alegría en los parques europeos.**

**El índice IBEX 35 sobrepasa de nuevo la cota de los 15.000 puntos y registra un récord.**

## LAS BOLSAS EMERGENTES, EN RACHA

Índice Morgan Stanley Capital internacional de mercados emergentes



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 25 de mayo.

FUENTES: Morgan Stanley Capital y Thomson Financial Datastream.

### Las autoridades chinas intentan en vano frenar el alza estratosférica de la bolsa.

Caso aparte es el de la bolsa china. El índice de la Bolsa de Shanghai se elevó más del 50% desde el principio del ejercicio, después de ascender el 131% el año pasado. Las autoridades chinas han intentado en vano frenar la subida de la bolsa ante evidentes síntomas de la existencia de una burbuja especulativa, como ratios «per» superiores a 50. Así, liberalizaron recientemente las inversiones de los bancos en los mercados extranjeros para quitar presión a la bolsa doméstica.

No obstante, los inversores particulares siguen apostando por la renta variable

ante unos rendimientos de los depósitos bancarios muy bajos. La fiebre bursátil se manifestó en que la negociación diaria en las bolsas chinas llegó a sobrepasar el volumen de transacciones en el resto de mercados asiáticos, incluyendo a Japón. Cabe apuntar que el fenómeno del alza estratosférica de los índices chinos es una manifestación más del exceso de liquidez acumulado en la economía, a causa en buena parte de un tipo de cambio excesivamente infravalorado, que motiva un espectacular aumento de las reservas de divisas.

## Actividad económica

### EL PIB crece por encima de lo previsto

En el primer trimestre de 2007, el producto interior bruto (PIB) generado por la economía española creció un 4,1% interanual, por encima de lo que preveían la mayoría de analistas y de las estimaciones previas tanto del Banco de España como del propio Instituto Nacional de Estadística. De todos modos, si nos fijamos en la tasa de variación trimestral, que refleja con mayor fiabilidad la tendencia más reciente, vemos que el ritmo de avance del PIB se ha moderado ligeramente, lo que podría indicar que el fuerte ritmo expansivo del PIB ha rozado ya un máximo cíclico.

¿Cuáles son las claves del sorprendente impulso de la economía española en los últimos meses? Principalmente, la progresiva mejora del sector exterior. En el primer trimestre de 2007 restó sólo 0,7 puntos al crecimiento del PIB, mucho menos que en la etapa precedente –su aportación negativa en 2005 y 2006 había sido de 1,7 puntos y un punto, respectivamente–. Gracias a esta mejora puntual, el déficit exterior español, el auténtico talón de Aquiles del actual modelo de crecimiento español, ha tendido a frenar su fuerte deterioro.

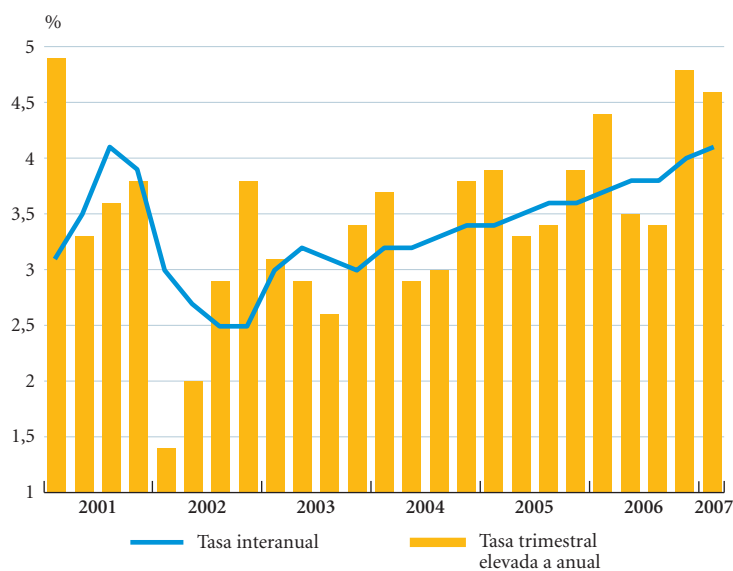
Al propio tiempo, la demanda nacional tendió a moderarse ligeramente (aportó

**El PIB acelera su crecimiento al 4,1% en el primer trimestre de 2007, el ritmo más alto desde 2001...**

**...gracias en parte al recorte de la aportación negativa del sector exterior.**

### LA ACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB PUEDE HABER TOCADO TECHO

Variación del PIB

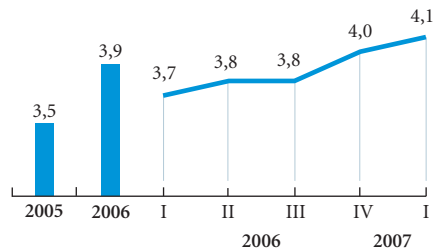


FUENTES: INE y elaboración propia.

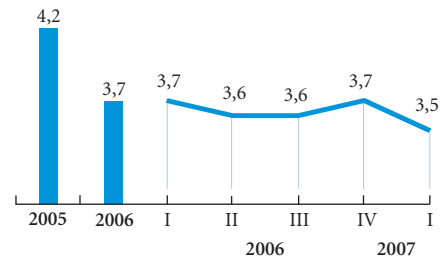
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)

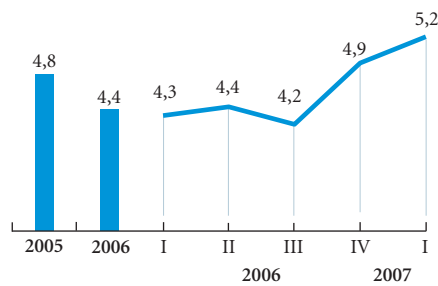
PIB



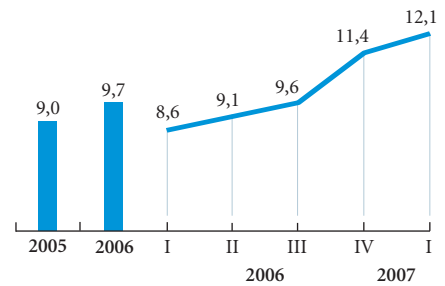
Consumo de los hogares



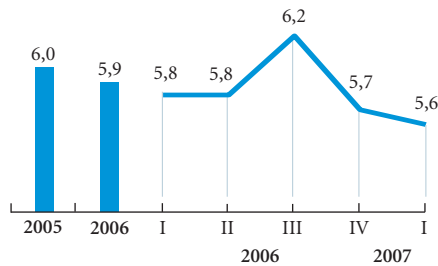
Consumo público



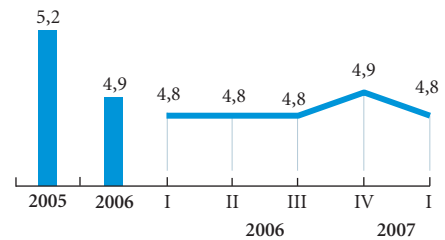
Inversión en bienes de equipo



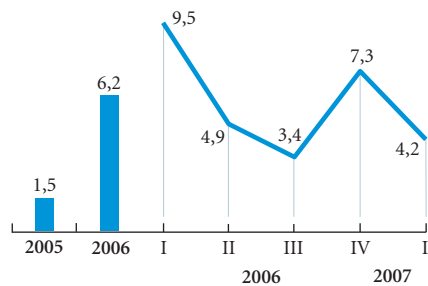
Inversión en construcción



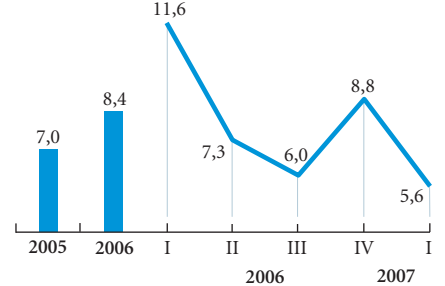
Demanda nacional (\*\*)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(\*\*) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

4,8 puntos al crecimiento del PIB, una décima menos que en el periodo precedente). Esto se debió fundamentalmente al menor ritmo expansivo del consumo de los hogares, que se redujo al 3,5% interanual, el más bajo de los últimos tres años. Parece pues que, poco a poco, están haciendo mella las recientes subidas de los tipos de interés, que merman la capacidad de gasto de los consumidores. El

sentimiento de confianza de éstos, de acuerdo con dicha situación, tiende a empeorar ligeramente (cayó a 12 puntos negativos en abril). De todos modos, el avance de la ocupación, uno de los puntales del consumo, continúa mostrándose muy sólido.

