

Informe Mensual



NÚMERO 305

El cambio climático: certezas e incertidumbres Pág. 13

La actividad humana sin duda afecta al clima. ¿Hasta qué punto?

¿Contener o no contener? Esa es la cuestión Pág. 23

El análisis coste-beneficio, clave en el debate sobre el cambio climático

Política medioambiental para el cambio climático: ¿querer es poder? Pág. 33

¿Cuotas o impuestos para frenar la emisión de gases de efecto invernadero?

Una economía con muchos humos Pág. 49

Los esfuerzos de España para cumplir los compromisos de Kyoto

Previsiones

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

	2006	2007	2008	2006			2007		
				II	III	IV	I	II	III
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
	Previsiones			Previsiones					
Producto interior bruto									
Estados Unidos	2,9	1,7	2,0	3,2	2,4	2,6	1,5	1,9	1,9
Japón	2,2	2,0	1,9	2,2	1,5	2,4	2,6	2,3	2,2
Reino Unido	2,8	2,7	2,3	2,8	3,0	3,1	3,0	3,0	2,7
Zona del euro	2,9	2,5	2,3	2,9	2,8	3,3	3,1	2,5	2,4
<i>Alemania</i>	3,1	2,3	2,1	3,0	3,2	3,9	3,6	2,5	2,0
<i>Francia</i>	2,2	1,6	1,6	2,7	2,1	2,1	1,9	1,3	1,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,2	2,6	2,3	4,0	3,4	2,0	2,4	2,6	2,4
Japón	0,2	0,1	0,2	0,2	0,6	0,3	-0,1	-0,1	0,2
Reino Unido	2,3	2,4	2,1	2,2	2,4	2,7	2,8	2,6	1,9
Zona del euro	2,2	2,0	2,0	2,5	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9
<i>Alemania</i>	1,7	1,9	1,8	1,9	1,6	1,3	1,8	1,9	1,9
<i>Francia</i>	1,7	1,3	1,6	1,9	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
	Previsiones			Previsiones					
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	3,7	3,2	2,7	3,5	3,7	3,7	3,4	3,3	3,2
Consumo de las AAPP	4,8	5,3	4,7	4,0	4,8	5,7	5,7	5,5	5,2
Formación bruta de capital fijo	6,8	6,2	3,7	5,7	6,8	7,0	6,6	6,6	6,1
<i>Bienes de equipo</i>	9,7	12,6	8,9	7,4	11,0	13,0	13,3	13,0	12,5
<i>Construcción</i>	5,9	4,3	1,7	5,5	5,9	5,5	5,2	4,6	4,0
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,1	4,7	3,6	4,5	5,1	5,3	5,0	4,9	4,6
Exportación de bienes y servicios	5,1	4,5	3,3	4,9	4,2	5,7	3,7	4,8	4,9
Importación de bienes y servicios	8,3	6,6	4,8	6,1	7,5	8,9	5,9	6,7	6,7
Producto interior bruto	3,9	3,8	2,9	3,8	3,9	4,0	4,1	4,0	3,8
Otras variables									
Empleo	3,2	3,0	2,1	3,6	2,7	3,1	3,3	3,2	3,0
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,0	8,0	8,5	8,1	8,3	8,5	8,0	7,9
Índice de precios de consumo	3,5	2,5	2,6	3,9	3,5	2,6	2,4	2,4	2,3
Costes laborales unitarios	2,3	2,2	2,3	2,3	1,9	2,4	2,0	2,1	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,8	-9,4	-9,7	-7,7	-9,5	-8,6	-10,2	-9,0	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-8,1	-8,9	-9,3	-7,3	-8,9	-7,4	-9,6	-8,8	
Saldo público (% PIB)	1,8	1,2	0,9						
MERCADOS FINANCIEROS									
	Previsiones			Previsiones					
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	5,0	4,8	4,5	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3	5,0
Repo BCE	2,8	4,3	4,3	2,6	2,9	3,3	3,6	4,0	4,0
Bonos EEUU 10 años	4,8	5,1	5,0	5,1	4,9	4,6	4,7	5,0	4,8
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,8	4,7	4,0	3,9	3,8	4,0	4,6	4,6
Obligaciones 10 años	3,8	4,9	4,8	4,0	3,9	3,8	4,1	4,6	4,6
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,26	1,37	1,32	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35	1,36

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
- 13 *El cambio climático: certezas e incertidumbres*
 - 16 Brasil
 - 18 Argentina
 - 20 Materias primas
- 23 *¿Contener o no contener? Esa es la cuestión*
- 26 Unión Europea
 - 26 Zona del euro
 - 28 Alemania
 - 30 Francia
 - 31 Italia
 - 32 Reino Unido
- 33 *Política medioambiental para el cambio climático: ¿querer es poder?*
- 35 Mercados financieros
 - 35 Mercados monetarios y de capital
- 44 Coyuntura española
 - 44 Actividad económica
- 49 *Una economía con muchos humos*
 - 53 Mercado de trabajo
 - 58 Precios
 - 63 Sector exterior
 - 66 Sector público
 - 68 Ahorro y financiación

Rio de Janeiro, *a cidade maravilhosa*, sirvió de escenario del primer gran acto global del cambio climático. Allí, 191 países, casi todos los del mundo, firmaron la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático en mayo de 1992, en lo que se denominó la «Cumbre de la Tierra». El objetivo de la Convención era «estabilizar las concentraciones de gases de efecto invernadero en la atmósfera situándolas en un nivel que impida interferencias humanas nocivas en el sistema climático». Es decir, como el clima se eleva por culpa de la actividad humana, hay que poner en marcha acciones que frenen el proceso. Se trata de uno de los grandes desafíos actuales. Pero en el momento de la firma de la Convención, a principios de los noventa, el mundo económico apenas se vio preocupado, más atento al fin de la primera guerra del Golfo y a la recesión económica que acababa de atravesar Estados Unidos. Es comprensible. La Convención consistía en una declaración de intenciones y de buenos propósitos, sin apenas consecuencias prácticas.

El segundo acto lo podemos situar en Kyoto, una ciudad que compendia el alma japonesa. Allí se firmó en diciembre de 1997 el llamado Protocolo de Kyoto, un instrumento que pretende materializar algunos de los objetivos de la Convención Marco. En concreto, se pactó cuantificar un objetivo de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero. Muchos países se descolgaron del acuerdo. Estados Unidos lo rechazó explícitamente. En cambio, la Unión Europea (UE) lo adoptó como norma y se comprometió a reducir sus emisiones totales durante el periodo 2008-2012 en un 8% respecto de las de 1990. El Protocolo, muy criticado y puesta en duda su efectividad, cuenta actualmente con 36 estados que tienen obligaciones jurídicamente vinculantes de reducción de las emisiones.

Tercer y último acto hasta ahora: Heiligendamm. El balneario alemán en el Báltico fue escenario en junio de 2007 de una cumbre del G-8, en la que, de forma algo inesperada, los dirigentes de los países más influyentes se comprometieron a reducir a la mitad las emisiones de dióxido de carbono en 2050. Al compromiso se sumaron algunos de los mayores países emergentes: China, la India, Brasil, Sudáfrica y México. Estados Unidos, responsable de la cuarta parte de emisiones mundiales y el gran escéptico de Kyoto, aceptó establecer cuotas. A partir de ahora, las Naciones Unidas acogerán las negociaciones de cómo debe afrontarse la reducción de los gases de efecto invernadero en un nuevo acuerdo global. Muchos interrogantes siguen abiertos, pero esta vez la lucha contra el cambio climático va en serio.

¿Qué deben hacer las empresas? Dicen que a veces hay que hacer de la necesidad virtud. Algunas tienen el camino marcado de antemano. En la UE, la norma que emana del Protocolo de Kyoto ha establecido una serie de reglas del juego para las industrias que emiten gases de efecto invernadero que ya están condicionando su actividad. Otras empresas pueden encontrar en el cambio climático nuevas oportunidades: las expectativas de los fabricantes de plantas de energía eólica, las destilerías de biocombustibles y los suministradores de equipos de generación nuclear, por poner tan sólo algunos ejemplos, han crecido sensiblemente. Otras muchas empresas pueden o se están ya viendo afectadas directamente por el cambio climático, como la confección y la agricultura, o por las medidas que los gobiernos adoptan, como el transporte y la fabricación de automóviles. Incluso grandes instituciones financieras exhiben sus acciones en favor de la reducción de emisiones. Las políticas ante el cambio climático están afectando ya a la estrategia de las empresas y cada vez más formarán parte integral de las decisiones en el mundo económico.

RESUMEN EJECUTIVO

Las crisis financieras son un fenómeno recurrente en la evolución económica internacional.

En agosto se ha desatado una nueva crisis provocada por el temor a los efectos del colapso del mercado de las hipotecas estadounidenses de baja calidad crediticia.

La ingeniería financiera aplicada a este tipo de productos hace que los efectos de la crisis se dejen sentir mucho más allá del territorio americano.

Crisis de confianza en los mercados financieros

«Hay una aguja para cada burbuja, y cuando las dos se encuentran, una nueva ola de inversores aprende lecciones muy antiguas». Así describe el conocido inversor Warren Buffett los finales de los arrebatos especulativos que periódicamente atraviesan los mercados financieros. Recordemos los últimos: desde el *crash* bursátil de 1987 al del año 2000, pasando por la crisis de las entidades de ahorro en Estados Unidos a principios de los noventa, la crisis mexicana de 1994, la crisis asiática de 1997 o la crisis de la deuda rusa y del *hedge fund* Long-Term Capital Management en 1998. Sin olvidar el impacto generado en 2002 con el colapso de Enron. El esqueleto de las crisis es parecido en todas ellas: mercado desmesuradamente alcista con progresivo desprecio del riesgo en una primera etapa; sorpresa desagradable e inesperada que rompe bruscamente esta dinámica; y pérdida de confianza, huida a activos más seguros, problemas de liquidez y restricciones de crédito, en una última etapa, hasta que se considera que la corrección ha sido suficiente.

En agosto se ha desatado una nueva crisis financiera. Hubo un primer aviso a finales de febrero, cuando los mercados se vieron sacudidos por una súbita pérdida de confianza. Pero fue un episodio breve, provocado por los temores a una recesión de la economía estadounidense que rápidamente fueron desechados. Esta vez va en serio. Y la «aguja» a la que alude Warren Buffett es la misma que en febrero: la crisis hipotecaria estadounidense combinada con una ingeniería financiera de tintes insensatos.

Es la crisis de las *subprime*, categoría financiera que agrupa las hipotecas de baja calidad crediticia: aquellas que se otorgan a clientes con menor solvencia, con mayor riesgo de impago o de los que se desconoce realmente su capacidad de afrontar la cuota mensual del crédito. Se trata de un mercado relativamente reducido (alrededor del 13% del total del mercado hipotecario estadounidense) pero que ha tenido un crecimiento muy intenso en los últimos años. Expansión fruto de un *boom* del precio de la vivienda, que relajó las exigencias a la hora de otorgar los créditos, y de la actuación de un grupo de entidades especializadas en estas operaciones, que no son tomadoras de depósitos como los bancos y, por tanto, están sujetas a menores exigencias regulatorias.

El mercado inmobiliario estadounidense se encuentra inmerso desde hace año y medio en la mayor crisis inmobiliaria de los últimos quince años. Un bache de este calibre en la vivienda tradicionalmente era capaz de desarbolar el conjunto de la economía, abocándola a una recesión. Hasta ahora no ha sido así, gracias al vigor del consumo privado y al apoyo de unas condiciones monetarias y financieras muy laxas. Entonces, ¿cómo se explican las súbitas turbulencias en todos los mercados? ¿Por qué la tempestad alcanza a entidades europeas y asiáticas?

La clave está en la ingeniería financiera aplicada, cuyo resultado ha sido la imposibilidad de conocer dónde y cómo está el riesgo de las hipotecas *subprime*. Así, los *mortgage brokers* no mantienen las hipotecas en su balance, sino que las transfieren a bancos comerciales o de inversión, que a su vez las «empaquetan» en bloques y emiten bonos de titulización de deuda que son

—o eran— colocados entre fondos de inversión, compañías de seguros, tesorías, etc. El riesgo, por tanto, está muy fragmentado tanto entre tipos de inversores como geográficamente. El impago de las hipotecas *subprime* no sólo colapsa este mercado, sino que desata una gran incertidumbre porque apenas hay información de dónde están los bonos.

El sistema financiero se asienta sobre la confianza, y esto es lo que se rompe en una crisis como la actual. Numerosas entidades hipotecarias estadounidenses han quebrado, mientras que bancos dentro y fuera de Estados Unidos anuncian quebrantos puntuales. Los inversores se resisten a asumir nuevos riesgos, por lo que se reduce la liquidez, la concesión de crédito se hace muy selectiva y suben los tipos interbancarios. Las bolsas caen y las empresas no financieras encuentran más problemas para emitir valores.

Además, la crisis de confianza llega en un momento crítico. La burbuja estaba muy hinchada. Más de tres años de bolsas hacia arriba, primas de riesgo en mínimos históricos y volatilidades anormalmente bajas acrecentaban la probabilidad de una de las periódicas correcciones por las que siempre acaban pasando los mercados. Pero la prolongada fase expansiva internacional, con el auge de los emergentes, la robustez del consumidor americano, los elevados beneficios empresariales y unas condiciones financieras todavía muy laxas constituían sólidos puntales de un quinquenio económico exuberante.

¿Qué va a suceder ahora? Las primeras consecuencias han sido un aumento de la aversión al riesgo —las primas de riesgo han subido, pero no mucho—, una corrección y aumento de la volatilidad en las bolsas y un descenso de las rentabilidades de la deuda pública. Los bancos centrales ya han entrado en acción para frenar la espiral que supone la huida hacia activos seguros y garantizar la liquidez del sistema. De

prolongarse la crisis, las políticas monetarias deberán relajarse. Ninguna autoridad monetaria desea ser culpada de omisión ante la posibilidad de una quiebra del sistema. Una vez purgados los mercados, será el momento de introducir las reformas regulatorias necesarias que deberían haber evitado la crisis, especialmente en el campo de los sofisticados derivados de crédito, la valoración del riesgo de los mismos y la protección de los consumidores.