Por el contrario, la inversión tuvo en el periodo considerado un comportamiento

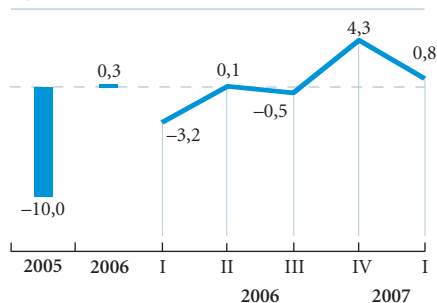
**El consumo tiende a moderarse...**

**...pero la inversión en bienes de equipo registra un fuerte impulso...**

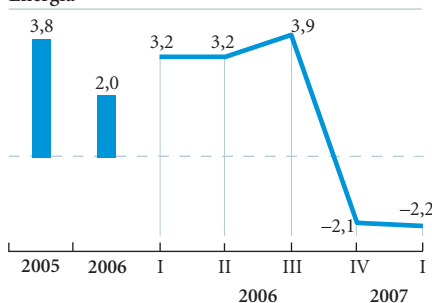
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (\*)

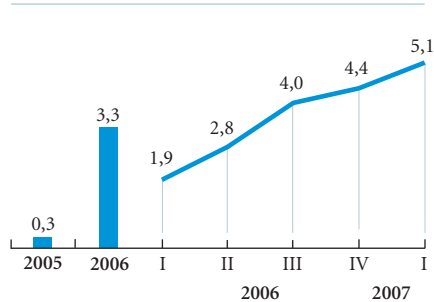
### Agricultura



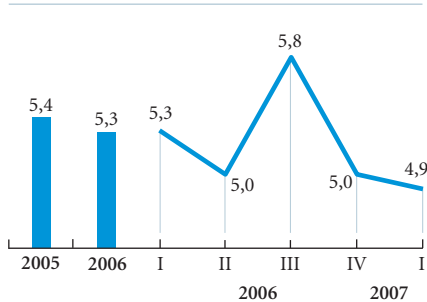
### Energía



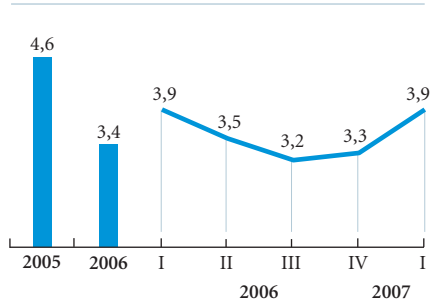
### Industria



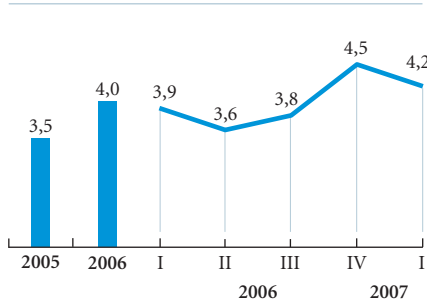
### Construcción



### Servicios de mercado



### Servicios no de mercado



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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



**...y la construcción mantiene un crecimiento sostenido gracias al auge de la obra pública.**

**Se prevé una paulatina desaceleración del ritmo de construcción de viviendas en los próximos meses.**

**La industria cobra un fuerte dinamismo...**

to muy expansivo. En concreto, la inversión en bienes de equipo aceleró su ritmo de crecimiento interanual nada menos que al 12,1%, la tasa más elevada desde 1999. Por otra parte, la construcción, que en los últimos años se ha convertido en un pilar fundamental del crecimiento económico español, siguió mostrando una fortaleza considerable, con una tasa de crecimiento interanual del 5,6%, sólo una décima inferior a la del trimestre precedente. En este caso, la desaceleración del ritmo de avance en la edificación residencial vino compensada por el renovado impulso de la obra civil.

Todo apunta a que el ritmo de construcción de viviendas continuará moderándose gradualmente en los próximos meses. De momento, el volumen de obra en ejecución es todavía muy elevado, pero algunos indicadores avanzados, como los visados de obra nueva, muestran signos claros de desaceleración. También las señales procedentes del mercado inmobiliario apuntan a una mayor contención.

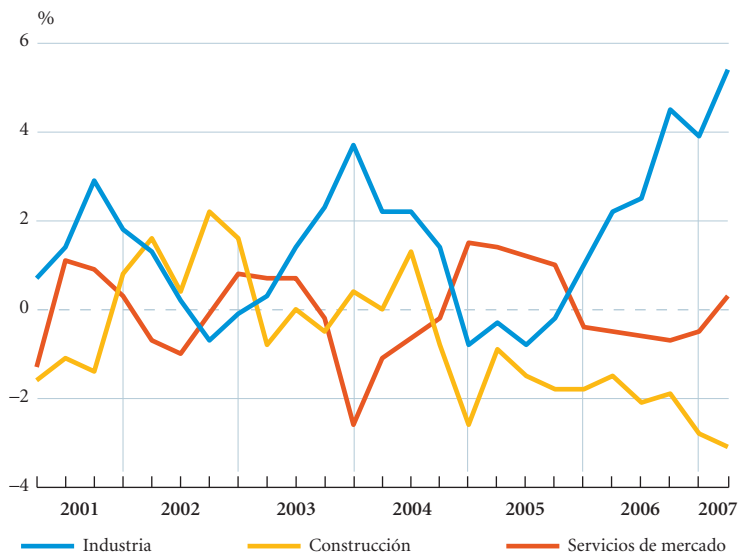
En particular, los contratos de compra-venta de viviendas de segunda mano han sufrido una sensible contracción en los últimos meses. La moderación de los precios (el aumento del precio por metro cuadrado de la vivienda libre se limitó al 7,2% interanual en el primer trimestre de 2007) parece ir en la misma dirección.

Aunque el crecimiento económico español sigue pivotando en torno al consumo y la construcción. Entre ambos aportaron tres puntos al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2007. Pero el auge de la inversión en bienes de equipo, el sostenimiento de las exportaciones y la moderación de las importaciones están contribuyendo a dotar de un mayor equilibrio al crecimiento de la economía española.

Un hecho destacable es la consolidación de la recuperación de la industria, que en el periodo indicado aceleró su tasa de crecimiento interanual al 5,1%. En términos de valor añadido, su contribución al crecimiento del PIB (0,7 puntos porcentua-

#### FUERTE AVANCE DE LA PRODUCTIVIDAD EN LA INDUSTRIA

Variación interanual del PIB por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo



FUENTES: INE y elaboración propia.

les) supera ya al aportado por la construcción (0,5 puntos). Otro aspecto muy positivo es el fuerte avance de la productividad que ha protagonizado dicho sector en los últimos meses, tal como puede observarse en el gráfico anterior. Es una buena noticia, puesto que el fortalecimiento de la competitividad de la industria es un factor clave para competir en el mercado global y garantiza un tránsito más suave hacia un modelo de crecimiento menos dependiente del ciclo de la construcción.

También las ramas de los servicios aceleraron su crecimiento agregado (del 3,5% al 4,0%), gracias fundamentalmente al impulso de los sectores de mercado. Las actividades que mostraron un mayor dinamismo fueron las vinculadas a los servicios a empresas, el transporte y, en menor medida, el comercio.

Desde la perspectiva de las rentas, destaca la contención de la remuneración de asalariados, que creció un 7,0%, una décima menos que en el periodo precedente. Así, la moderación de tres décimas en el ritmo de avance de la remuneración media compensó la aceleración de dos décimas en el crecimiento del número total de asalariados. Gracias a ello y a la mejora de la productividad, el coste laboral

por unidad de producto se desaceleró cuatro décimas, hasta el 2,4%, nueve décimas por debajo del deflactor implícito de la economía. Los precios globales medidos por dicho deflactor crecieron un 3,3%, tres décimas menos que en el trimestre anterior.

La escasa información disponible todavía con respecto a la marcha del segundo trimestre del año, muestra una cierta continuidad en las tendencias apuntadas anteriormente. Prosigue la moderación del consumo, muy ostensible en lo tocante a determinados bienes de consumo duradero, como es el caso de los automóviles de turismo, que registraron un descenso en las ventas del 6,0% en abril. Se trata, no obstante, de un mes atípico por la coincidencia de las festividades de Semana Santa.

Las previsiones apuntan hacia una paulatina desaceleración de la actividad en la segunda mitad del año, influida por la pérdida de impulso de la construcción, que se intensificaría en el transcurso de 2008. Así, por ejemplo, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico prevé un crecimiento aún intenso en 2007 (3,6%), pero lo rebaja al 2,7% para el año siguiente.

**...al igual que determinadas actividades relacionadas con los servicios.**

**La moderación salarial propicia la desaceleración del crecimiento del coste laboral unitario.**

**El segundo trimestre se inicia sin grandes cambios de tendencia.**

**La OCDE prevé una gradual desaceleración del crecimiento en el transcurso del año actual y el siguiente.**

## Mercado de trabajo

**El empleo continúa en ascenso...**

**...con un fuerte avance en la construcción y crecimiento sostenido en los servicios.**

### Sólido avance del empleo

El empleo mantuvo un ritmo de crecimiento elevado durante el primer trimestre de 2007, en torno al 3,4% interanual, según los datos de la encuesta de población activa (EPA). El total de ocupados superó la cota de los 20 millones, la más alta de toda la historia. Sorprende el fuerte ritmo de creación de empleo en la construcción, con un 9,4% interanual, cerca de un punto más que en el cuarto trimestre, y llama también la atención el descenso del 0,3% interanual contabilizado en la industria.

Ambas tendencias (el impulso de la construcción y el retroceso de la industria) se ven corroboradas por los datos de la contabilidad nacional, constatándose que, en el caso de la industria, el estancamiento

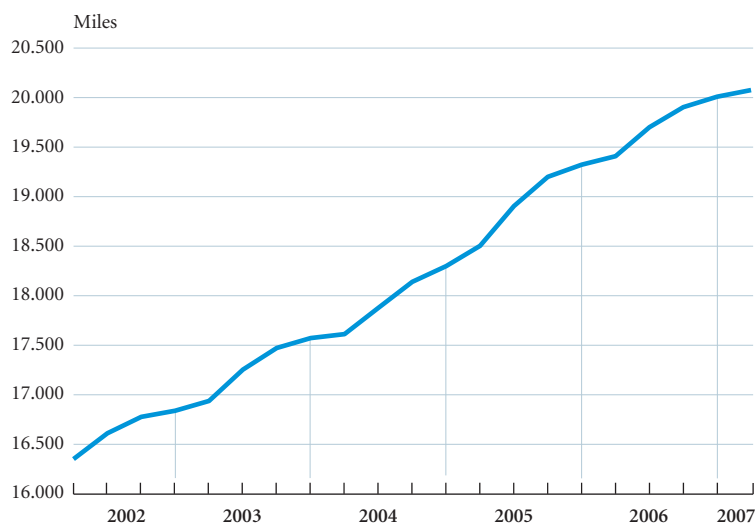
de la ocupación va acompañado de un sensible avance de la productividad del empleo. En cambio, las cifras de la Seguridad Social pintan un panorama algo distinto, con una suave desaceleración del ritmo de afiliación en la construcción y un avance sustancial en la industria.

En cuanto a los servicios, la EPA señala una moderada desaceleración del ritmo de avance del empleo (hasta el 3,5% interanual, unas ocho décimas menos que en el trimestre precedente), mientras que los datos de la contabilidad nacional y de la Seguridad Social apuntan a una mayor estabilidad.

En los últimos doce meses se crearon en torno a 669.000 empleos netos, según la EPA, cubiertos en una proporción cercana al 53% por trabajadores extranjeros.

### CIFRA RÉCORD DE OCUPADOS

Ocupados estimados por la encuesta de población activa



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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.

En el primer trimestre de 2007, el 13,2% del total de ocupados tenía la nacionalidad extranjera, casi un punto y medio más que hace un año. En el colectivo de trabajadores extranjeros, la tasa de actividad es más alta (76,3%) que entre los españoles (56,5%), y también la tasa de paro es superior (12,6% frente al 7,8%).

El sector de la construcción absorbió cerca de un tercio de los nuevos empleos y los dos tercios restantes fueron a parar a los servicios, mayoritariamente a los privados. En términos de puestos equivalentes a tiempo completo, la contabilidad nacional cifra en torno a 554.000 los nuevos empleos generados en el último año, con una distribución sectorial similar a la señalada por la EPA.

Según la encuesta, el empleo femenino creció con mayor intensidad (5,0% interanual) que el masculino (2,4%) y el ritmo de avance fue también muy superior entre la población adulta (por encima del

5,5% en los tramos de edad comprendidos entre los 40 y 55 años) que entre los más jóvenes.

Desde el punto de vista de la creación de empleo, las comunidades autónomas más dinámicas fueron Aragón, Canarias, Castilla-La Mancha, Extremadura y Murcia, con crecimientos interanuales superiores al 5,5%. En sentido opuesto, Asturias, Cantabria, Cataluña, Galicia, Madrid, País Vasco y La Rioja anotaron crecimientos inferiores a la media nacional.

Un aspecto positivo a destacar entre la batería de datos que ofrece la EPA es la relativa mejora de la tasa de temporalidad. En el primer trimestre de 2007, los contratos temporales representaban el 32% de los totales, 1,8 puntos menos que un año antes. Este avance ha sido posible en gran parte gracias a las medidas incentivadoras del empleo fijo, que entraron en vigor en julio de 2006, a partir del «Acuerdo para la Mejora del Crecimien-

**Se generan 669.000 empleos en el último año.**

**La tasa de temporalidad se reduce en casi dos puntos con respecto a un año antes.**

## EMPLEO ESTIMADO

Primer trimestre 2007

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	990,0	68,2	7,4	5,2	0,5	4,9
No agrarios	19.079,3	-0,7	0,0	664,0	3,6	95,1
<i>Industria</i>	3.265,3	-54,5	-1,6	-8,3	-0,3	16,3
<i>Construcción</i>	2.664,7	41,5	1,6	228,0	9,4	13,3
<i>Servicios</i>	13.149,3	12,3	0,1	444,3	3,5	65,5
<b>Por empleadores</b>						
Sector privado	17.137,0	43,2	0,3	600,2	3,6	85,4
Sector público	2.932,2	24,2	0,8	68,9	2,4	14,6
<b>Por situación profesional</b>						
Asalariados	16.514,5	48,4	0,3	625,6	3,9	82,3
<i>Contrato indefinido</i>	11.237,7	340,3	3,1	644,7	6,1	56,0
<i>Contrato temporal</i>	5.276,8	-291,9	-5,2	-19,1	-0,4	26,3
No asalariados	3.541,6	17,4	0,5	60,1	1,7	17,6
<i>Empresarios empleadores</i>	1.084,0	-3,8	-0,3	31,2	3,0	5,4
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.200,4	5,0	0,2	49,8	2,3	11,0
<i>Ayudas familiares</i>	257,2	16,2	6,7	-20,9	-7,5	1,3
Otros	13,1	1,6	13,9	-16,6	-55,9	0,1
<b>Por tiempo de ocupación</b>						
A tiempo completo	17.574,4	-53,8	-0,3	588,1	3,5	87,6
A tiempo parcial	2.494,8	121,2	5,1	80,9	3,4	12,4
<b>Por sexos</b>						
Varones	11.854,6	23,3	0,2	279,0	2,4	59,1
Mujeres	8.214,7	44,2	0,5	390,2	5,0	40,9
<b>TOTAL</b>	<b>20.069,2</b>	<b>67,4</b>	<b>0,3</b>	<b>669,1</b>	<b>3,4</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

### El paro se reduce en 80.000 personas en los últimos doce meses.

to y el Empleo». Pero se trata de una mejora claramente insuficiente todavía, teniendo en cuenta la distancia existente con la media de la Unión Europea, que registra una tasa de temporalidad inferior al 14%.

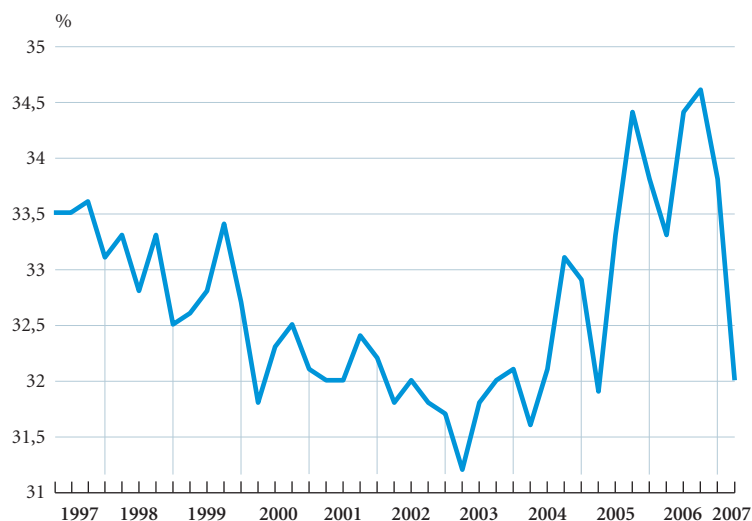
La población activa aumentó en cerca de 589.000 personas, menos pues que el empleo, con lo cual el paro estimado pudo reducirse en cerca de 80.000 cerrándose el trimestre con 1.856.100 desempleados. La tasa de paro se situó en el 8,5% de la

población activa, seis décimas menos que un año antes, pero ligeramente superior a la del trimestre precedente. Por otra parte, la tasa de actividad sobre la población mayor de 16 años se mantuvo en el 58,6%, igual que en el cuarto trimestre y seis décimas por encima de la correspondiente a un año antes.

El paro abunda en mayor proporción entre la población femenina (11,4% sobre la población activa) que en la masculina (6,3%) y entre los menores de 25 años

## DISMINUYE LA PROPORCIÓN DE EMPLEOS TEMPORALES

Trabajadores con contrato temporal sobre el total de asalariados



FUENTES: INE y elaboración propia.

## PARO ESTIMADO

Primer trimestre 2007

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro % sobre población activa
		Absoluta	%	Absoluta	%		
<b>Por sexos</b>							
Hombres	800,1	36,3	4,8	-46,3	-5,5	43,1	6,3
Mujeres	1.056,0	9,1	0,9	-33,4	-3,1	56,9	11,4
<b>Por edades</b>							
Menores de 25 años	423,1	-11,0	-2,5	-31,1	-6,8	22,8	17,8
Resto	1.433,0	56,4	4,1	-48,6	-3,3	77,2	7,3
<b>Por situación personal</b>							
Paro de larga duración	550,8	27,7	5,3	20,0	3,8	29,7	-
Buscan primer empleo	185,4	-16,4	-8,1	-18,3	-9,0	10,0	-
Resto	1.119,9	34,1	3,1	-81,4	-6,8	60,3	-
<b>TOTAL</b>	<b>1.856,1</b>	<b>45,4</b>	<b>2,5</b>	<b>-79,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>100,0</b>	<b>8,5</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

(17,8%) en comparación con el resto de edades (7,3%). Desde la perspectiva territorial, el ranking del desempleo lo encabezan Extremadura y Andalucía, con tasas de paro del 13,0% y 12,5%, respec-

tivamente, y lo cierran Cataluña, País Vasco y La Rioja (las tres comunidades con el 6,7%), junto con Madrid (6,6%), Aragón (5,7%) y Navarra (5,1%).