¿Qué ocurrirá en la economía real? El *crash* bursátil de 1987, que tanta alarma generó en su momento, pasó casi desapercibido entre los consumidores y las empresas. En cambio, el estallido de la burbuja tecnológica en el 2000 provocó una notable ralentización de la economía mundial. ¿Dónde estamos? En el caso de Estados Unidos, hasta ahora la crisis inmobiliaria había provocado algo parecido a una ralentización de mitad de ciclo. Después de registrar crecimientos del 3% en 2005 y 2006, el producto interior bruto (PIB) del primer trimestre de 2007 aumentó apenas un 1,5%. Pero en el segundo trimestre la actividad experimentó una cierta mejora, ascendiendo un 1,9%.

Diversos elementos inducen a pensar que si las turbulencias financieras se agravan podrían deteriorar notablemente la coyuntura americana. El consumidor estadounidense, puntal de la economía, presenta una tasa de ahorro negativa que llevaría a un importante frenazo del gasto de consumo si la confianza se desploma. Las empresas, tras una prolongada etapa de beneficios y de exuberancia financiera, podrían entrar en una fase de estancamiento de inversión y de creación de empleo. Se trata de un escenario negativo que por el momento descartamos. Por una parte, el recorrido bajista del inmobiliario, en términos macroeconómicos, parece estar próximo a su fin. Por otra parte, la dinámica de gasto de familias y empresas no debería verse muy afectada por los efectos directos de una crisis eminentemente financiera. Por último,

La quiebra de la confianza en los mercados ha provocado problemas de liquidez, aumento de las primas de riesgo, elevación de la volatilidad e intervenciones de urgencia de los bancos centrales.

Las consecuencias sobre la economía real dependerán de la duración y alcance de la crisis.

Cabe esperar un impacto limitado en Estados Unidos en términos de crecimiento del PIB, si bien los riesgos son apreciables.

Un eventual freno de las importaciones americanas ralentizaría el comercio internacional, lo que afectaría a las economías asiáticas y europeas.

En España, el impacto directo de la crisis hipotecaria *subprime* se estima imperceptible.

La economía crece al 4% y la creación de empleo mantiene su vigor, si bien se espera una desaceleración en los próximos trimestres.

las políticas monetaria y fiscal tienen margen de actuación que sin duda será aprovechado en caso de necesidad.

En Japón o Europa, el efecto de las turbulencias financieras debería ser mucho más atenuado y circunscrito al sistema financiero. ¿Dónde están los riesgos? El primero en la eventualidad de una ralentización importante de las importaciones de Estados Unidos, que repercutiría sobre los principales actores del comercio internacional: las economías asiáticas y las europeas. El segundo, en el hecho de que un enfriamiento de las expectativas acompañado por una mayor rigidez de los mercados de crédito no llegaría en un momento oportuno, cuando las economías japonesa y de la eurozona, si bien están creciendo por encima de su potencial, presentan un perfil de desaceleración bastante apreciable. En contrapartida, una ralentización del crecimiento mundial corregiría inmediatamente a la baja los precios de las materias primas, lo cual apoyaría el sostenimiento de las rentas de las economías desarrolladas y permitiría la relajación de las condiciones financieras.

En el caso de España, el impacto directo de la crisis de las hipotecas *subprime* será imperceptible. La economía sigue creciendo vigorosamente, con tasas de avance del PIB del 4%. Es cierto, sin embargo, que el máximo cíclico de la actual fase de crecimiento ha quedado atrás. La actividad se está desacelerando suavemente desde el primer trimestre, tras un ligero repunte al final de 2006. Según el Instituto Nacional de Estadística, la moderación de la actividad económica en el segundo trimestre ha sido debida a la demanda nacional, ya que el sector exterior mantuvo su contribución negativa al PIB en 0,9 puntos porcentuales. La evolución del sector exterior resultó de una aceleración tanto de las exportaciones de bienes y servicios como de las importaciones.

La ralentización de la demanda nacional se debe a la mayoría de sus componentes,

siendo más acentuada en la inversión en construcción. Este sector, de todas formas, crece todavía a un ritmo notable, un 4,6% interanual en el segundo trimestre. La madurez de la prolongada etapa expansiva del sector inmobiliario se hace perceptible ya en el mercado de la vivienda, pero la obra pública y la construcción industrial muestran un notable dinamismo. En contrapartida, la inversión en bienes de equipo se muestra extraordinariamente expansiva, con un aumento del 13,0% en el último año, evidencia palpable de la confianza de las empresas en las perspectivas futuras.

Por su parte, el consumo de los hogares se va moderando de forma acompasada, evolución en la que sin duda puede estar influyendo la subida del tipo de interés, si bien cabe destacar que en julio mejoró un poco la confianza de los consumidores y un indicador relevante, como son las ventas de automóviles, dejó de caer en términos interanuales.

Un importante pilar del gasto de las familias es la creación de empleo, que en la primera mitad del año ha seguido pulsando con fuerza. Según los datos de la contabilidad nacional, el empleo crecía a un ritmo del 3,2% interanual a mediados de 2007, sin muestras de desaceleración en el ritmo de incremento. Sí se percibe una cierta ralentización del mercado de trabajo en los datos más recientes de afiliación a la Seguridad Social y de paro registrado.

En definitiva, las perspectivas de la economía española son de desaceleración a lo largo de los próximos trimestres hasta tasas próximas al 3%, algo con lo que ya contábamos a principios de año. La crisis *subprime* puede hacer alguna mella en el crecimiento americano, quizás afecte algo a la economía internacional, pero no deberá alterar significativamente el curso de la economía española.

30 de agosto de 2007

CRONOLOGÍA

2006

- 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.
- junio** 1 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (15.501,5) con una ganancia acumulada del 9,6% con relación al final de diciembre de 2006.
- 14 El Congreso aprueba una nueva **Ley de defensa de la competencia**, creando la Comisión Nacional de Competencia.
- 21 El Consejo de Ministros de la UE aprueba que **Malta y Chipre adopten el euro como moneda nacional** el 1 de enero de 2008.
- 23 El Consejo Europeo acuerda las líneas básicas para adoptar un nuevo tratado que sustituya al de la **Constitución Europea**.
- julio** 19 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un récord histórico (14.000,4) con un alza del 12,3% en relación con el final del año 2006.
- agosto** 9 El Banco Central Europeo inyecta liquidez extraordinaria en el mercado interbancario, en una primera operación de emergencia para aliviar las tensiones desatadas por la **crisis de las hipotecas subprime** de EEUU.
- 13 La Reserva Federal de EEUU reduce el tipo de interés de descuento del 6,25% al 5,75%, a fin de aliviar los efectos de la **crisis de las hipotecas subprime**.

AGENDA

Septiembre

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
PIB de la UE (segundo trimestre).
- 6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7 Índice de producción industrial (julio).
- 13 IPC (agosto).
- 14 Balanza de pagos (junio).
IPC armonizado de la UE (agosto).
- 18 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 20 Encuesta trimestral de coste laboral (segundo trimestre).
- 25 Precios industriales (agosto).
Ingresos y gastos del Estado (agosto).
- 26 Comercio exterior (julio).
- 28 Avance IPCA (septiembre).

Octubre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 5 Índice de producción industrial (agosto).
- 11 IPC (septiembre).
- 15 Balanza de pagos (julio).
- 16 IPC armonizado de la UE (septiembre).
- 23 Ingresos y gastos del Estado (septiembre).
- 24 Comercio exterior (agosto).
- 25 Precios industriales (septiembre).
- 26 Encuesta de población activa (tercer trimestre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece al 1,8% con menor consumo y más exportaciones.

Una pérdida de la confianza con restricciones de crédito intensificaría la ralentización del consumo.

Estados Unidos: hipotecas *basura* contra consumo familiar

En la campaña electoral de 2004, George Bush exhibía con satisfacción sus logros económicos. No le faltaba razón: su política fiscal expansiva con bajadas de impuestos había minimizado los efectos de un *crash* bursátil de los grandes. Pero la mayor parte de tamaño éxito fue debida a una facilidad de financiación que ni los más leales al presidente esperaban. La laxitud de la Reserva Federal, la globalización comercial y la ingeniería financiera obraron el milagro de la confianza bajando los tipos de interés y especialmente abaratando las primas de riesgo.

El bajo coste del capital que de ello derivó ha contribuido a llevar a máximos los beneficios empresariales, pero la cautela hizo que la inversión no siguiera el mismo camino alcista. Sin embargo, la ayuda estaba en marcha. Desde 2000, los bajos tipos de interés dieron soporte a un ciclo de apreciación de los inmuebles que, por efecto riqueza y por préstamos hipotecarios a tipos ventajosos, alentó a un consumo privado que ha sido el principal protagonista del presente ciclo. Consumo privado y gasto público han elevado el déficit por cuenta corriente por encima del 5% del producto interior bruto (PIB), pero los banqueros centrales asiáticos y la confianza en los activos americanos han facilitado su financiación.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	3,1	2,9	2,4	2,6	1,5	1,9	-
Ventas al por menor	6,6	6,2	5,5	5,0	3,4	4,0	3,2
Confianza del consumidor (1)	100,3	105,9	104,4	106,8	109,9	106,7	112,6
Producción industrial	3,2	4,0	5,1	3,5	2,5	1,7	1,4
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	53,8	50,9	50,8	55,2	53,8
Venta de viviendas unifamiliares	6,5	-18,0	-23,3	-21,9	-24,6	-18,9	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,7	4,5	4,5	4,5	4,6
Precios de consumo	3,4	3,2	3,4	1,9	2,4	2,7	2,4
Balanza comercial (3)	-714,4	-758,5	-777,7	-758,5	-745,6	-729,0	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,6	81,9	79,3	78

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

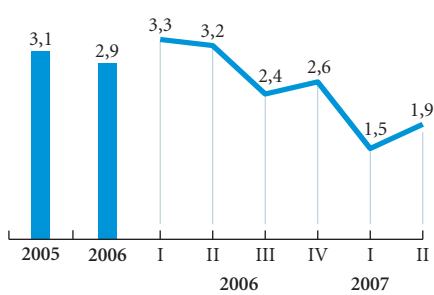
(4) Cambio ponderado por los flujos del comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa.

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

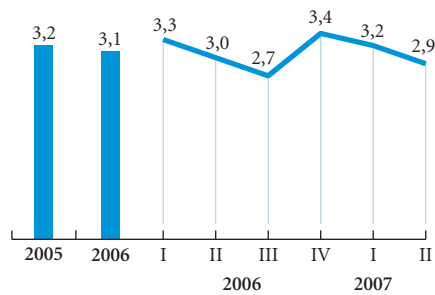
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

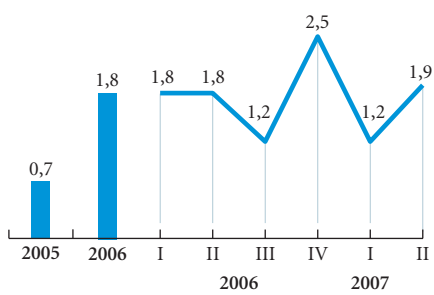
PIB



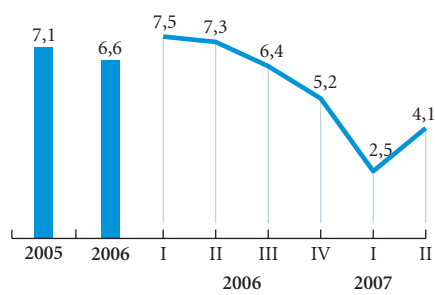
Consumo privado



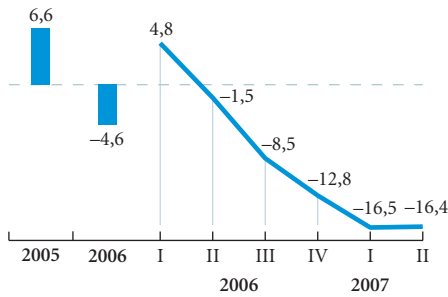
Consumo público



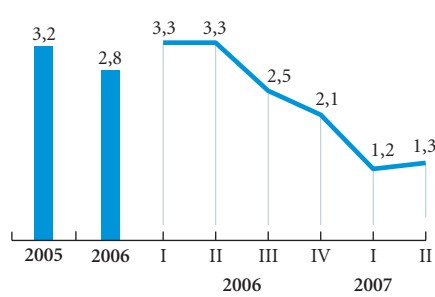
Inversión no residencial



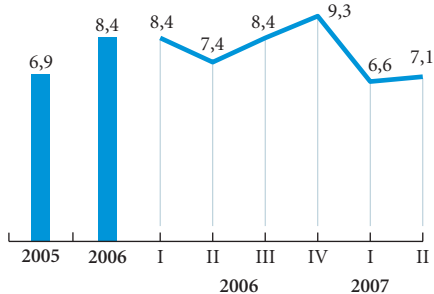
Inversión residencial



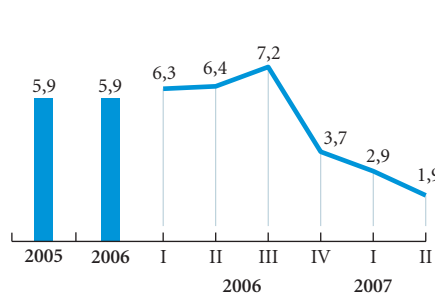
Demanda interna



Exportación de bienes y servicios



Importación de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

Es esta confianza la que ha hecho que petróleo caro, dólar a la baja o subidas de tipos de la Fed no quebraran los ánimos.

Cuando empezaron los problemas con las hipotecas *subprime*, dadas a prestatarios con pocas garantías, el sector de la

La inversión no despega.

vivienda entró en crisis, pero la actividad siguió encontrando apoyos en un consumo privado que seguía tirando. Los datos del PIB del segundo trimestre ilustran, empero, que esto podría estar llegando a su fin. La economía creció un 1,8% interanual con un apreciable repunte respecto al primer trimestre. Pero el repunte es en gran parte debido a la revisión de julio de los trimestres previamente publicados que, esta vez, fue claramente a la baja. Además, el consumo privado acabó cediendo y creció un 2,9% interanual frente al 3,2% del primer trimestre, desaceleración que en términos intertrimestrales anualizados fue mucho más abrupta, pasando del 3,7% al 1,3%. Los descensos se repartieron por igual entre bienes duraderos como coches y mobiliario, más volátiles, y no duraderos, donde la alimentación tuvo importantes retrocesos pero no el consumo de gasolina, y es que los consumidores son conscientes de que esa confianza que ha facilitado su alto endeudamiento está a la baja.