**Extremadura y Andalucía encabezan el ranking del desempleo.**

## Precios

**La tasa de variación interanual del IPC baja levemente hasta el 2,4% en abril.**

**La recuperación de la demanda de pollo, una vez superados los temores a la gripe aviar, provoca un subidón del 19% respecto a abril de 2006.**

### Los productos energéticos permiten un leve descenso del IPC en abril

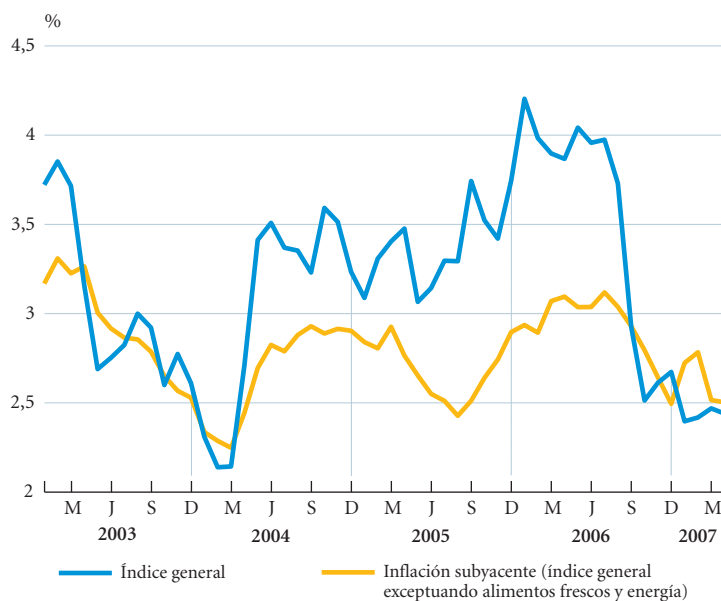
Un repunte mayor de lo esperado de los precios de los alimentos frescos impidió un mayor descenso del índice de precios de consumo (IPC) en abril. Los alimentos sin elaborar aceleraron sus precios, casi doblando la tasa de variación interanual desde el 3,5% registrado en enero hasta el 6,4% en abril. Quizás el caso más claro sea el de la carne de pollo. En abril de 2006, el precio de la carne de ave presentaba una caída del 9,6% en relación con doce meses antes. La crisis de la gripe aviar produjo una fuerte baja de la demanda por un temor de contagio del virus. La recuperación de la demanda, una vez superados dicho temores, ha provocado subidas en

el pollo hasta el 19,0%, dada la limitada oferta existente. En el mismo mes de abril de 2007 los precios en las lonjas de origen alcanzaron máximos históricos, por lo que la tendencia alcista podría proseguir en el futuro inmediato.

Por suerte, en abril el efecto de los combustibles y lubricantes fue favorable, y permitió una liviana moderación del índice de precios de consumo. En efecto, los carburantes y combustibles contribuyeron en algo más de una décima a la bajada del IPC en abril, después de haberlo hecho en una cantidad similar pero de signo contrario en marzo. Es destacable el descenso del precio del gas, que de subidas del 24% hace un año pasó a una baja interanual del 3% en abril.

### MANTENIMIENTO DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

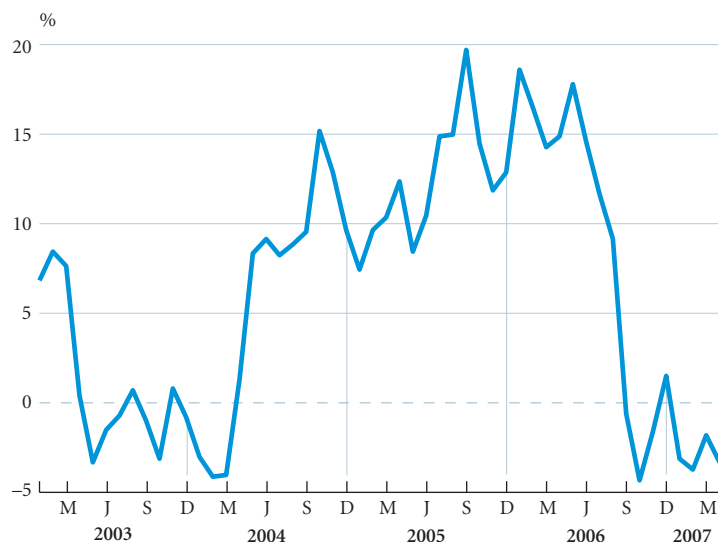
## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	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	1,4	1,5	2,4
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.

## DESCENSO DEL PRECIO DE LOS CARBURANTES Y COMBUSTIBLES

Variación interanual de los precios de carburantes y combustibles



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

De hecho, después del decremento experimentado por el IPC en enero de este año, cuando pasó del 2,7% al 2,4%, la inflación medida por los precios de consumo se ha mantenido en torno a este nivel. El núcleo más estable de la inflación, la

denominada inflación subyacente, que excluye a los productos energéticos y a los alimentos sin elaborar, permaneció en el 2,5% en abril, mostrando la resistencia a la baja de la inflación.

**La inflación subyacente se resiste a bajar.**



## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Abril

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual		
		2006	2007	2006	2007	2006	2007	
<b>Por clases de gasto</b>								
Alimentos y bebidas no alcohólicas	102,4	0,2	0,6	0,9	1,0	3,5	3,2	
Bebidas alcohólicas y tabaco	106,9	0,3	0,1	0,6	5,4	2,2	6,3	
Vestido y calzado	105,6	9,3	9,3	-1,1	-1,3	1,3	1,0	
Vivienda	103,1	1,1	0,3	4,3	2,5	7,2	3,2	
Menaje	102,5	0,7	0,8	1,1	1,1	2,7	2,6	
Medicina	97,6	0,4	0,4	0,7	-3,0	1,3	-2,1	
Transporte	101,4	1,5	1,4	4,3	3,1	6,7	0,7	
Comunicaciones	100,5	-0,2	-0,2	-0,4	1,4	-1,2	0,3	
Ocio y cultura	99,9	1,0	0,6	-0,6	-0,4	1,1	-0,4	
Enseñanza	103,5	0,1	0,0	0,3	0,5	3,9	4,5	
Hoteles, cafés y restaurantes	104,5	0,9	1,2	2,6	3,2	4,8	5,0	
Otros	103,2	0,3	0,3	2,7	2,3	3,4	3,5	
<b>Agrupaciones</b>								
Alimentos con elaboración	102,4	0,3	0,2	2,0	2,0	3,9	2,2	
Alimentos sin elaboración	103,8	-0,1	1,1	-1,4	0,4	2,1	6,4	
Conjunto no alimentario	102,6	1,8	1,7	2,1	1,6	4,0	2,0	
Bienes industriales	101,7	2,9	2,6	2,0	0,8	4,0	0,3	
<i>Productos energéticos</i>	100,2	3,1	1,9	8,0	3,8	12,2	-1,5	
<i>Carburantes y combustibles</i>	99,1	4,1	2,5	9,3	4,1	15,0	-3,1	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	102,2	2,8	2,9	0,1	-0,2	1,4	0,9	
Servicios	103,6	0,7	0,7	2,2	2,4	4,1	3,9	
Inflación subyacente (**)	102,9	1,4	1,3	1,4	1,4	3,1	2,5	
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>102,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>3,9</b>	<b>2,4</b>	

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

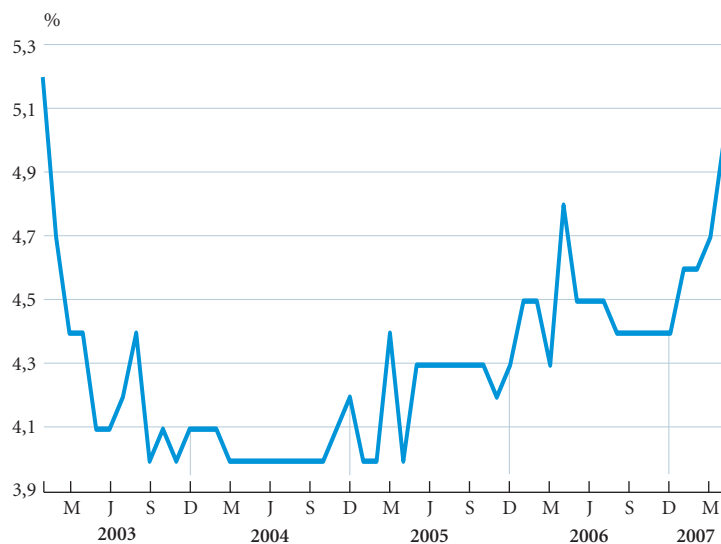
**Los precios de los hoteles, restaurantes y cafés, impulsados por la demanda turística, suben el 5% en un año, doblando al IPC general.**

Esta persistencia se concentra sobre todo en los servicios, que en general están resguardados de la competencia exterior. El conjunto de los servicios siguió en el 3,9% en abril. No obstante, algunas ramas, como los hoteles, restaurantes y cafés, mostraron tensiones, impulsados por la demanda turística. Así, el índice de estos subsectores subió un 5,0% en los doce últimos meses, por encima de la media y más que doblando el IPC general. En cambio, los viajes organizados se moderaron hasta el 0,3%.

Menos mal que la disciplina de los mercados internacionales mantiene deprimidos los precios de los bienes industriales no energéticos por debajo del 1%. No obstante, en abril la tasa de variación interanual de estos bienes experimentó un leve incremento hasta el 0,9%. Este aumento fue contrarrestado por una leve desaceleración de los precios de los alimentos elaborados hasta el 2,2% en relación con abril de 2006. En este apartado cabe mencionar que el aceite continuó la tendencia descendente hasta mostrar una caída interanual del 21,9%.

## PERSISTEN LAS TENSIONES INFLACIONISTAS EN ALGUNOS SERVICIOS

Variación interanual de los precios de hoteles, cafés y restaurantes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

En este contexto, ¿va a continuar el descenso de la tasa interanual del IPC? Las tendencias de los componentes muestran que todavía es posible arañar alguna décima. Sin embargo, en el segundo semestre probablemente la inflación remontará debido al efecto de base de los carburantes por la bajada de los precios de éstos en la segunda mitad de 2006. Posiblemente, la ralentización del consumo, alentada por la subida de los tipos de interés del Banco Central Europeo iniciada en diciembre de 2005, no será suficiente para evitar un repunte del IPC en el segundo semestre, de modo que podría finalizar 2007 en un nivel similar al del año anterior.

La tasa de inflación de los precios de consumo en términos armonizados con la Unión Europea continuó en el 2,5% en abril. De esta forma, el diferencial de inflación con la eurozona quedó invariado en 0,6 puntos.

### Leve moderación de los precios mayoristas

Los precios mayoristas en general han tendido a moderarse ligeramente. No obstante, la relativamente alta inflación de los bienes intermedios, reflejo del encarecimiento de las materias primas en los mercados internacionales, y algunas tensiones en los mercados agrarios de origen pueden suponer resistencias a la contención de la inflación.

En abril, el índice general de los precios industriales experimentó una variación interanual del 2,7%, una décima menos que en el mes anterior. Esta desaceleración fue debida en buena parte a una mayor caída de los bienes energéticos hasta el 2,6% con relación a abril de 2006. La reducción de la tasa de variación interanual de la producción y distribución de energía eléctrica y gas del 5,2% al 3,8% contribuyó favorablemente.

La tasa de variación interanual de los bienes de equipo también se ralentizó ligeramente al pasar al 3,2%. Por el contra-

**El IPC todavía podría arañar algunas décimas, pero seguramente rebotará en el segundo semestre.**

**La tasa de inflación interanual de los precios industriales baja una décima en abril hasta el 2,7%.**

## 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	
<b>2006</b>											
Marzo	-10,2	5,8	3,3	2,0	4,6	16,4	7,2	3,5	-0,1	5,2	-
Abril	-8,1	5,7	2,9	2,2	5,1	15,4	7,4	2,6	-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	1,0	-0,6	7,3	-
Julio	0,7	6,4	3,6	2,4	7,0	13,9	5,9	0,6	-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	-
<b>2007</b>											
Enero	-6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	-1,2	0,7	0,4	-0,3	7,6	-
Febrero	-6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	-2,5	0,0	0,1	-0,2	7,0	3,3
Marzo	1,4	2,8	1,7	3,3	6,3	-1,6	-0,1	0,3	-0,3	6,1	-
Abril	...	2,7	2,2	3,2	6,4	-2,6	...	...	...	...	...

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

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

### Gracias al fortalecimiento del euro los productos importados ayudan a contener la inflación.

rio, los bienes de consumo subieron el 2,2% en los doce últimos meses hasta abril, 5 décimas más que en el mes precedente, debido a un repunte de los no duraderos. Por su parte, los bienes intermedios siguen mostrando una persistente inflación, con un alza interanual del 6,4%.

Por otro lado, gracias al fortalecimiento del euro los productos importados contribuyen a contener la inflación. Según los datos proporcionados por la encuesta del Instituto Nacional de Estadística a las empresas importadoras, el índice de precios de importación experimentó una ligera caída del 0,1% en los doce últimos meses hasta marzo, continuando la tendencia a la desaceleración.

Por componentes, no obstante, la situación es diversa. Tanto los bienes de consumo como los de equipo mostraron tasas de variación de sus precios muy bajas, pero mientras que los precios de los bie-

nes de capital descendieron el 0,3% en el último año, los de los bienes de consumo subieron esta cantidad. Esto, a su vez, es la resultante de una subida de los bienes de consumo no duradero del 0,9% y de una baja del 1,7% de los duraderos. Por su parte, los precios de los productos energéticos importados cayeron el 10,6% respecto a marzo de 2006, mientras que el resto de bienes intermedios se elevó el 6,1% en el mismo periodo debido al fuerte encarecimiento de las materias primas.

Por lo referente a los productos agrarios en origen, en marzo se produjo un repunte de los precios que revirtió la caída interanual de los meses anteriores. Así, los precios percibidos por los agricultores se elevaron el 1,4% en marzo con relación al mismo mes del año anterior. Aunque todos los principales componentes tendieron a remontar, destaca la subida interanual de los productos ganaderos hasta el 5,1%.

## Sector exterior

### Déficit comercial: las exportaciones reaccionan

El déficit comercial de marzo fue de 7.804 millones de euros, algo superior al dato de febrero. Sin embargo, en el total del mes, las exportaciones crecieron un 3,9% interanual, claramente por encima de las importaciones, que mostraron un avance del 2,7%. En términos reales, sin considerar los cambios en precios, las diferencias fueron mayores, con las exportaciones

avanzando un 1,9% interanual frente al estancamiento importador.

En los doce meses hasta marzo el déficit fue de 90.888 millones de euros, ligeramente inferior al registro de febrero, aunque ayudado por unas menores importaciones de energía. El déficit no energético del periodo fue de 58.272 millones de euros, un 8,3% más que en el mismo periodo del año anterior, pero intensificando su ralentización ya que hasta noviembre

**El déficit comercial se estabiliza gracias a las exportaciones.**

### COMERCIO EXTERIOR

Acumulado 12 últimos meses hasta marzo 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	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	39.767	12,3	15,1	7.151	0,9	4,1	-32.616	18,0
Bienes de consumo	73.088	4,7	27,7	63.981	6,0	37,0	-9.107	87,5
<i>Alimenticios</i>	14.902	4,1	5,7	20.344	7,7	11,8	5.441	136,5
<i>No alimenticios</i>	58.185	4,8	22,1	43.637	5,2	25,3	-14.548	75,0
Bienes de capital	28.823	2,9	10,9	16.875	4,1	9,8	-11.949	58,5
Bienes intermedios no energéticos	122.017	12,3	46,3	84.800	11,3	49,1	-37.216	69,5
<b>Por áreas geográficas</b>								
Zona del euro	128.789	6,0	48,8	98.008	7,9	56,7	-30.781	76,1
Resto Unión Europea 25	26.299	7,0	10,0	24.761	6,0	14,3	-1.538	94,2
Rusia	7.567	35,9	2,9	1.647	37,8	1,0	-5.920	21,8
EEUU	8.601	4,2	3,3	7.617	14,5	4,4	-983	88,6
China	15.526	27,1	5,9	1.688	3,8	1,0	-13.839	10,9
Japón	5.970	3,2	2,3	1.332	8,5	0,8	-4.637	22,3
Resto Asia	14.432	16,5	5,5	4.387	6,8	2,5	-10.044	30,4
OPEP	21.958	11,5	8,3	4.567	2,1	2,6	-17.391	20,8
América Latina	14.716	15,3	5,6	10.518	18,7	6,1	-4.197	71,5
Resto	19.838	3,2	7,5	18.281	4,7	10,6	-1.557	92,2
<b>TOTAL</b>	<b>263.695</b>	<b>9,0</b>	<b>100,0</b>	<b>172.807</b>	<b>8,1</b>	<b>100,0</b>	<b>-90.888</b>	<b>65,5</b>

FUENTES: Departamento de Aduanas Especiales y elaboración propia.

**En términos reales el crecimiento de las exportaciones supera al de las importaciones.**

de 2006 la norma habían sido incrementos de dos dígitos. Las exportaciones no energéticas de dicho periodo crecieron un 8,5% interanual, superando a los avances importadores (8,4%) por primera vez desde inicios de 2003. Abundando en este sentido, en términos reales, la última tendencia de las exportaciones es de aceleración mientras que las importaciones mantienen sus avances, aunque su crecimiento es un poco más rápido.