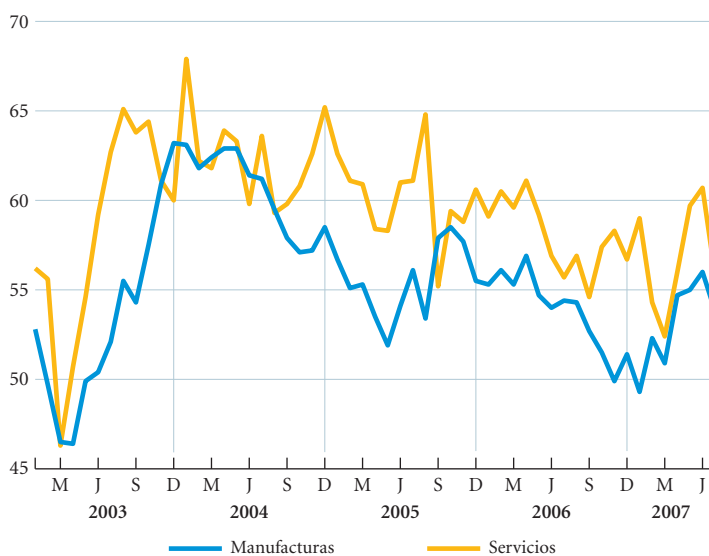
Las ventas minoristas se ralentizan, pero los consumidores son más optimistas que los empresarios.

La inversión en bienes de equipo dejó atrás sin gloria el aciago primer trimestre, con un magro crecimiento del 0,1% interanual. Los descensos en construcción fueron algo menores, pero el importante sector de la informática y las telecomunicaciones no acompañó al tímido rebrote de la industria. Sólo la construcción industrial mostró vigor. La esperada recuperación del sector exterior fue lo mejor del dato del PIB, con una contribución al crecimiento intertrimestral del 1,2% en términos anuales, después de varios trimestres sustrayendo fuerza, aunque la mejora fue más debida a la moderación importadora, a causa del menor consumo, que a la confirmación de la recuperación exportadora. Esta revisión a la baja de los datos del PIB supone una reducción del crecimiento potencial de la economía, que es la máxima tasa de avance posible utilizando todos los recursos productivos sin crear inflación.

Coherentes con la ralentización del consumo, las ventas al por menor, excluyen-

ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS MODERAN SU OPTIMISMO

Nivel de los índices del ISM



FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: EN LA VIVIENDA NADIE SE ARRIESGA A MOVERSE

Viviendas iniciadas en términos anuales



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

do los volátiles automóviles y el consumo de gasolina, aumentaron un 4,7% interanual en julio, un 2,5% en términos reales, descontando incrementos de precios, lo que supone que el ritmo de avance no llega a la mitad del que prevaleció durante 2006. El índice de confianza del consumidor del Conference Board subió en julio de 105,3 al nivel de los 112,6 puntos. Pero a la vista de los otros indicadores de signo bajista, esta ganancia debería revertirse en el futuro. La visión empresarial, más en línea con los tiempos que corren, se encaminó en dirección contraria. El índice de actividad de julio del Institute for Supply Management pasó de 56,0 a 53,6 puntos en manufacturas y de 60,7 a 55,8 puntos en servicios. Aunque el nivel permanece por encima de 50, indicando predominio de respuestas optimistas, los descensos son importantes y los principales apoyos vienen de las exportaciones y de los precios, no de la demanda interna. También en el lado de la oferta, la producción industrial prosiguió su lánguida marcha con avances del 1,4% interanual.

Por su parte, la vivienda vive su particular caza de brujas. La proporción que representan las hipotecas de baja calidad es pequeña, pero la disminución de la confianza afecta a particulares y a entidades por igual y ahora, como en los mercados de crédito, todo apalancamiento es visto con recelo, aunque sus números sean razonables. La consecuencia es un mercado parado, con las ventas de viviendas de segunda mano bajando en junio un 11,1% interanual y las nuevas un 22,1%. Las ansias por reducir existencias hicieron que las viviendas iniciadas de julio mostrasen una fuerte debilidad, con un nuevo descenso del 20,9% interanual que las deja un 40% por debajo del máximo de enero de 2006. Sólo los precios mantuvieron los niveles del año anterior con muy ligeros descensos, pero a la vista de los inmuebles por vender, la recuperación queda para más adelante.

Hasta su reciente cambio de actitud la retórica de la Reserva Federal había venido cargando más las tintas en el riesgo inflacionista que en el de un menor crecimen-

El sector de la vivienda sigue sin recuperarse...

...pero la inflación sigue en niveles moderados y el déficit comercial se reduce.

Japón crece un 2,3% con menor consumo privado y público.

to. Sin embargo, el primero parece amainar, con un índice de los precios al consumo (IPC) que en julio bajó su tasa de avance al 2,4%. El componente subyacente, que en Estados Unidos excluye alimentos y energía, repitió el 2,2% del mes previo y sin contar además los alquileres de las viviendas, que se moderan con fuerza, los precios subieron un magro 1,2%. A pesar de las recientes tensiones de costes laborales, atribuibles a retrasos de final de ciclo, y con el ánimo de los consumidores a la baja, el frente inflacionista parece tranquilo.

El mercado de trabajo siguió su moderada línea bajista, con un empleo no agrícola que en los últimos doce meses hasta julio creció un 1,4% interanual, frente al 1,7% de principios de año. La tasa de paro aumentó ligeramente hasta el 4,6%, nivel aún considerablemente bajo. Por su parte, el déficit comercial de junio fue de 58.135 millones de dólares, lo que supone un descenso del 9,9% interanual donde, sin olvidar el crecimiento de las exporta-

ciones, lo que manda es la moderación importadora.

La economía americana tiene evidentes puntos fuertes en los beneficios empresariales, un mercado de trabajo que aún conserva vigor y la previsible recuperación del sector exterior pero, como hace años dijera el presidente Franklin D. Roosevelt, a lo que más hemos de temer es al miedo en sí.

Japón: todos pendientes de las exportaciones y el yen

Ser querido en exceso es normalmente deseable pero, a veces, puede convertirse en una maldición. La reciente huída hacia activos de calidad crediticia significa, en divisas, una renovada apetencia por el yen japonés, la moneda con menores riesgos inflacionistas. El problema es que el atractivo del yen, con su consiguiente apreciación, hace menos competitivas las exportaciones, que son cruciales en una

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007		
			II	III	IV	I	II	Julio
PIB real	1,9	2,2	2,2	1,5	2,4	2,6	2,3	-
Ventas al por menor	1,4	0,2	-0,2	0,4	-0,1	...	...	...
Producción industrial	1,5	4,5	4,0	6,0	5,3	3,6	2,3	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	21,0	24,0	25,0	23,0	23,0	-
Viviendas iniciadas	3,9	4,5	8,9	-0,8	5,4	-1,9	-2,7	...
Tasa de paro (2)	4,4	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	3,8	...
Precios de consumo	-0,3	0,2	0,2	0,6	0,3	-0,1	-0,1	...
Balanza comercial (3)	10,2	9,4	9,1	8,9	9,4	10,2	11,1	...
Tipo interbancario 3 meses (1)	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	98,1	91,3	92,9	91,0	89,1	87,1	86,9	...

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

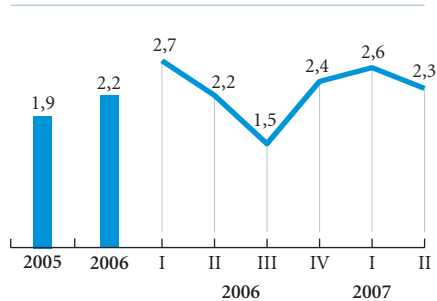
(4) Cambio ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa.

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

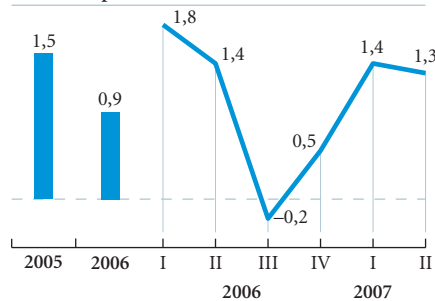
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

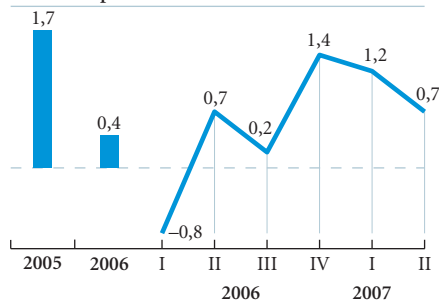
PIB



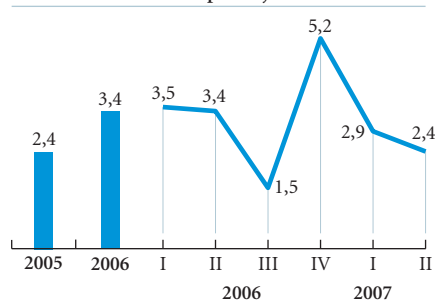
Consumo privado



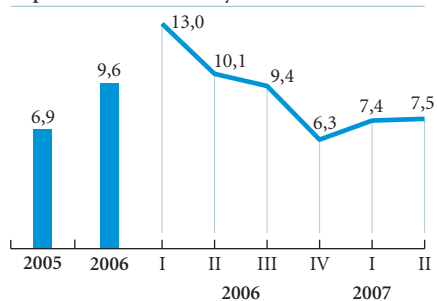
Consumo público



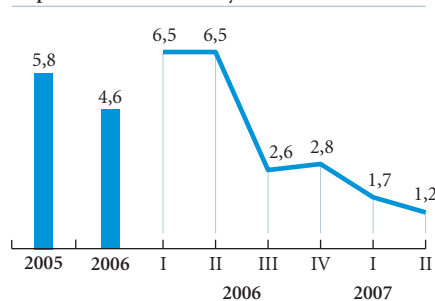
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

economía donde la demanda interna no acaba de despegar.

El PIB del segundo trimestre de 2007 creció un 2,3% interanual, mostrando una leve desaceleración. Ralentización que fue menos leve en el caso del consumo privado, cuya contribución al crecimiento en términos intertrimestrales anualizados se redujo a la mitad. Con unas finanzas públicas en cura de adelgazamiento y con una inversión donde el repunte en bienes de equipo no compensa el retroceso de la

construcción, el principal garante de la actividad es el sector exterior, cuyas exportaciones crecen a un ritmo muy superior al de las importaciones. La continuidad del presente ciclo expansivo, de perfil bajo pero duradero, depende de éstas.

La visión empresarial es de cautela. En primer lugar, el índice Tankan de sentimiento empresarial para grandes firmas manufactureras que publica el Banco de Japón repitió en el segundo trimestre el nivel de los 23 puntos. En segundo lugar, los pedi-

Con la demanda interna sin recuperar el tono, sigue la fuerte dependencia del sector exterior.

La producción industrial se ralentiza y los consumidores son más cautos.

Los precios siguen en terreno negativo pero el superávit comercial va al alza.

dos de maquinaria, con un retroceso en junio del 4,7% interanual, no auguran un fuerte repunte de la inversión. Lo que queda claro es que siguen apostando por el sector exterior en detrimento de la demanda interna, con los pedidos destinados a la exportación, ganando un moderado 1,7% frente al decremento del 16,0% de los destinados al consumo interior.

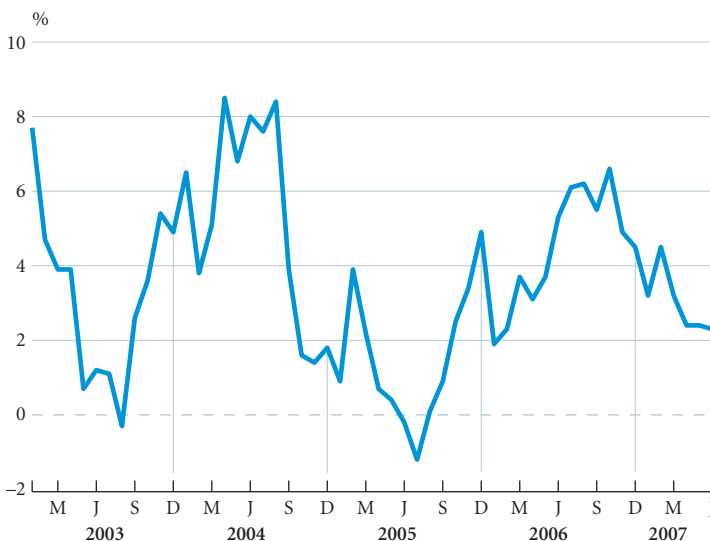
Los indicadores más recientes de demanda también ilustran esta dependencia del exterior. Las ventas minoristas de junio cedieron un 0,4% respecto al mismo periodo del año anterior. En el caso de los automóviles, las ventas de julio retrocedieron un 8,6% interanual, con el total de los últimos doce meses un 15% por debajo del nivel de hace dos años. El índice de confianza del consumidor del segundo trimestre descendió de 46,7 hasta los 44,0 puntos y la propensión al ahorro de junio siguió aumentando en detrimento del consumo.

Por su parte, el mercado inmobiliario mostró signos contradictorios, con fuertes descensos en las ventas acompañados de incrementos de precios y de un repunte, después de meses de atonía, de las viviendas iniciadas, que en junio crecieron un 6,0% interanual. Por el lado de la oferta continuó la desaceleración de la producción industrial, que en el mismo mes creció un 2,3% interanual, frente al 4,5% que prevaleció durante 2006.

En junio la tasa de paro bajó hasta el 3,7% de la población activa pero los precios siguieron en territorio negativo, con un IPC general que cedió un 0,1% interanual sin perspectiva de cambios inmediatos. El contrapunto positivo lo siguió aportando el sector exterior, con una balanza comercial que en los últimos 12 meses hasta julio se encaramó hasta los 11,1 billones de yenes.

JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL VUELVE A FRENARSE

Variación interanual de la producción industrial



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

El cambio climático: certezas e incertidumbres

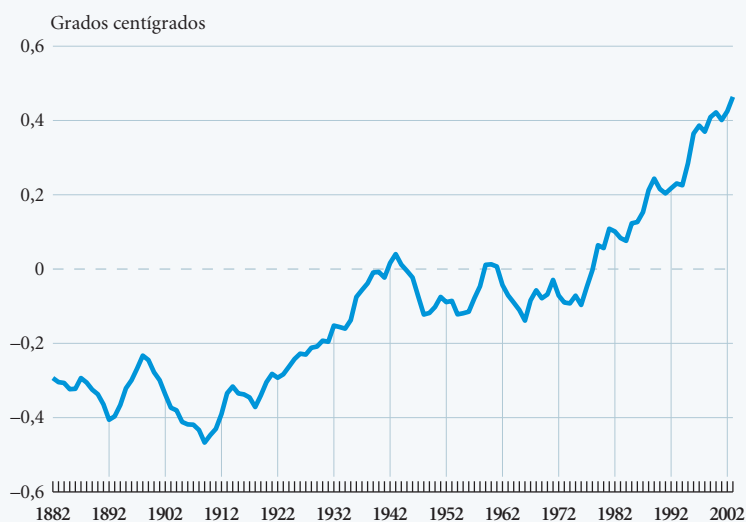
El número y la intensidad de los huracanes, ciclones y tifones; las inundaciones y las olas de calor; los gigantes incendios forestales que azotan cada verano Estados Unidos, Portugal, España o Australia; inviernos sin nieve y glaciares que desaparecen a una velocidad nunca vista. La lista de fenómenos que se atribuyen al cambio climático es interminable, pero... ¿qué dicen los científicos al respecto?, ¿se está produciendo un cambio estructural en el clima mundial? Y si realmente el clima está cambiando, ¿qué culpa tiene el hombre?

Las Naciones Unidas ya hace tiempo que empezaron a analizar rigurosamente si el clima de la Tierra está cambiando y cómo la actividad humana influye sobre el mismo. Uno de los pasos más importantes se tomó en el año 1988 cuando, junto con la Asociación Mundial de la Climatología, nació el Panel Intergubernamental para el Cambio Climático (PICC). Este organismo se encarga de recopilar y divulgar los avances científicos sobre este tema. Sin lugar a dudas, la tarea encomendada no es fácil ya que el objeto de estudio es complejo y son pocos los puntos en los que reina un consenso en la comunidad científica.

Uno de los pocos aspectos en los que sí hay un consenso generalizado es en la reciente evolución de las temperaturas medias del planeta, que, como se observa en el gráfico siguiente, han subido de forma prácticamente ininterrumpida durante los últimos cien años.

TENDENCIA ALCISTA DE LA TEMPERATURA GLOBAL

Temperatura media anual global menos temperatura media del periodo 1961-1990



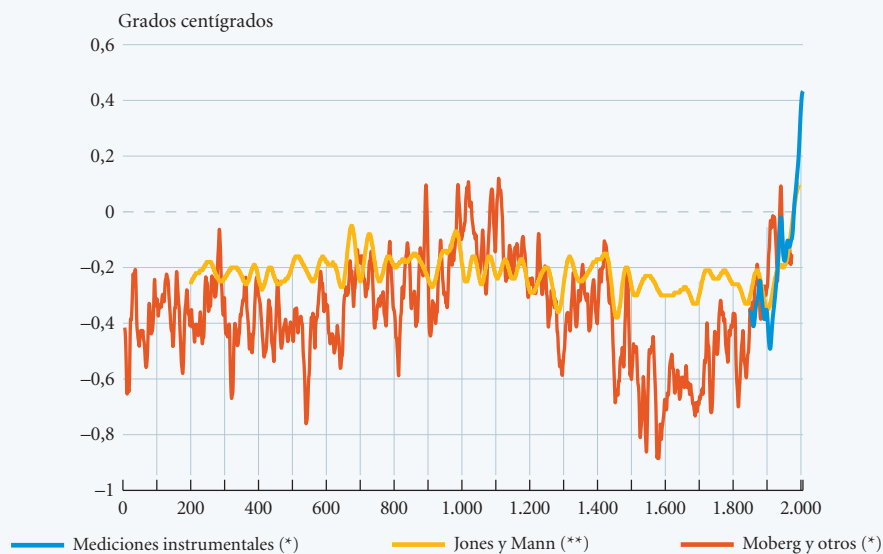
FUENTE: Hadley Centre, Reino Unido.

Pero, ¿es esta subida de las temperaturas algo excepcional o se han producido fluctuaciones de esta magnitud anteriormente? Desafortunadamente, el consenso sobre la evolución histórica de las temperaturas se acaba cuando se terminan las mediciones directas (o instrumentales) de la temperatura y se tiene que recurrir a fuentes de información indirecta. Para poder reconstruir las temperaturas de los últimos siglos los científicos recopilan infor-

mación de todas las fuentes a su alcance: los anillos de los árboles, muestras del subsuelo o de hielo, los corales marinos, las estalactitas y estalagmitas de las cuevas o los sedimentos marinos, por citar algunos ejemplos. Esto es lo que hacen P. D. Jones y M. E. Mann en un artículo publicado en la *Review of Geophysics* en el año 2004 y citado en el informe del PICC del año 2007. Según su estudio, las temperaturas se habrían mantenido casi constantes durante los últimos dos mil años, hasta principios del siglo XX. Desde entonces, habrían empezado una escalada totalmente anormal (véase gráfico siguiente). Los mismos autores concluyen que sólo la mano del hombre puede explicar el comportamiento anómalo de las temperaturas durante los últimos 100 años.

LAS ESTIMACIONES DE LAS TEMPERATURAS A LARGO PLAZO SON MÁS INCIERTAS

Temperatura media anual global



NOTAS: (*) Temperatura media anual global menos temperatura media del periodo 1961-1990.

(**) Temperatura media anual global menos temperatura media del periodo 1856-1980.

FUENTES: National Oceanic & Atmospheric Administration, US Dpt. of Commerce, Hadley Centre y elaboración propia.

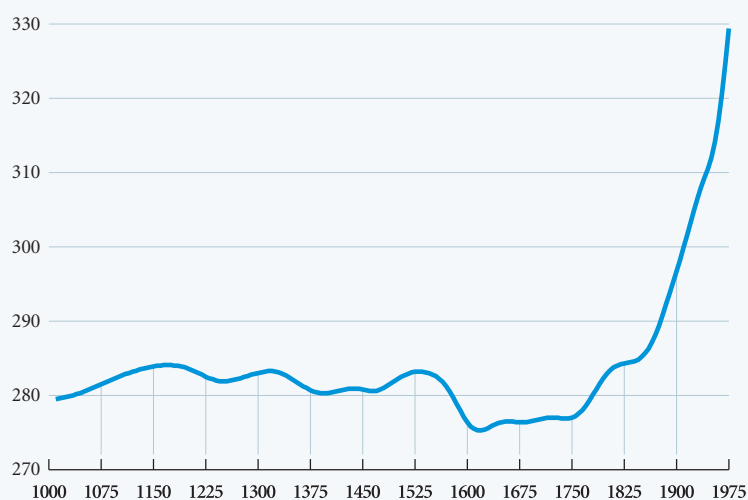
No obstante, otro estudio también citado por el PICC y que fue publicado en la prestigiosa revista *Nature* en el año 2005 por los científicos A. Moberg, D. M. Sonechkin, K. Holmgren, N. M. Datsenko y W. Karlén pone en entredicho que las temperaturas se hayan mantenido constantes durante los últimos dos milenios. En este artículo, que dispone de un mayor número de fuentes de información y utiliza un método de estimación más sofisticado, se muestra que a principios del milenio ya hubo un periodo con temperaturas por encima de la media (véase gráfico anterior). También se pueden distinguir dos periodos con temperaturas por debajo de la media: el primero a mediados del primer milenio, y el segundo durante el siglo XVII. La mayor variabilidad de las temperaturas hace que la escalada reciente no parezca históricamente tan anormal, pero también es cierto, tal como concluyen los autores, que durante los últimos 2.000 años no ha habido ningún periodo con unas temperaturas tan altas como las observadas a partir de los años noventa.

Otro punto en el que reina un amplio consenso en la comunidad científica es en el aumento más que significativo de los niveles de CO₂ en la atmósfera durante el último siglo (véase gráfico siguiente). También se considera demostrado que una mayor presencia de estos gases aumenta el efecto invernadero y, por tanto, podría elevar la temperatura de la Tierra. Sin embargo, el consenso también aquí termina pronto. Y es que, a medida que ha au-

mentado el conocimiento sobre el funcionamiento del efecto invernadero, se han empezado a identificar sus múltiples efectos secundarios, poniendo de manifiesto la dificultad de obtener una estimación del efecto total sobre las temperaturas. Por ejemplo, por un lado, un aumento de las temperaturas podría incrementar el vapor de agua (un gas de efecto invernadero) en la atmósfera, amplificando así el impacto inicial. Pero también es probable que esto, a su vez, favorezca el aumento de la nubosidad, del que se desconoce aún su efecto sobre las temperaturas. Por otro lado, la misma elevación de las temperaturas también es de prever que favorezca el deshielo de los polos. Si bien es cierto que el hielo refleja más la radiación solar que el agua marina, también lo es que el agua marina consigue diluir una parte importante de las emisiones de CO₂. Pero, al mismo tiempo, algunos estudios apuntan a que un aumento de las temperaturas podría acidificar el agua marina y reducir su capacidad de diluir el CO₂.

EL NIVEL DE CO₂ EN LA ATMÓSFERA HA AUMENTADO FUERTEMENTE EN LOS ÚLTIMOS CIENTO AÑOS

Concentración de CO₂ en partes por millón



FUENTE: Law Dome Historical records, The Carbon Dioxide Information Analysis Center, U.S. Department of Energy.

La lista de interconexiones entre los distintos elementos que sustenta el sistema climático actual es interminable, haciendo difícil cuantificar la relación entre los aumentos de CO₂ y la temperatura.

A pesar de que la comunidad científica ha avanzado muchísimo en el conocimiento de este sistema, aún se desconocen con exactitud los vínculos entre los distintos elementos, así como la velocidad de ajuste a un posible nuevo equilibrio del sistema climático. Sin embargo, a partir de la evidencia disponible, los científicos pueden simular la evolución de las temperaturas con complejos modelos matemáticos. Para poder determinar la influencia derivada de la actividad humana, se simulan las temperaturas teniendo en cuenta sólo factores naturales, y luego se les añade también las variaciones debidas a la actividad humana. Como recoge el informe del PICC, «es muy improbable que el cambio climático global experimentado durante los últimos 50 años se pueda explicar sin tener en cuenta factores humanos».

Estos modelos también pueden ser utilizados para hacer proyecciones sobre la evolución futura de las temperaturas. Según los estudios utilizados por el PICC, si las emisiones se mantuviesen constantes a los niveles del año

2000, a finales del siglo XXI las temperaturas se estima que podrían haber subido entre 0,3°C y 0,9°C. El aumento podría alcanzar entre 1,1°C y 2,9°C en un escenario en el que siguen aumentando las emisiones de CO₂, pero el crecimiento demográfico es bajo y se utilizan tecnologías más eficientes, o hasta entre 2°C y 5,4°C si el crecimiento demográfico es elevado y el cambio tecnológico es moderado.

No hay duda de que las temperaturas han ido subiendo durante el último siglo. Además, es más que probable que la mano del hombre sea en parte responsable, aunque se desconoce hasta qué punto. En función de nuestro comportamiento con el planeta, puede que las temperaturas suban más –o quizás mucho más– en el futuro. Lo que es seguro es que, vista la complejidad de la materia y lo que está en juego, hay que seguir trabajando intensamente para conocer mejor los mecanismos que determinan el clima planetario y evaluar los costes y beneficios de las posibles medidas de política medioambiental. En esto el consenso es absoluto.

Brasil mantiene el tono de la expansión y crece al 4,2%.

La fuerza del consumo privado y la aceleración de la inversión deben aupar el crecimiento al deseado 5%.

Brasil toma la ruta alcista

Las cuentas de la economía se muestran mucho más sólidas y equilibradas que en etapas anteriores. El PIB creció un 4,2% interanual en el primer trimestre, manteniendo así el tono de su ciclo expansivo. El relanzamiento del consumo privado y de la inversión, con crecimientos del 6,0% y del 4,0% respectivamente constituyen una garantía de continuidad. Pero el hasta ahora exitoso sector exterior disminuye su contribución a los avances, con unas importaciones que aceleran hasta crecer

un 5,9% frente a unas exportaciones que se ralentizan hasta crecimientos del 7,2%, más por el incremento del déficit de los servicios que por una disminución del superávit comercial.

Mientras que el consumo público sigue con su cura de adelgazamiento, la producción industrial de junio repuntó hasta un ritmo de avance del 6,0% interanual. De forma significativa, y en línea con la mencionada fuerza inversora, la producción industrial de bienes de capital se incrementó en un 17,4% respecto al mismo

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	2,9	3,7	4,5	4,7	4,2	...	–
Producción industrial	3,1	2,8	2,8	3,2	3,8	5,8	...
Tasa de paro São Paulo (1)	17,0	15,9	16,0	14,3	15,2	15,6	...
Precios de consumo	6,9	4,2	3,8	3,1	3,0	3,3	3,7
Balanza comercial (2)	44,8	46,1	46,1	46,1	45,6	47,3	45,0
Tipo SELIC del banco central (4)	19,1	15,1	14,4	13,4	12,9	12,3	11,5
Tipo de cambio (3)	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	1,9

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Valor respecto al dólar.

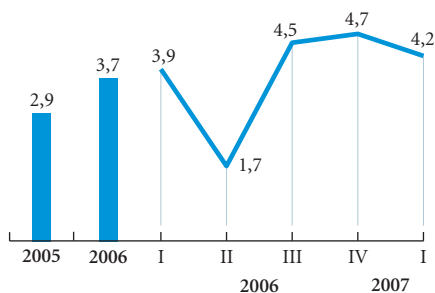
(4) Valor del tipo del banco central del Sistema Especial de Liquidação e Custodia (SELIC).

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

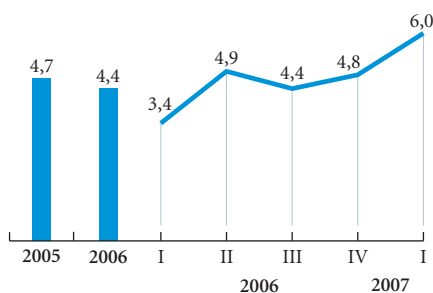
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

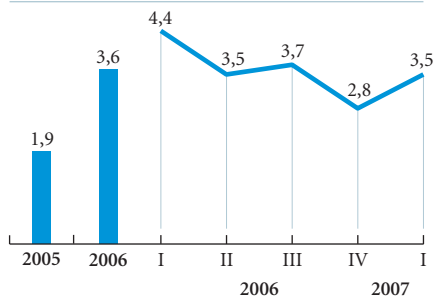
PIB



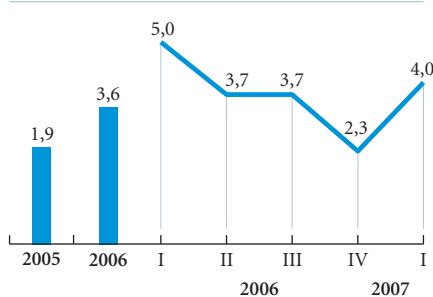
Consumo privado



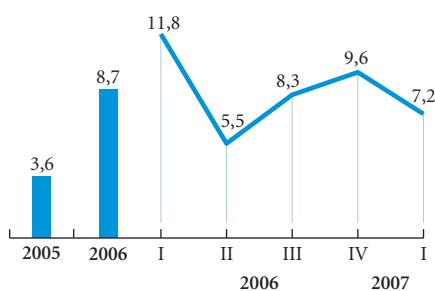
Consumo público



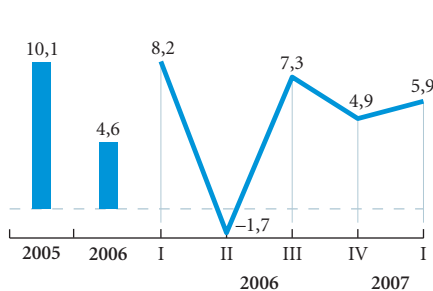
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

periodo del año anterior. Por el lado de la demanda las cosas fueron por los mismos derroteros que en la oferta, una sincronización que no parece darse en el caso argentino. Las ventas minoristas en junio se aceleraron hasta mostrar avances del 11,6% interanual apuntado en esta primera mitad de año un tono superior al del año pasado.

La inflación sigue bajo control, a pesar del repunte de julio que la llevó al 3,7% inter-

anual, con niveles cercanos al mínimo histórico y moderados en relación con sus socios comerciales. La apreciación del tipo de cambio no debería suponer una pérdida de competitividad, ya que el punto de partida es el de una divisa barata. Así, pese al aumento del déficit en la balanza de servicios, la balanza comercial siguió manteniendo su saldo positivo, que en los doce meses hasta julio fue de 45.000 millones de dólares. Dentro de este contexto positivo, la tasa de paro en el distrito de

La inflación repunta hasta un todavía moderado 3,7%, pero el paro sigue cerca del 15%.

BRASIL: LA INVERSIÓN INDUSTRIAL VUELVE A REPUNTAR

Variación interanual de la producción industrial de bienes de capital



FUENTES: IPEA y elaboración propia.

Argentina crece un 8,0% gracias a consumo privado e inversión.

São Paulo volvió en junio a descender ligeramente hasta el 14,9% de la población activa, lo que supone un mantenimiento en niveles aún excesivamente altos.

Argentina: expansión con riesgos inflacionistas

La expansión argentina no pierde músculo, con un PIB que en el primer trimestre del año creció un 8,0% interanual. El consumo privado y la inversión siguieron siendo los principales soportes de la actividad mientras que el sector exterior siguió perdiendo fuerza, perjudicado por una subida de los precios que continúa siendo la mayor debilidad del presente ciclo. Aunque, a diferencia de tiempos pasados, las cuentas económicas se muestran robustas, las recientes turbulencias financieras suponen un riesgo a tener en cuenta.

La demanda sigue creciendo con intensidad...

...pero la producción industrial se desacelera por la debilidad del acero y de la industria química.

Los indicadores de demanda más recientes vienen a corroborar la fuerza del ciclo expansivo. Las ventas minoristas de la re-

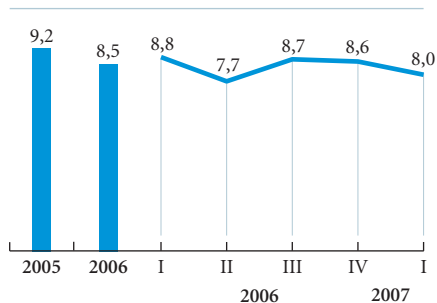
gión de Buenos Aires crecieron en junio un explosivo 35,6% interanual secundadas por las ventas en grandes almacenes, que avanzaron un 29,8%. La venta de automóviles, pese a mostrar una lógica desaceleración, en los últimos doce meses hasta junio se incrementó en un 11,1% interanual, encaramándose hasta el 76,3% del nivel previo a la crisis de 2002.

En el lado de la oferta, la producción industrial de junio continuó perdiendo fuelle, creciendo en junio un magro 1,4% interanual, sobre todo teniendo en cuenta que en el mismo periodo del año pasado se crecía por encima del 10%. La causa de esta desaceleración reside en la debilidad en los sectores del acero y de las industrias químicas, este último con un retroceso del 14,5% interanual. La fuerza de las industrias de extracción de minerales compensa el panorama, pero sólo en parte. A su vez, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción de junio se incrementó en un 4,3% interanual y dejó atrás la atonía primaveral.

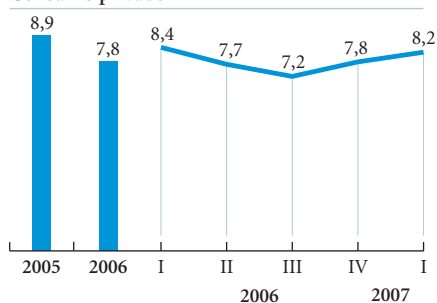
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ARGENTINA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

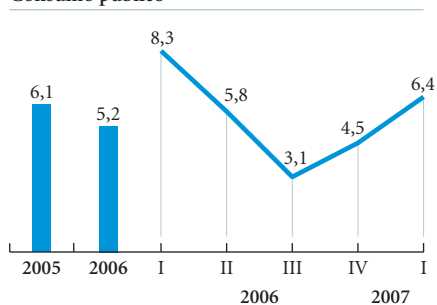
PIB



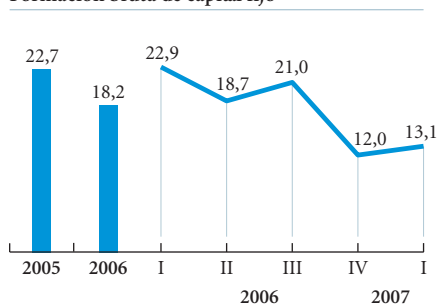
Consumo privado



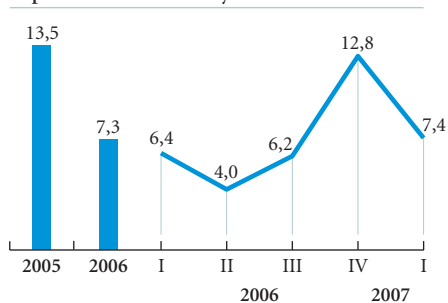
Consumo público



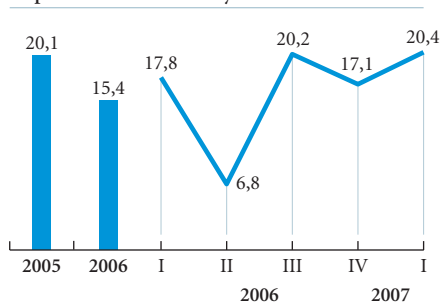
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

La inflación del 8,6% de junio, alta en comparación con el resto de la región, constituye un riesgo para la estabilidad macroeconómica y la competitividad de las exportaciones, a pesar de mantenerse el superávit comercial. Las perspectivas

no apuntan a mejoras rápidas dada la reciente aceleración de los precios mayoristas. Por su parte, la tasa de paro del primer trimestre aumentó hasta el 9,8% de la población activa, nivel elevado a la vista del vigor de la demanda interna.

La inflación del 8,6% es alta para la región y perjudica al sector exterior.

ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	9,2	8,5	8,7	8,6	8,0	...	-
Producción industrial	7,1	7,8	9,7	6,1	4,6	3,0	...
Tasa de paro (1)	11,6	10,2	10,2	8,7	9,8	...	-
Precios de consumo	9,6	10,9	10,6	10,1	9,5	8,8	8,6
Balanza comercial (2)	11,7	12,3	11,6	12,3	11,6	11,2	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	6,2	9,9	10,2	10,5	9,7	9,4	12,1
Tipo de cambio (3)	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Valor respecto al dólar.

(4) Valor.

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

ARGENTINA: LA INDUSTRIA PIERDE LA RUEDA DE LA EXPANSIÓN

Variación interanual del índice de producción industrial



FUENTES: INDEC y elaboración propia.

La menor demanda, actual y esperada, y la salida de los inversores más especulativos impulsan la caída del precio del petróleo.

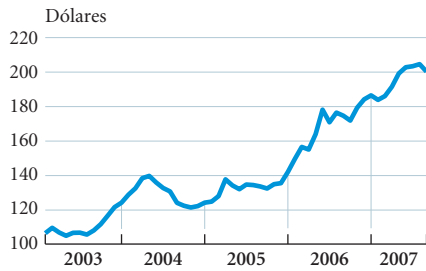
Materias primas: corrección abrupta del precio del petróleo

Tras anotar máximos anuales en julio, por encima de los 77 dólares por barril *Brent* para entregas a un mes, en agosto hemos asistido a un importante descenso de los precios del petróleo que ha situado las co-

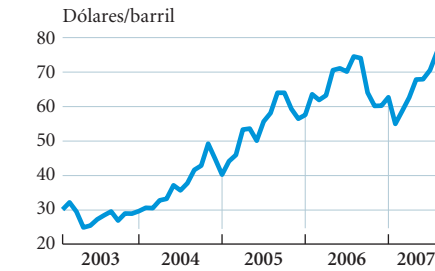
tizaciones en la zona de los 69-72 dólares por barril a finales de dicho mes de agosto. Este sensible ajuste bajista de los precios se ha debido principalmente a tres factores. En primer lugar, la distancia entre oferta y demanda de crudo se ha ido estrechando paulatinamente. Así, los datos más recientes apuntan a que el creci-

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

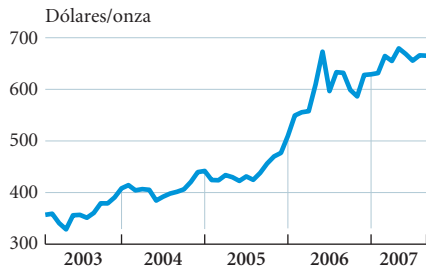
Índice «The Economist»



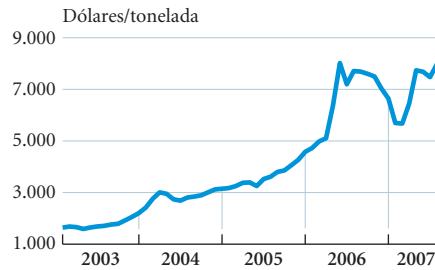
Petróleo Brent



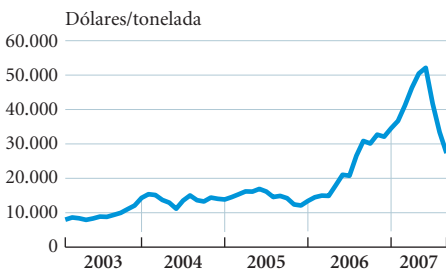
Oro



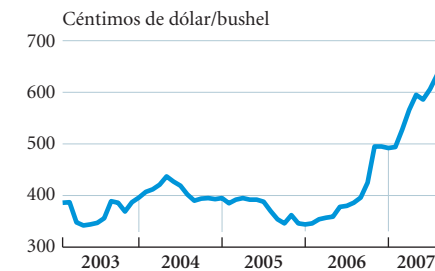
Cobre



Níquel



Trigo



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

miento de la demanda mundial de petróleo se está ralentizando (especialmente en los países industrializados), al tiempo que la finalización de los trabajos de mantenimiento en las tareas de extracción y refinado están permitiendo un incremento de oferta importante, tanto en los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) como en los productores no-OPEP.

Un segundo factor es que se prevé que la demanda futura tienda a crecer menos de lo esperado meses atrás, reflejando en cierta medida los efectos sobre la economía real de las recientes turbulencias fi-

nancieras y, en particular, las consecuencias sobre la actividad de un posible escenario de restricción del crédito. Finalmente, el tercer factor, vinculado precisamente a dicha crisis financiera, ha sido la retirada del mercado del crudo de los fondos más especulativos.

Pero si el petróleo ha ofrecido una tregua en su escalada, las restantes materias primas han experimentado movimientos dispares. Los metales habían tendido a corregir a la baja desde junio pasado. Ahora, como resultado en cierta medida de la salida de los inversores más especulativos del mercado, han profundizado dicha sen-

Los metales llevan tres meses corrigiendo a la baja, tendencia que se acrecienta con la crisis financiera.

El trigo, en máximos históricos debido a la demanda creciente de alimentos y a las magras perspectivas de la cosecha de este año.

da de descenso. En cambio, las materias primas agrícolas, y en especial el trigo, siguen en una notable tendencia alcista.