Este despertar exportador se concretó, por sectores, en los productos químicos, bienes de consumo duradero, semimanufacturas no químicas y alimentos, que crecieron por encima de los dos dígitos en términos interanuales. La cruz estuvo en los bienes de equipo y los automóviles, que a pesar de representar en marzo cerca del 40% del total de las ventas al exterior, sólo ganaron un 2,4% y un 0,1% interanual, respectivamente. En el campo importador, los mayores aumentos correspondieron a las materias primas y a las manufacturas no químicas, mientras que la mayor partida importadora, los bienes de equipo, se incrementó en un 7,8% interanual.

Por áreas geográficas, en el periodo de los últimos doce meses hasta marzo, el déficit con la zona del euro llegó a los 30.781 millones de euros, algo menor que el registro de febrero. Esta moderación del déficit, fruto en parte del incremento de la demanda en la región, también se dio en los tres primeros meses del año, que arrojaron un déficit de 2.354 millones de euros frente a los 2.427 millones del mismo periodo del año anterior. También se redujo ligeramente el déficit bilateral con Estados Unidos, que quedó en 983 millones de euros, mientras que la balanza deficitaria con América Latina fue de 4.197 millones, en línea con los niveles alcanzados en 2006. Donde sigue el deterioro es con Extremo Oriente, con excepción de

Japón, donde el déficit permanece estable. El déficit con China de los últimos doce meses hasta marzo llegó a los 13.839 millones de euros, un 27% por encima a los valores del año pasado, mientras que el déficit con el resto de Asia (sin Japón, China y países de la OPEP) llegó a los 10.044 millones, un incremento del 16,5% interanual.

### **Balanza de pagos: la leve mejora del déficit comercial no compensa las salidas de transferencias**

En febrero, el déficit de la balanza por cuenta corriente fue de 8.991 millones de euros, ligeramente superior al valor del mes previo (8.622 millones). Sin embargo, el déficit comercial del mismo periodo fue de 6.021 millones de euros, 430 millones inferior al de enero y un 10% por debajo de la media de 2006. El déficit corriente aumentó a causa de la continuada disminución del superávit de servicios, y, sobre todo, por la intensificación del deterioro de la balanza de transferencias corrientes. Tampoco ayudó la balanza de rentas, cuyo saldo negativo de 1.939 millones de euros superó en casi un 11% los valores típicos de 2006.

En la cuenta financiera, los flujos de entrada de inversión directa superaron a las salidas por primera vez desde noviembre de 2005, aunque más por la disminución de las primeras que por el aumento de las segundas. Todo ello arrojó un saldo positivo de 1.403 millones de euros.

Desde un punto de vista más tendencial, en los últimos doce meses hasta febrero de 2007, el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente se amplió hasta los 88.177 millones de euros, 19.267 millones más que en el mismo periodo del año anterior. Un deterioro que lleva, sin embargo, camino de estabilizarse, ya que prácti-

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

**El déficit de la balanza por cuenta corriente llega a los 88.000 millones de euros.**

camente repitió los valores de enero. El crecimiento del déficit comercial representó un 53,1% del incremento del déficit por cuenta corriente. Participación que va evolucionando a la baja mientras que el aumento de las salidas netas por transferencias corrientes ya alcanza el 20,1%, cuando hace un año su contribución era prácticamente inexistente. También la balanza de rentas, que viene a poner el resto, dobla su contribución negativa respecto al mismo periodo del año anterior.

Por lo que respecta a la cuenta financiera, en los doce meses hasta febrero, las salidas netas de inversión directa se redujeron a 30.313 millones de euros, una disminución sustancial respecto a los 56.614 millones de enero motivada, en su mayor parte, por efectos de base y por cierta ralentización de las inversiones españolas en el exterior. Por su parte, las entradas siguieron estables en un nivel que sigue por debajo de lo que fue norma en 2005 y la primera mitad de 2006.

**La mejora del déficit comercial es superada por el aumento de las salidas netas de transferencias corrientes.**

## BALANZA DE PAGOS

Febrero 2007

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo	% variación anual	Saldo	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-12.473	7,5	-81.013	-10.229	14,5
Servicios					
<i>Turismo</i>	2.940	1,4	27.486	1.070	4,0
<i>Otros servicios</i>	-1.169	-11,8	-5.145	-199	4,0
Total	1.771	12,6	22.341	871	4,1
Rentas	-3.889	84,4	-22.763	-6.030	36,0
Transferencias	-3.011	48,9	-6.743	-3.880	135,5
<b>Total</b>	<b>-17.602</b>	<b>24,3</b>	<b>-88.177</b>	<b>-19.267</b>	<b>28,0</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.432</b>	<b>107,7</b>	<b>6.917</b>	<b>-1.381</b>	<b>-16,6</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-702	-97,3	-30.313	8.147	-21,2
Inversiones de cartera	34.424	-9,1	194.873	117.968	153,4
Otras inversiones	-10.114	-174,9	-59.130	-91.063	-285,2
<b>Total</b>	<b>23.608</b>	<b>-7,2</b>	<b>105.431</b>	<b>34.768</b>	<b>49,2</b>
Errores y omisiones	-855	-65,9	-1.257	2.662	-67,9
Variación de activos del Banco de España	-6.582	-	-22.913	-16.781	-

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.

## Remesas a Latinoamérica: ¿maná caído del cielo?

Latinoamérica recibe más remesas que ninguna otra región del mundo. Según datos del Banco Mundial, fueron 48.000 millones de dólares en 2005, una cifra equivalente al 2% del PIB de la región o al 70% de la inversión extranjera directa que recibe y ocho veces superior a la ayuda oficial al desarrollo (véase tabla inferior). Se trata de una cantidad que se ha multiplicado por diez, en términos reales, en los últimos veinte años. En valores absolutos, México es el mayor receptor de remesas de la región y del mundo; en términos relativos, sin embargo, lo superan otros países centroamericanos como Honduras, El Salvador y Nicaragua, donde una proporción mucho mayor de la población es emigrante (gráfico inferior). Con estas cifras, no debe sorprendernos que el fenómeno de las remesas haya despertado el interés de académicos, instituciones financieras internacionales, gobiernos y bancos. Uno de los aspectos más estudiados ha sido su impacto sobre el desarrollo económico de los países receptores.

### LATINOAMÉRICA: FLUJOS DE REMESAS, INVERSIÓN DIRECTA Y AYUDA OFICIAL

Año 2005

Millones de dólares de EEUU

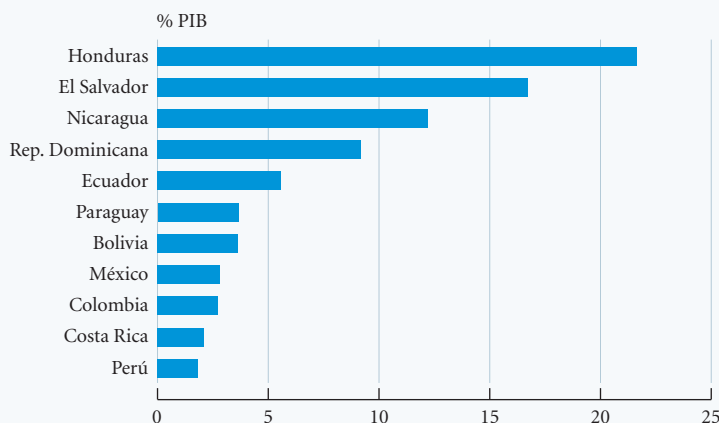
	Remesas	Inversión extranjera directa	Ayuda oficial al desarrollo
Latinoamérica y Caribe	48.201	70.017	6.308
Asia del Este y Pacífico	45.053	96.898	9.496
Sudasia	35.558	9.869	9.260
Europa y Asia Central	31.363	73.687	5.731
África del Norte y Oriente Medio	24.001	13.765	26.946
África Subsahariana	8.728	16.559	32.620

FUENTE: Banco Mundial.

### DESTACA EL PESO DE LAS REMESAS EN LAS ECONOMÍAS DE CENTROAMÉRICA

Año 2005

Remesas recibidas



NOTA: El gráfico incluye aquellos países donde el peso de las remesas excede el 1% del PIB en 2005.

FUENTE: Banco Mundial.

Parece lógico esperar que las remesas disminuyan la pobreza absoluta –medida, por ejemplo, como la proporción de la población con unos ingresos inferiores a 2 dólares por día (esta ratio de pobreza alcanza el 22% en Latinoamérica). Al fin y al cabo, las remesas son transferencias directas de renta que seguramente benefician sobre todo a aquellos que más lo necesitan. Los datos parecen confirmar esta intuición: estudios que utilizan encuestas a hogares para calcular ratios de pobreza incluyendo y excluyendo las rentas provenientes de remesas indican que, en la mayoría de los casos, la ratio se reduce fuertemente con las remesas (de 3 a 5 puntos porcentuales), especialmente en países donde los emigrantes provienen de las capas sociales más bajas como México o El Salvador. Es curioso que en algunos países no son los más necesitados los que más remesas reciben. En Perú o Nicaragua, por ejemplo, entre el 35 y el 40% de los receptores de remesas pertenecen al 20% de la población con mayores ingresos. Lógicamente, en estos países el impacto de las remesas sobre la pobreza es mucho menor.