El trigo ha alcanzado en agosto sus máximos históricos (más de 725 centavos de dólar por bushel) en una carrera alcista notable. El factor determinante de esta evolución está siendo la creciente preocupación sobre el aumento global de alimentos y las dificultades que puedan existir para satisfacer esta demanda en expansión. Esta percepción se ve agravada en el caso del trigo por el hecho de que importantes productores mundiales,

como Estados Unidos, están sustituyendo parte de sus cultivos de trigo por maíz, cereal este último que se utiliza para la fabricación de bioetanol, un combustible «verde» en auge en estos tiempos de lucha contra el cambio climático. Adicionalmente, el mal tiempo ha afectado negativamente las cosechas de Canadá, Europa y Australia. En su conjunto, la demanda mundial de trigo será de 614 millones de toneladas en la temporada 2007-2008, pero la cosecha sólo alcanzará los 607 millones de toneladas, según estimaciones del Consejo Internacional de Cereales.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
Índice «The Economist» en dólares (*)								
General	3,6	27,5	30,5	33,3	21,7	18,1	15,9	14,7
Alimentarias	-1,3	11,0	8,5	20,2	16,5	19,0	23,2	28,6
Industriales	9,7	46,1	55,5	46,9	26,9	17,6	10,1	3,8
<i>Agrícolas no alimentarias</i>	-1,9	12,5	12,6	2,0	4,5	3,3	2,1	5,9
<i>Metales</i>	16,5	62,0	76,4	66,8	36,2	22,6	12,7	3,2
Índice «The Economist» en euros (*)								
	4,0	26,3	24,9	22,9	11,6	10,0	6,9	7,8
Petróleo (**)								
Dólares/barril	55,1	66,3	70,9	61,0	58,7	68,8	75,8	71,3
Tasa de variación	46,5	21,6	14,7	5,7	-6,5	-2,6	1,7	-3,7
Oro								
Dólares/onza	445,1	604,1	621,3	614,4	650,3	667,8	665,9	665,9
Tasa de variación	8,6	36,1	41,5	26,6	17,3	6,9	5,2	5,4

NOTAS: (*) Tasa de variación interanual.

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

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

¿Contener o no contener? Esa es la cuestión

«Siempre que te pregunto que cuándo, cómo y dónde, tú siempre me respondes: quizás, quizás, quizás...». Es muy probable que cuando Osvaldo Farrés escribió su famoso chachachá en los años cuarenta tuviera en mente el diálogo entre dos enamorados y no el calentamiento de la Tierra. Sin embargo, escuchándola hoy, la letra de su canción bien podría estar refiriéndose al diálogo sobre el cambio climático entre gobernantes y economistas o entre economistas y geofísicos.

El nivel de complejidad e incertidumbre que caracteriza el estudio del cambio climático es tan considerable que dar respuesta precisa y rigurosa a las preguntas más básicas –si existe, su magnitud o sus causas– acaba resultando de una dificultad titánica (véase recuadro de la página 13). Y si predecir cambios de temperatura a cien años vista ya resulta complicado, tomar decisiones a partir de dichas predicciones lo es aún más. A medida que el debate sobre el cambio climático se mueve del plano estrictamente científico al plano político de si deben o no tomarse medidas para combatirlo, surgen nuevas incógnitas y las preguntas clave pasan a ser: ¿cuánto? y ¿cuán rápido deberían reducirse las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI)?

A fin de responder a tales preguntas es preciso abordar previamente dos cuestiones: ¿cómo puede minimizarse el impacto antropogénico sobre el clima? y ¿cuán costoso es ese «cómo» en comparación con no hacer nada al respecto? Las medidas de contención a nuestro alcance incluyen, por ejemplo, utilizar combustibles que emitan menos CO₂ por unidad energética; frenar la deforestación y plantar más árboles para que consuman GEI; o invertir en el desarrollo de tecnologías más intensivas en energía renovable y en tecnologías que permitan restar concentración de GEI en la atmósfera –como, por ejemplo, la captura de CO₂ para su almacenaje en pozos subterráneos–. Inevitablemente, cualquiera de las medidas para contener el cambio climático no es gratuita y cada una de ellas debe evaluarse en relación con un escenario de no intervención. Ello requiere una valoración previa del beneficio neto de una y otra opción, y es aquí donde toman la alternativa los economistas, los expertos en el análisis coste-beneficio.

De acuerdo con los criterios de racionalidad económica aplicados normalmente, la medida óptima –y la «no actuación» es en este caso una opción– será aquella que presente una relación coste-beneficio más favorable. Así pues, para cada alternativa, su coste –el sacrificio que requiere en términos de PIB– debe compararse a sus beneficios, que no son más que los daños que con ella se evitarían. Entre los posibles «daños» asociados al cambio climático se incluyen: efectos adversos sobre la productividad agrícola, el desplazamiento de poblaciones y la pérdida de capital (fábricas, viviendas, infraestructuras, etc.) resultantes de una eventual subida del nivel del mar, la disipación de reservas de agua por el deshielo de los glaciares, efectos adversos sobre la salud, vidas humanas o la fauna u otros impactos ecológicos. La tarea de valoración no es ni mucho menos sencilla ya que, además de la dificultad que conlleva asignar un valor monetario a factores no económicos, como la extinción de una especie animal, los economistas deben añadir a su lista de complicaciones el hecho de que muchos de los efectos a valorar se materializarán en el futuro (más o menos lejano).

Aunque la aplicación del análisis coste-beneficio a la evaluación de opciones ante el cambio climático no es algo reciente, sir Nicholas Stern, ex economista jefe del Banco Mundial y director de la Oficina Económica del gobierno británico, situó el debate en primer plano de la agenda pública cuando, en otoño de 2006, presentó su informe sobre la repercusión económica del calentamiento global. Refiriéndose al cambio climático como «el mayor fallo de mercado que el mundo jamás ha visto» y basándose en las predicciones del Tercer Informe del Panel Intergubernamental sobre Cambio Climático (PICC), Stern y sus colaboradores afirman que, de continuar con

la tendencia actual de emisiones, la concentración atmosférica de GEI alcanzará las 550 partes por millón en 2035, magnitud que suele asociarse a un aumento de la temperatura de al menos 2°C. A partir de estos datos, estiman que el coste de los efectos del cambio climático que podrían evitarse (equivalente a un 5% del PIB por año, sólo considerando efectos económicos) es muy superior al coste de la intervención (1% del PIB por año) y, por ello, abogan por una reducción drástica e inmediata de las emisiones de hasta un 25% de los niveles actuales en 2050 y de hasta un 80% en un plazo más lejano.

Hay quien considera que la tajante conclusión del informe Stern no está suficientemente justificada. Los principales argumentos utilizados en su contra son, por un lado, la enorme incertidumbre que aún alberga la estimación de daños asociados al cambio climático y, por otro, el hecho de que estos daños se sitúen en un futuro muy lejano, con la dificultad de valoración añadida que ello conlleva. Respecto a la incertidumbre, la complejidad del sistema que determina los distintos escenarios posibles es enorme y no sólo es necesario predecir cambios climáticos, sino también económicos, sociales o tecnológicos. Estamos hablando de un siglo, ¿quién sabe cuánto crecerá el PIB mundial!, ¿quién sabe qué medidas se llevarán a cabo para reducir las emisiones!, ¿quién sabe qué se inventará!

Por otra parte, el tener que decidir hoy sobre si actuar o no cuando la mayoría de los efectos ocurrirán mañana obliga a comparar unos daños que se miden en términos de consumo futuro con unos costes de intervención que se miden en términos de consumo presente. Dicha comparación no sólo conlleva la selección de una tasa de descuento del bienestar futuro para –como cualquier otra decisión de inversión que acarree rendimientos futuros– hallar su equivalente en términos de bienestar presente. También requiere juicios éticos a efectos de comparar el bienestar de generaciones distintas y de poblaciones con distinta exposición al cambio climático. Aunque el informe Stern ha sido puesto en entredicho desde distintos ángulos, es precisamente por su particular elección de la tasa de descuento por lo que ha recibido las mayores críticas.

El informe alude a justificaciones éticas para adoptar una tasa de descuento próxima a cero (0,1% anual para ser específicos). Ello supone otorgar una gran importancia al bienestar de las generaciones futuras, con lo cual se magnifica el valor presente de los efectos futuros y –combinado con otros supuestos del informe– se racionalizan reducciones de las emisiones lo más inmediatas posibles. William Nordhaus, catedrático de Economía de la Universidad de Yale y experto en economía del cambio climático, ha argumentado que dicho valor está muy por debajo de la tasa de retorno al capital que observamos, la medida utilizada comúnmente para descontar los efectos futuros en los análisis coste-beneficio. Según Nordhaus, con la elección de una tasa de descuento más realista, la conclusión no sería una reducción drástica de las emisiones, sino lo que él denomina una «política climática en rampa», es decir, una reducción paulatina de las emisiones que empezaría con recortes mucho más modestos que los prescritos por el informe Stern, que irían aumentando gradualmente a medida que avanzara el siglo (recortes del 16% en 2015, 25% en 2050 y 42% en 2100).

Independientemente del hecho de que una tasa de descuento próxima a cero pueda justificarse según criterios éticos de neutralidad entre generaciones, el premio Nobel de economía y catedrático de la Universidad de Stanford, Kenneth Arrow, sostiene que la causa a favor de la contención es sólida, y que difícilmente podrá debilitarse a partir de argumentos referentes a la tasa de descuento. Dadas unas consecuencias del cambio climático que, en ausencia de contención, son inciertas pero ciertamente negativas y reconociendo que la mayoría sentimos cierta aversión al riesgo, sobre todo si el riesgo es enorme, Arrow estima que cualquier tasa de descuento inferior al 8,5% habría llevado a Stern a fallar en favor de la contención y en detrimento de la no actuación. Por ello, aun advirtiendo de la necesidad de estudiar la robustez de las proyecciones y de valorar esmeradamente la tasa de descuento, respalda la conclusión fundamental del informe Stern: más vale actuar hoy

drásticamente que correr el riesgo de que la situación se nos vaya de las manos y no podamos evitar el sufrir las consecuencias.

En definitiva, aunque persiste el desacuerdo acerca del cuánto y del cuán rápido, y a pesar de la complejidad del análisis y de las muchas incógnitas aún presentes, todo apunta a que la «contención» es la mejor opción. Así, ante la pregunta de si intervenir o no, cada vez son menos los que responden «quizás, quizás, quizás».

UNIÓN EUROPEA

El crecimiento en la eurozona se desacelera hasta el 2,5%, una senda que proseguirá, si bien a un ritmo más contenido.

Zona del euro: menos carbón en la máquina

La economía europea ha encauzado con claridad la vía de la desaceleración. Tras crecer un 3,3% interanual en el cuarto trimestre de 2006, la actividad se ha ralentizado hasta el 3,1% en el primer trimestre de 2007 y hasta una tasa del 2,5% en el segundo. Las previsiones apuntan, no obstante, a que el ritmo de desaceleración se va a suavizar en la segunda mitad del ejercicio.

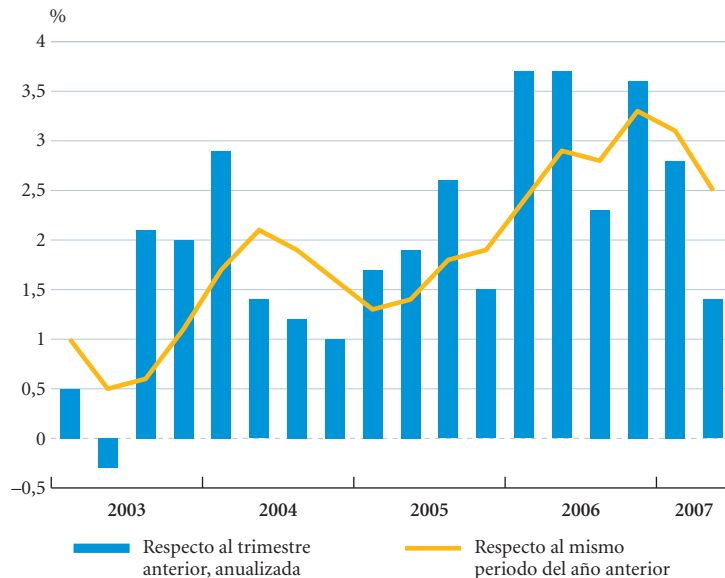
Uno de los motivos fundamentales que explican que la recuperación no se haya dilatado más en el tiempo y haya alcanzado mayor intensidad es que el consumo privado no ha acabado de despegar. Aun-

que todavía no se dispone del detalle de la evolución por componentes del crecimiento del producto interior bruto (PIB) en el segundo trimestre, los indicadores mensuales disponibles abundan en esta explicación. Por ejemplo, las ventas minoristas crecieron un 0,9% interanual en el promedio del periodo de abril a junio, incapaces por tanto de consolidar el ritmo del 1,7% del primer trimestre, nada excepcional, por otra parte.

A pesar de ello, la progresiva recuperación de la confianza del consumidor apunta a una cierta mejora del consumo para los próximos meses. La positiva evolución del mercado de trabajo, con la tasa de paro por debajo del 7% en los meses de mayo y junio, debería contribuir a este

LA RECUPERACIÓN EN LA EUROZONA SE ALEJA DE SUS MÁXIMOS CÍCLICOS

Variación del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	1,6	2,9	2,9	2,8	3,3	3,1	–	2,5	–	–
Ventas al por menor	1,2	2,1	2,3	2,4	2,3	1,7	1,7	0,0	1,0	...
Confianza del consumidor (*)	–14	–9,0	–10	–8	–7	–5	–4	–1	–2	–2
Producción industrial	1,3	4,0	4,3	4,1	4,0	3,9	2,9	2,7	2,4	...
Sentimiento económico (*)	97,9	106,9	106,8	108,2	109,9	110,0	111,0	112,1	111,7	111,0
Tasa de paro (**)	8,6	7,9	7,9	7,8	7,6	7,2	7,0	6,9	6,9	...
Precios de consumo	2,2	2,2	2,5	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
Balanza comercial (***)	42,1	–10,4	–10,0	–21,6	–13,1	–1,1	9,4	14,9	13,0	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	2,2	3,4	2,8	3,1	3,4	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	101,2	104,5	102,6	105,1	104,5	105,5	106,4	107,6	107,0	107,3

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.

giro. El impulso del gasto de los hogares no será, en todo caso, suficiente para revertir el reciente camino de desaceleración que la zona del euro viene siguiendo, dado que las contribuciones del sector exterior y de la inversión tampoco tenderán a ampliarse en los próximos trimestres.

Los indicadores de oferta coinciden con el diagnóstico anterior. La actividad industrial, buena aproximación al momento cíclico, se ha ido deslizado progresivamente hacia una zona de menor ritmo de crecimiento. Así, la producción industrial creció, en junio, un 2,4% interanual, lejos de los máximos anuales superiores al 4% de febrero y marzo. Una senda similar siguen los servicios y la construcción, según se desprende de la evolución de los indicadores de confianza respectivos.