Estos cálculos, sin embargo, no tienen en cuenta que las remesas reemplazan, al menos en parte, los ingresos que los emigrantes hubieran podido conseguir en su país de origen. Un análisis más completo requeriría estimar la renta de los hogares en un escenario de «no emigración», calcular la ratio de pobreza asociada a tal situación, y compararla con la ratio que se obtiene con migración y remesas. Los resultados de este ejercicio, que ha llevado a cabo el Banco Mundial,<sup>(1)</sup> confirman que la emigración y las remesas tienden a disminuir la pobreza pero que la magnitud del efecto, en contraste con otros estudios, es relativamente modesta: un aumento de las remesas en un 1% del PIB reduce la ratio de pobreza en 0,3 puntos porcentuales.

También se constata que los hogares que reciben remesas tienden a gastar más en vivienda, educación y salud. Son buenas noticias pues se trata de un tipo de gasto que puede aumentar la productividad de los trabajadores y, por lo tanto, sus salarios. El efecto parece ser más pronunciado en los hogares de clase media y media-alta.

Es bien sabido que el crecimiento del PIB de los países en desarrollo es mucho más volátil que el de los países avanzados. En otras palabras, los ciclos económicos son más pronunciados. En este contexto, las remesas podrían tener un importante papel de estabilización. La mayoría de estudios concluyen que las remesas tienden, efectivamente, a ser contracíclicas y, por tanto, reducen la volatilidad del PIB.<sup>(2)</sup> De todas maneras, de la falta de robustez de los resultados se puede deducir que no todas las remesas son puramente altruistas. Una parte de ellas parece responder a la existencia de oportunidades de inversión en las economías receptoras y se comporta, tal y como los flujos privados de capital estándar, de manera procíclica.

No todo lo asociado a las remesas, sin embargo, son beneficios. Por ejemplo, los miembros de los hogares que reciben remesas tienden a participar menos en el mercado de trabajo (véase gráfico siguiente). En México, el efecto es enorme: mientras el 90% de hombres adultos en edad de trabajar que no recibe remesas forma parte de la fuerza laboral, sólo el 60% de los que reciben remesas lo hace. Al parecer, las remesas hacen aumentar el salario de reserva: el nivel mínimo necesario para que estos adultos estén dispuestos a trabajar. Por otra parte, también hay indicios de que un volumen importante de remesas provoca una pérdida de competitividad del sector exportador.<sup>(3)</sup> Ocurre así: parte de las remesas se gasta en bienes no comerciables, como algunos servicios, y parte en bienes que sí lo son. Ello tiende a aumentar el precio de los primeros más que el de los segundos, ya que estos últimos se pueden importar. El aumento del precio relativo de los bienes no comerciables mejora, a su vez, los beneficios de este sector y crea un incentivo a su expansión, lo que tiende a aumentar los salarios y causa una pérdida de competitividad en el sector exportador.

(1) Banco Mundial (2007). *Close to Home: The Development Impact of Remittances in Latin America*, Washington DC.

(2) Por ejemplo, Sayan, S. (2006). «*Business Cycles and Worker's Remittances: How Do Migrant Workers Respond to Cyclical Movements of GDP at Home?*», IMF Working Paper No. 06/52.

(3) Acosta, P., Lartey, E. y F. Mandelman (2007). «*Remittances and Dutch Disease*», Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 2007-8.

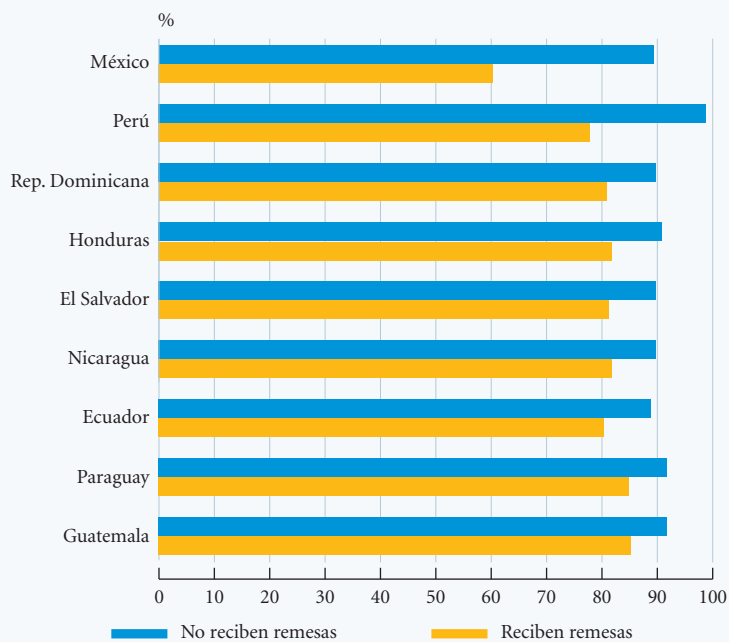


El impacto neto de este conjunto de efectos contrapuestos sobre el crecimiento económico de las economías receptoras de remesas parece ser incierto. Paola Giuliano y Marta Ruiz-Arranz, por ejemplo, no encuentran un efecto significativo de las remesas sobre el crecimiento.<sup>(4)</sup> El estudio del Banco Mundial citado antes, en cambio, concluye que el impacto sí es estadísticamente significativo aunque económicamente no lo es tanto: un aumento en las remesas de un 1% del PIB tiende a aumentar la tasa de crecimiento del PIB en 0,1-0,2 puntos porcentuales.

En definitiva, los estudios empíricos disponibles sugieren que el impacto de las remesas sobre la reducción de la pobreza y el aumento del crecimiento económico, aunque quizás positivo, es muy modesto: migración y remesas no pueden reemplazar a unas buenas políticas económicas y unas instituciones de calidad como motor de un crecimiento sostenido.

### BAJA LA PARTICIPACIÓN LABORAL DE LOS HOMBRES QUE RECIBEN REMESAS

Año 2004  
Tasa de actividad masculina



NOTA: Incluye hombres entre 25 y 59 años.  
FUENTE: Banco Mundial.

(4) Giuliano, P. y M. Ruiz-Arranz (2005). «Remittances, Financial Development and Growth», IMF Working Paper 05/234.

## Ahorro y financiación

### El crédito a empresas y familias continúa moderándose

La subida de los tipos de interés del Banco Central Europeo ha seguido transmitiéndose a los tipos de interés bancarios. Así, en abril el euríbor a un año, utilizado ampliamente como referencia para muchas operaciones de crédito al sector privado, se elevó hasta el 4,25%, recogiendo las expectativas de nuevos aumentos del tipo de interés de referencia del Eurosistema. De esta forma, se colocó 103 puntos básicos por encima del nivel de doce meses antes.

El ascenso de los tipos de interés crediticios ha contribuido a la moderación de la expansión de la financiación a las empresas y familias. Así, los recursos financieros

obtenidos por el sector privado se incrementaron el 21,2% en marzo en relación con el mismo mes del año anterior. Esto supone una ralentización desde la tasa interanual del 24,3% anotada en septiembre de 2006. No obstante, el crecimiento de la financiación sigue siendo alto, el doble del conjunto de la eurozona, estimulado por la buena marcha de la economía.

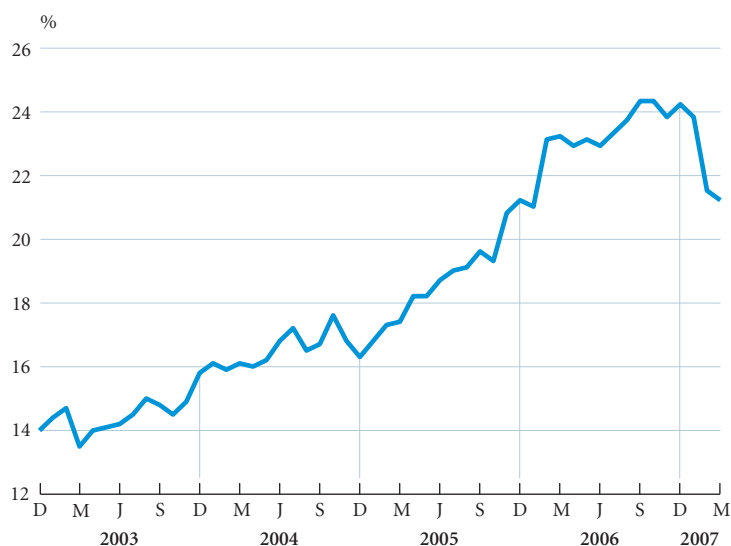
El crédito destinado a los particulares aumentaba a un ritmo anual del 18,4% al final del primer trimestre, 2,9 puntos menos que la tasa correspondiente a marzo de 2006. Esta moderación corresponde mayormente a la financiación de la vivienda, que ha pasado a crecer el 18,7% en marzo de este año, frente al 24,1% de un año antes. En cambio, el resto de préstamos a las familias apenas se ha modera-

**La subida de los tipos de interés crediticios contribuye a la desaceleración de la financiación al sector privado.**

**La ralentización del crédito a las familias se centra en la vivienda.**

### RALENTIZACIÓN DE LA FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO EN EL PRIMER TRIMESTRE

Variación interanual de la financiación al sector privado



FUENTE: Banco de España.

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Marzo 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	81.424	-3.942	-4,6	9.582	13,3	5,2	
Deudores con garantía real (*)	967.512	44.521	4,8	190.932	24,6	61,7	
Otros deudores a plazo	434.695	20.106	4,8	91.749	26,8	27,7	
Deudores a la vista	31.648	-2.474	-7,3	3.720	13,3	2,0	
Arrendamientos financieros	42.103	1.390	3,4	5.580	15,3	2,7	
Créditos dudosos	11.786	951	8,8	1.850	18,6	0,8	
<b>TOTAL</b>	<b>1.569.169</b>	<b>60.553</b>	<b>4,0</b>	<b>303.414</b>	<b>24,0</b>	<b>100,0</b>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**La tasa de morosidad crediticia se coloca cerca del mínimo histórico.**

do, si bien se expandía a un ritmo inferior, el 17,6% en los últimos doce meses hasta marzo. Esta evolución se ha debido en parte a la política de las entidades financieras de impulsar este tipo de crédito para contrarrestar la desaceleración de las hipotecas.

**Los depósitos bancarios no parecen haberse desacelerado.**

Por otro lado, los créditos dudosos de las entidades crediticias subieron el 18,6% en el periodo marzo 2006 - marzo 2007. No obstante, dado que el crecimiento de los activos totales fue superior, la tasa de dudosidad se situó sólo en el 0,75%, úni-

camente 3 centésimas por encima del mínimo histórico de diciembre de 2006.

**El crecimiento de los depósitos bancarios supera al de los créditos**

A diferencia del crédito al sector privado, los depósitos bancarios no parecen haberse desacelerado. En los doce últimos meses hasta marzo de 2007 los depósitos de las empresas y las familias en las entidades crediticias aumentaron el 25,3%, una tasa que es superior en 0,6 puntos porcentua-

## DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Marzo 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	437.071	-10.876	-2,4	39.829	10,0	36,6	
A plazo hasta 2 años	277.671	31.422	12,8	78.422	39,4	23,3	
A plazo a más de 2 años	356.428	23.579	7,1	90.666	34,1	29,9	
Cesiones temporales	81.571	1.116	1,4	10.862	15,4	6,8	
<b>Total</b>	<b>1.152.741</b>	<b>45.242</b>	<b>4,1</b>	<b>219.778</b>	<b>23,6</b>	<b>96,6</b>	
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>40.689</b>	<b>7.972</b>	<b>24,4</b>	<b>21.026</b>	<b>106,9</b>	<b>3,4</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.193.430</b>	<b>53.214</b>	<b>4,7</b>	<b>240.805</b>	<b>25,3</b>	<b>100,0</b>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

les a la correspondiente a diciembre de 2006. Con todo, a pesar de que el crecimiento de los depósitos ha superado al de los créditos por primera vez desde diciembre de 2001, el aumento en términos absolutos de los depósitos sigue siendo insuficiente para financiar los créditos. Esta situación continúa induciendo a las entidades financieras a la emisión de valores para cubrir esta brecha de financiación.

En cuanto a otros activos favoritos de los ahorradores, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios se incrementó el 2,2% en el primer cuatrimestre hasta 259.812 millones de euros, según datos de la asociación de gestoras Inverco. Las modalidades que experimentaron mayores aumentos fueron la renta variable y la renta fija mixta, con alzas del 6%, seguidos de los internacionales, que subieron el 5%. La rentabilidad media de los fondos de inversión mobiliaria en los doce últimos meses hasta abril resultó del 4,95%, más del doble de la inflación en ese periodo.

Por otra parte, el volumen de activos de los fondos de pensiones totalizó al final del primer trimestre 81.944 millones de euros. Esta cifra representa un alza del 10,7% en los doce últimos meses. El rendimiento anual medio ponderado fue del 4,4%, superando ampliamente a la inflación.

### Incremento de la riqueza financiera neta de las familias en 2006

En 2006 los depósitos recuperaron terreno en las carteras de las familias, después de los retrocesos de los tres años anteriores. Así, su peso en los activos financieros de los hogares se elevó hasta el 33,4%, constituyendo, pues, un tercio del total. En 2007 probablemente continuará esta tendencia tras la modificación del régimen fiscal de los productos financieros, que ha igualado el trato fiscal de éstos.

La cartera de renta variable, incluyendo las participaciones en fondos de inversión, siguió ganando peso en el total has-

**El volumen de activos de los fondos de pensiones sube el 11% en los doce últimos meses hasta marzo.**

**En 2006 los depósitos recuperan terreno en las carteras de las familias después de tres años de retrocesos.**

	2006			Variación anual		Variación en 5 años	
	Millones de euros	Estructura en %	% s/PIB	Millones de euros	%	Millones de euros	%
<b>Activos financieros</b>							
Efectivo	88.207	5,0	9,0	8.068	10,1	47.532	116,9
Depósitos	584.974	33,4	59,9	73.659	14,4	179.803	44,4
Valores distintos de acciones	43.047	2,5	4,4	7.816	22,2	17.994	71,8
Acciones y participaciones en fondos de inversión	729.306	41,7	74,7	92.854	14,6	289.830	65,9
Reservas técnicas de seguro	247.765	14,2	25,4	18.317	8,0	87.294	54,4
Otros	57.317	3,3	5,9	10.496	22,4	22.742	65,8
<b>Total</b>	<b>1.750.614</b>	<b>100,0</b>	<b>179,3</b>	<b>211.210</b>	<b>13,7</b>	<b>645.194</b>	<b>58,4</b>
<b>Pasivos financieros</b>							
Préstamos	778.695	93,6	79,8	125.171	19,2	451.136	137,7
Otros	53.593	6,4	5,5	4.963	10,2	2.011	3,9
<b>Total</b>	<b>832.289</b>	<b>100,0</b>	<b>85,3</b>	<b>130.135</b>	<b>18,5</b>	<b>453.147</b>	<b>119,5</b>
<b>Riqueza financiera neta</b>	<b>918.326</b>	<b>-</b>	<b>94,1</b>	<b>81.075</b>	<b>9,7</b>	<b>192.047</b>	<b>26,4</b>

NOTA: Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**Las acciones poseídas directamente por los hogares aumentan su cuota en el total debido a las revalorizaciones.**

ta el 41,7%. Las acciones poseídas directamente por las familias aumentaron su participación en el total en 1,8 puntos hasta el 26,1%. No obstante, esto se debió a las revalorizaciones, ya que se registraron ventas netas tanto de acciones cotizadas como de no cotizadas. Las adquisiciones netas de participaciones en fondos de inversión sí resultaron positivas, pero fueron muy inferiores a los tres años precedentes.

**Los préstamos suben hasta el 125% de la renta disponible familiar, por encima del promedio de la eurozona.**

Los productos vinculados al seguro aumentaron un notable 8,0%, que, no obstante, se colocó por debajo del crecimiento del 13,7% de los activos totales. De esta forma, su cuota en el total disminuyó ligeramente por cuarto año consecutivo. Por modalidades, los más dinámicos fueron los fondos de pensiones, que, sin embargo, también crecieron menos que la media.

**La riqueza financiera neta de las familias se eleva hasta el 94% del producto interior bruto en 2006, tras un descenso en el año anterior.**

Por lo referente al efectivo, en 2006 «sólo» se incrementó el 10,1%, y su participación en el total bajó hasta el 5,0%. No obstante, desde el final de 2001 se elevó el 116,0%, el mayor incremento de las principales rúbricas. Esta extraordinaria variación en cinco años se explica en parte porque ante la entrada en circulación de los billetes en euros a principios de 2002 se redujo la circulación de billetes en pesetas. Sin embargo, desde entonces se produjo una fuerte expansión de los billetes

en circulación, que pudiera estar vinculada a la dinámica de la economía sumergida.

En el otro lado del balance financiero de los hogares, los pasivos financieros ascendieron el 18,5% en 2006, y siguieron aumentando más que los activos. En su mayor parte están constituidos por préstamos, los cuales subieron el 19,2%. El 95% de éstos son a largo plazo, principalmente hipotecas. Respecto a la renta bruta disponible familiar, los préstamos aumentaron hasta el 124,6%, una cifra que se sitúa por debajo del Reino Unido y Estados Unidos, pero es superior al promedio del área del euro. Cabe señalar el fuerte crecimiento experimentado por los préstamos a las familias en los últimos cinco años, del 137,7%, a consecuencia, en parte, de la gran bajada de los tipos de interés que se produjo tras el lanzamiento de la moneda única europea. Los préstamos se elevaron hasta 17.670 euros por persona en 2006.

De este modo, la riqueza financiera de las familias, definida como sus activos financieros menos sus pasivos financieros, se elevó el 9,7% hasta 918.326 millones de euros en 2006. En relación con el producto interior bruto la riqueza financiera de los hogares ascendió hasta el 94,1%, después de un descenso en el año anterior. Per cápita, la riqueza financiera neta resultó de 20.839 euros, un 8,0% más que en 2005.

## Publicaciones del Servicio de Estudios

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

[www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)

Correo electrónico:

[publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto: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](http://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



## INFORME MENSUAL

Junio 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
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>400</b>

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](http://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.