Esta moderación de la actividad se ha visto acompañada de un comportamiento de la inflación relativamente estable, toda vez que el índice de precios de consumo (IPC) armonizado se situó en julio en tasas de incremento del 1,8% interanual. Este ritmo, similar al 1,9% exhibido en

tre marzo y junio, se debe fundamentalmente a que el componente energético ha registrado un crecimiento interanual nulo en dicho mes de julio, rompiendo a la baja con la tendencia de los últimos meses.

A partir de esta situación los interrogantes se refieren lógicamente a las perspectivas de los próximos meses. En particular, preocupa determinar el probable alcance de la desaceleración económica y la evolución de la inflación que pueda acompañar dicho proceso. A pesar de la incertidumbre que rodea el actual episodio de turbulencias financieras, la situación de los fundamentos económicos de la eurozona es positiva y permite esperar que la inercia actual, con un crecimiento del PIB por encima del potencial –que se puede estimar en valores levemente superiores al 2%–, se prolongue en los próximos trimestres. A su vez, cabe esperar una cierta aceleración de la inflación en el tramo final del año.

Los riesgos más inmediatos para el cumplimiento de este escenario derivan del

Un elemento recurrente (consumo débil) y uno nuevo (ralentización inversora) restan posibilidades de expansión económica.

La inflación, en el 1,8% en julio gracias al mejor comportamiento de la energía.

Los riesgos en un futuro inmediato provienen de la esfera internacional más que de la interna.

entorno internacional. Ante el impulso limitado que el consumo privado está mostrando, la senda prevista de desaceleración moderada sólo se podrá dar en un contexto internacional favorable que siga alimentando el binomio exportación-inversión, motor hasta la fecha del actual ciclo europeo, ya que la evolución reciente de los tipos de interés y de los tipos de cambio están jugando a la contra.

Por lo que respecta al primero de estos elementos, las exportaciones en junio crecieron un 9% interanual, aproximadamente tres puntos menos que en el promedio del primer trimestre. Las ventas al exterior en los últimos meses ha tendido a ralentizarse, en parte debido al impacto negativo sobre la competitividad que ha tenido la apreciación del euro, superior al 3% en los doce meses que acaban en agosto. Igualmente, la corrección que empieza a experimentar la inversión es tributaria, en parte, del encarecimiento de las condiciones de financiación, derivada lógica del tensionamiento monetario del Banco Central Europeo y que ha llevado al euríbor a 3 meses a doblarse desde los niveles de 2005.

Alemania crece un 2,5% en el segundo trimestre, frente al 3,6% del trimestre anterior...

Alemania: la fiesta decae pero no se acaba

La economía germana se desaceleró hasta el 2,5% interanual en el segundo trimestre, frente al 3,6% del trimestre precedente. Este movimiento se debió a que la suave mejoría del consumo fue insuficiente para compensar la desaceleración inversora (tanto de bienes de equipo como de construcción) y la menor aportación del sector exterior, provocada por la pérdida de impulso exportador.

A partir de este punto, los indicadores más recientemente publicados apuntan a que, si bien la desaceleración todavía recorrerá un trecho, no se antoja que el proceso revista una intensidad excesiva. Así, a pesar de que la trayectoria del consumo es decepcionante, la consolidación de la recuperación de la confianza del consumidor en el periodo de mayo a julio apunta a un cambio de tercio en el tramo final del 2007. El descenso de la tasa de paro hasta el 9,0% en julio es un factor adicional de soporte al gasto de las familias, colectivo que también se ve apoyado por la contenida situación de la inflación (estable en el 1,8% interanual en junio y julio).

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	1,0	3,1	3,0	3,2	3,9	3,6	-	2,5	-	-
Ventas al por menor	1,4	6,1	5,9	5,5	6,5	-1,2	-0,6	-4,2	-0,8	...
Producción industrial	2,8	6,0	6,0	6,7	6,3	7,6	4,6	5,5	4,9	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	106,1	105,2	107,0	107,5	108,6	108,6	107,0	106,4
Tasa de paro (**)	11,7	10,8	11,0	10,6	10,1	9,4	9,2	9,2	9,1	9,0
Precios de consumo	2,0	1,7	1,9	1,6	1,3	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8
Balanza comercial (***)	156,3	153,1	151,2	148,3	158,1	168,4	175,4	180,4	183,6	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

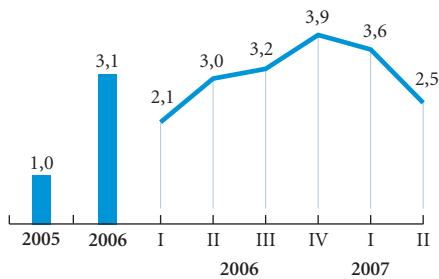
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

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

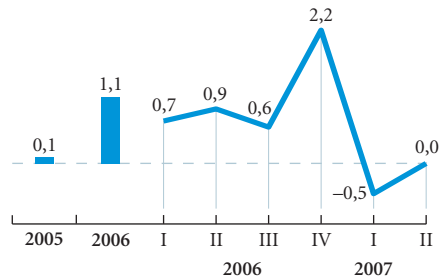
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ALEMANIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

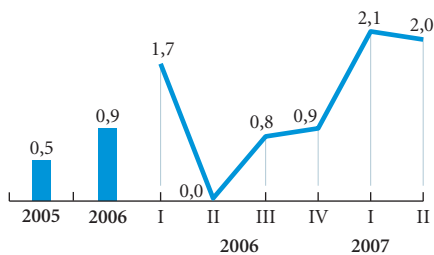
PIB



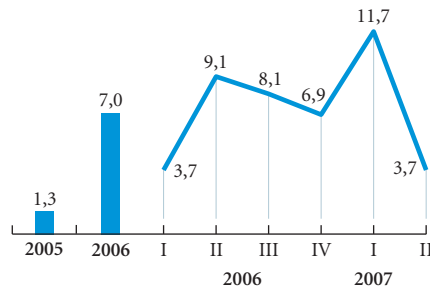
Consumo privado



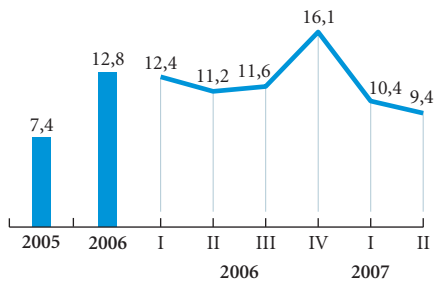
Consumo público



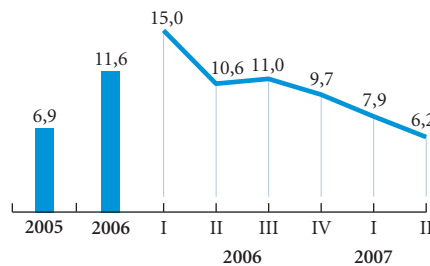
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

Asimismo, la actividad industrial parece haber alcanzado un techo en los últimos meses, dado que la producción industrial acumula tres meses (de abril a junio) creciendo en la zona del 5% interanual. De todas formas, el importante rebote de los pedidos industriales experimentado en mayo y junio avala que las perspectivas del sector secundario son razonablemente positivas.

En definitiva, la situación actual y las expectativas económicas de Alemania son

razonablemente positivas. Aunque el máximo del actual ciclo queda atrás, el tránsito hacia una cota de menor actividad está siendo paulatino y bien anclado en la confianza de los agentes. Sirva de señal de síntesis de todo lo anterior la evolución del indicador IFO de actividad empresarial. Tras anotar sus máximos desde la época de la reunificación en la primera parte del año, en los meses de junio y julio ha experimentado una cierta corrección a la baja. Sin embargo, la suavidad del proceso debería recordarnos que Ale-

...pero el recorrido a la baja no proseguirá con la misma intensidad.

La confianza empresarial, a pesar de cierta corrección, se mantiene alta.

mania sigue marchando a buen ritmo. Una apreciación reforzada por la reciente noticia de que el gigante económico europeo anotó en el primer semestre del año su primer superávit público desde la época de la reunificación.

mestre, situándola en tres décimas porcentuales negativas.

Los últimos indicadores mensuales no ayudan a despejar las incógnitas sobre si esta fase decepcionante del ciclo finalizará pronto. Por el lado de la demanda, los datos de tipo cuantitativo, como el consumo de las familias o las ventas de automóviles, apuntan a que, a caballo entre el segundo y el tercer trimestres, el pulso del consumo privado se mantiene. Pero en cambio los indicadores de confianza del consumidor registran una tendencia a empeorar en junio y julio, lo que ensombrece las perspectivas de recuperación apreciable del gasto de los hogares. Desde la óptica de la oferta, por el contrario, la situación es distinta, ya que su indicador principal, la producción industrial, se desplomó en junio con un descenso interanual del 0,8%, mientras que la confianza del sector remontó tanto en junio como el julio.

Más clara es la interpretación de la evolución de precios y paro. En ambos frentes la economía gala exhibe una tendencia positiva. En materia de inflación cabe destacar que el IPC apenas crecía un 1,1% interanual en julio, levemente inferior al 1,2% de junio. Igualmente, otros precios relevantes, como los de producción, también tienden a flexionar a la baja. Por lo

Decepcionante crecimiento galo en el segundo trimestre, de apenas un 1,3%.

Francia: batacazo en el segundo trimestre

Francia no acaba de encarar la senda de la recuperación. El crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue de apenas un 1,3% interanual, sensiblemente inferior a lo que se esperaba y su peor registro desde el cuarto trimestre de 2005. Esta desaceleración de calado, que viene de un crecimiento del 1,9% interanual en el primer trimestre, se ha debido principalmente al notable deterioro de la inversión (que pasó del 5,0% interanual del primer trimestre al 3,2% del segundo) y al drenaje que ejerció la acumulación de existencias, el cual restó medio punto porcentual a la variación del PIB. Por el contrario, tanto el consumo privado como el público mantuvieron un ritmo de avance que rondaba el 1,8% interanual, similar al experimentado en el periodo de enero-marzo. Por su parte, el sector exterior moderó su aportación negativa a la mitad respecto al primer tri-

Los indicadores del tercer trimestre apenas despejan las dudas sobre las posibilidades económicas de Francia.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	1,7	2,2	2,7	2,1	2,1	1,9	-	1,3	-	-
Consumo de los hogares	3,2	2,7	3,0	3,0	2,8	3,5	3,2	1,9	3,1	...
Producción industrial	0,2	1,0	1,8	0,7	0,7	0,9	1,3	-0,4	-0,8	...
Tasa de paro (*)	9,8	9,0	9,1	8,8	8,6	8,4	8,2	8,1	8,0	...
Precios de consumo	1,7	1,7	1,9	1,7	1,3	1,2	1,3	1,1	1,2	1,1
Balanza comercial (**)	-1,3	-2,1	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

que se refiere a la tasa de paro, se situó en junio en el 8,0% de la población activa, acumulando una disminución de un punto porcentual en un año.

Italia: reforma modesta, pero meritoria, de las pensiones

La economía italiana sigue transitando por los derroteros habituales de los últimos tiempos: la coyuntura mantiene un tono discreto, pero no deprimido, mientras el gobierno Prodi intenta aprovechar el escaso margen de maniobra político de que dispone para impulsar algunos proyectos de reforma que no afecten en lo sustancial a los equilibrios nacionales.

Entrando en la primera de estas cuestiones, los datos preliminares del PIB del segundo trimestre han confirmado que Italia transita por la senda de desaceleración que las restantes grandes economías de la eurozona también están siguiendo. Tras crecer un 2,3% interanual en los tres primeros meses del año, el ritmo de actividad decayó al 1,8% en el segundo trimestre. A pesar de no disponer del detalle de componentes, los responsables de esta pérdida de ritmo deberían ser, por el lado de la demanda, el consumo privado y, por el de la oferta, la industria.

Así, los indicadores del gasto de las familias (confianza del consumidor, ventas minoristas) han empeorado en dicho segundo trimestre, y eso que se partía de niveles relativamente bajos. Igualmente, la producción industrial ha aflojado en el segundo trimestre respecto al trimestre precedente. En este contexto, el único alivio proviene del mantenimiento de ritmo de crecimiento de la inflación en niveles reducidos (1,6% interanual en julio) y de una tendencia de descenso del paro positiva, que ha llevado a la tasa de paro a situarse en el 6,2% de la población activa en el primer trimestre, dos décimas menos que la registrada en el cuarto trimestre de 2006.

Dada esta coyuntura, y teniendo en cuenta la fragilidad de la coalición gubernamental transalpina, los intentos del ejecutivo que lidera Romano Prodi de mejorar algunas de las deficiencias estructurales del país no dejan de tener su mérito. A pesar de que se ha considerado insuficiente, un reciente acuerdo entre gobierno y sindicatos abre la puerta a la reforma de las pensiones. Dicho compromiso establece la paulatina ampliación de la edad de jubilación y de los años mínimos de cotización. De cumplirse la letra del acuerdo, en 2013 la edad mínima de jubilación será de 61 años, frente a la actual de 57, y los años cotizados 36 (35 en la actualidad).

En Italia, el PIB avanza un 1,8% en el segundo trimestre, frente al 2,3% anterior, fruto de la falta de ritmo de la demanda interna.

Modesta reforma de las pensiones, que tiene más valor por el entorno político en el que se realiza que por su alcance.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	0,2	1,9	1,6	1,6	2,8	2,3	-	1,8	-	-
Ventas al por menor	0,4	1,2	1,8	1,6	1,0	1,0	-0,4	0,2	...	...
Producción industrial	-0,8	2,6	1,9	1,8	3,7	1,1	1,0	1,1	0,1	...
Tasa de paro (*)	7,7	6,8	6,9	6,6	6,4	6,2	-	...	-	-
Precios de consumo	1,9	2,1	2,2	2,2	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,6
Balanza comercial (**)	8,2	7,0	10,9	7,8	10,8	15,7	-17,3	-16,3	...	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La inflación británica, en el 1,9% en julio, puede estar indicando un cierto enfriamiento económico...

...pero que esta tónica se consolide va a llevar aún cierto tiempo.

Reino Unido: la inflación se apacigua

La imagen de una economía recalentada y en una senda peligrosa ha remitido parcialmente en los meses de verano. El dato que ha remachado esta percepción ha sido la inflación que, tras mostrarse muy amenazante en meses anteriores, ofreció un excelente registro en julio al situarse en el 1,9% interanual (2,4% en junio). A pesar de que el último informe trimestral sobre inflación del Banco de Inglaterra ofrece un escenario de precios todavía por encima del objetivo del 2% –lo que a su vez ha dado pie a esperar algún movimiento alcista adicional del tipo de interés oficial– las previsiones de los analistas apuntan a que lo peor del tensionamiento inflacionista ha quedado atrás.

Ello no obstante, la composición del crecimiento del segundo trimestre, que sorprendió por su fortaleza al mantenerse en el 3,0% interanual, nos recuerda los elementos centrales a los que se deberá prestar atención en el otoño. El primero, el persistente dinamismo del consumo pri-

vado. Así, en dicho segundo trimestre, este componente avanzó un 2,6 interanual, un ritmo similar al exhibido en el primer trimestre. En este sentido, la cifra de ventas minoristas de julio, que muestra una aceleración de siete décimas porcentuales respecto a junio, hasta el 4,4%, abunda en esta tendencia. Ciertamente, mientras no se enfríe el exuberante mercado laboral (capaz de arrojar una tasa de paro tan reducida como el 2,6% en julio), el sostén de fondo del consumo va a seguir siendo fuerte.

Otro elemento de atención será el alcance de la desaceleración de la inversión. En dicho segundo trimestre la formación bruta de capital fijo cedió hasta el 1,7% interanual, frente al 6,2% anterior. De nuevo, los indicadores del tercer trimestre, ciertamente todavía escasos, apuntan a que la tendencia no se va a corregir inmediatamente, reflejando probablemente los efectos del tensionamiento monetario británico sobre las condiciones de financiación empresarial.

LA INFLACIÓN BRITÁNICA SE ALEJA DE SUS MÁXIMOS

Variación interanual del índice de precios de consumo



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas y elaboración propia.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
PIB	1,8	2,8	2,8	3,0	3,1	3,0	–	3,0	–	–
Ventas al por menor	1,9	3,2	3,4	3,8	3,8	4,5	4,3	4,0	3,7	4,4
Producción industrial	–2,0	0,0	–0,5	0,5	0,9	–0,1	0,3	0,6	0,8	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,9	2,9	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6
Precios de consumo	2,0	2,3	2,2	2,4	2,7	2,9	2,8	2,5	2,4	1,9
Balanza comercial (**)	–64,9	–78,5	–77,5	–81,6	–83,1	–83,5	–83,7	–81,1	–80,6	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,1	4,6	4,8	5,1	5,3	5,6	5,7	5,8	6,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	99,5	102,7	97,4	100,0	102,7	103,9	104,0	103,9	103,6	104,3

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Política medioambiental para el cambio climático: ¿querer es poder?

¿Es utópico pretender reducir las emisiones globales de CO₂? La «tragedia de los bienes comunes» –tal y como el economista británico William Forster Lloyd dio en llamar a problemas similares al del calentamiento global y las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI)–, así como las condiciones para resolverla al menor coste posible, se conocen desde hace tiempo. Sin embargo, la ratificación del Protocolo de Kyoto se ha mostrado como un proceso arduo, dejando en el camino a EEUU y Australia y con importantes concesiones a otros países reticentes. Son muchos los que piensan que es muy improbable que en un futuro cercano pueda llegarse a un acuerdo a nivel mundial. ¿Cuáles son las causas de este pesimismo? ¿Por qué si la teoría es relativamente clara, la solución se ve tan lejos?

Un primer problema reside en la gran incertidumbre acerca del nivel de emisiones socialmente óptimo. En efecto, si pudiéramos determinar con certeza el nivel de emisiones que más nos conviene, tanto un impuesto sobre las emisiones de GEI como un sistema de cuotas de emisión que se pudieran comerciar conseguirían reconducir el comportamiento de los agentes contaminantes hasta llevarlos al nivel óptimo. Ambos mecanismos son los menos costosos, pues permiten que el coste de reducir las emisiones en una unidad adicional se iguale en todas las empresas y refleje el coste incremental que la sociedad está dispuesta a asumir después de tener en cuenta los beneficios derivados de tal reducción.

Pero si algo es recurrente en cualquier estudio sobre cambio climático es la incertidumbre acerca del beneficio y los costes asociados a la reducción de las emisiones y, por tanto, acerca del nivel que sería óptimo para el planeta. No obstante, los estudios realizados hasta ahora nos permiten estar relativamente seguros sobre dos puntos. Se sabe que los efectos del cambio climático dependen del *stock* acumulado de emisiones a lo largo del tiempo y que los GEI emitidos durante un año representan una parte muy pequeña de este *stock*. Así pues, los beneficios de reducir las emisiones, aunque sea de manera drástica, durante un periodo corto de tiempo serían mínimos. Como, en cambio, el coste de reducir las emisiones en una unidad adicional crece a medida que avanzamos en el proceso de reducción –reducir las emisiones de 100 a 99 cuesta mucho menos que reducirlas de 80 a 79– exigir

una fuerte reducción de las emisiones en poco tiempo puede resultar mucho más costoso y, por irrealista, no sostenible, que pecar de lo que, inicialmente, podría parecer una falta de ambición y empezar con reducciones modestas pero sostenidas en el tiempo.

En este sentido, el control de las emisiones vía impuestos es preferible al sistema de cuotas, puesto que minimiza el riesgo de incurrir en grandes costes si erramos en nuestras predicciones. El impuesto fija de forma efectiva un máximo para el coste unitario de reducirlas, algo que no ocurre con un sistema de cuotas. En dicho sistema, una vez concedidos los permisos de emisión, la cantidad de emisiones queda fijada sea cual sea el coste que esto tenga para la sociedad.

No obstante, el de la eficiencia no es el único criterio que debe satisfacer un mecanismo para que resulte efectivo. Un reto mucho más difícil es el planteado por todos los problemas de incentivos que surgen al intentar implantarlo a escala global. El primer problema es lograr que todos los países participen y evitar así que el esfuerzo de unos sea desaprovechado por el oportunismo de otros. A priori, los países en vías de desarrollo y los productores de combustibles fósiles pueden ser los más reticentes. Los primeros, porque además de no ser los causantes del problema –aunque los datos muestran que serán responsables de gran parte del *stock* futuro de GEI– difícilmente pueden permitirse el esfuerzo. Los segundos, porque el éxito en la reducción de emisiones les implica la pérdida de una importante fuente de ingresos. Transferirles grandes sumas de dinero puede no resultar atractivo y, sin embargo, es la única manera de incentivarlos a participar. Por ello, un sistema de cuotas puede resultar mucho más fácil de implantar políticamente ya que las transferencias se realizarían de una manera indirecta, asignándoles permisos de más, que podrían vender. Para incrementar la participación y reducir las compensaciones, algunos analistas han sugerido fijar objetivos moderados a corto plazo que se incrementen notablemente con el tiempo y definir unos criterios de elegibilidad, en función del nivel de renta, para ir incorporando al acuerdo a los países en vías de desarrollo.

El otro problema que surge es debido a que los países tienen fuertes incentivos a incumplir cualquier acuerdo que limite sus emisiones pues, desde el punto de vista individual, ello tiene consecuencias insignificantes sobre el objetivo global si el resto de países no vulnera los acuerdos. No es fácil detectar, y no digamos ya sancionar, el incumplimiento de las obligaciones de un país soberano.

Una vez expuestos los principales criterios a satisfacer, la pregunta es si el Protocolo de Kyoto lo consigue. El Protocolo recoge, en cierta medida, todas las ideas anteriormente expuestas, pero lo hace de una forma tal vez inadecuada. La fijación de las emisiones del año 1990 como base para calcular las reducciones necesarias es arbitraria e ignora la evolución del crecimiento económico de los países desde entonces. Aquellos que han crecido notablemente, como España, se enfrentan a reducciones mucho mayores que las que se esperaban en el momento de firmar el Protocolo. En cambio, aquellos países que han crecido menos (o que han decrecido como, por ejemplo, Rusia), dispondrán de permisos sobrantes que podrán vender sin haber tenido que invertir nada en reducir sus emisiones. Por otro lado, los mecanismos de sanción en caso de fraude carecen de una fuerza disuasoria real y la evolución en el tiempo de los compromisos de reducción se ha dejado en el aire.

Todo esto hace que el protocolo, en su forma actual, no solucione adecuadamente los problemas de incentivos que se generan. Es más, la negativa de Estados Unidos a unirse al acuerdo implica que los permisos de los que dispone Rusia sean suficientes para compensar el esfuerzo reductor del resto de firmantes. De todas maneras, el Protocolo de Kyoto no está tan lejos del ansiado mecanismo «ideal». Eso sí, necesita unos retoques. Afortunadamente, los participantes en la cumbre de Heiligendamm parecen haber tomado nota de ello.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

La crisis hipotecaria *subprime* en EEUU centra todas las miradas

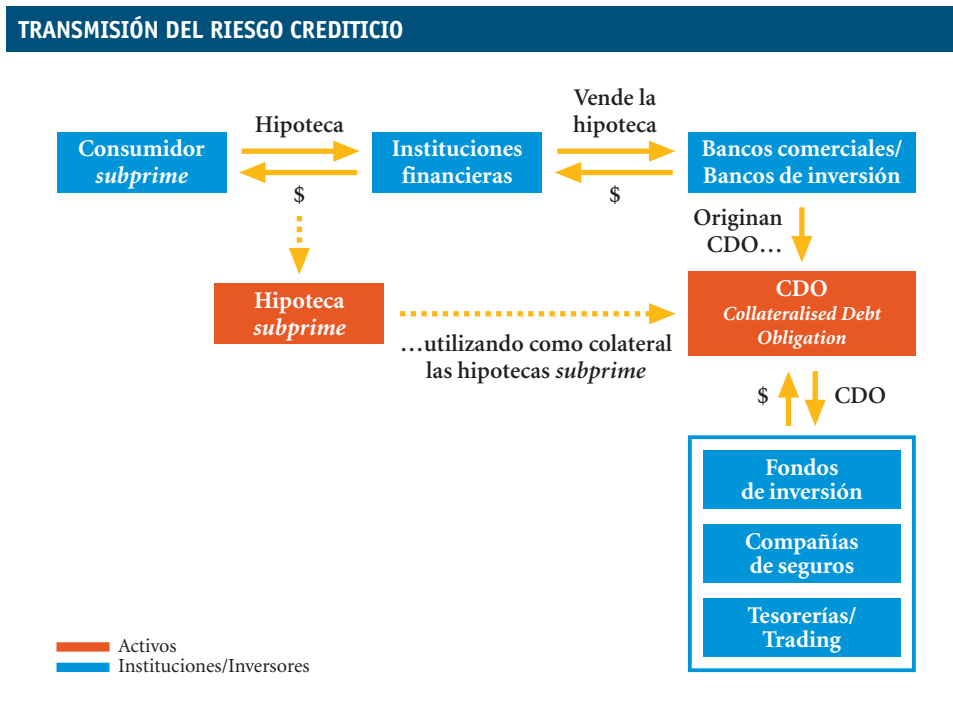
Agosto de 2007 pasará a la historia financiera por la crisis del mercado estadounidense de hipotecas de baja calidad crediticia (*subprime*). ¿En qué consiste este activo? ¿Cuál ha sido el proceso de contagio? Las *subprime* son una clase de hipotecas concedidas a clientes con menor solvencia y que por lo tanto presentan un mayor riesgo de impago que los clientes «normales». Estas hipotecas se califican así cuando se conceden a personas con un historial de crédito problemático o que no aportan toda la documentación necesaria (pruebas sobre sus fuentes de ingresos, por ejemplo) o en casos en los que la cuantía de la hipoteca representa un por-

centaje muy alto del precio de la vivienda financiada (más del 85%) o el pago mensual representa más de un 55% de los ingresos disponibles, etc. Al ser más arriesgadas, las *subprime* suelen llevar aparejado un tipo de interés más alto. Normalmente, los clientes suelen pagar un diferencial entre un 2% y un 3% superior al de una hipoteca estándar o *prime*.

Actualmente, el mercado hipotecario de Estados Unidos es de unos 10 billones de dólares, de los cuales las hipotecas *subprime* representan un 13% del total del mercado hipotecario y un 9% del producto interior bruto (PIB) nominal de Estados Unidos. A priori, no parece que su importancia económica pueda poner en jaque la liquidez del sistema bancario de Esta-

En agosto ha explotado la crisis hipotecaria *subprime* en Estados Unidos.

Las hipotecas de alto riesgo representan el 13% del mercado hipotecario estadounidense.



FUENTE: Elaboración propia.

A través de las titulizaciones, el riesgo de estos productos es transferido a los inversores institucionales.

dos Unidos. Sin embargo, dos elementos han potenciado los efectos nocivos del aumento de la morosidad de este activo. Pero antes de explicar el contagio debemos detenernos en averiguar quién tiene estos activos en sus carteras de inversión.

La mayoría de estos préstamos hipotecarios *subprime* son otorgados por entidades financieras no tomadoras de depósitos que están sujetas a menores exigencias regulatorias y de supervisión, en comparación con el resto de bancos y entidades de depósito. Una vez el cliente utiliza el préstamo para adquirir su vivienda, la deuda queda anotada en el balance de las entidades que han concedido el préstamo. Pero estas entidades, con el fin de dinamizar su actividad, se desprenden de estas hipotecas y las venden a bancos comerciales o bancos de inversión.

Dos factores son clave en el proceso de contagio: la alta liquidez y el apalancamiento financiero.

Estos nuevos tenedores, a su vez, «empaquetan» las hipotecas en bloques y emiten bonos de titulización de deuda (los CDO, acrónimo de *Collateralised Debt Obligation*), que utilizan las hipotecas *subprime* como garantía o colateral. Es decir, se genera un nuevo activo más fácilmente negociable en los mercados a partir de las hipotecas *subprime*, y este bono es el que detenta el riesgo de la operación. A medida que los propietarios de las hipotecas van pagando mensualmente la deuda, con este dinero se paga a los que han comprado estos bonos. Los adquirentes de CDO son normalmente fondos de inversión, compañías de seguros, tesorerías, *traders*, etc., los cuales obtienen con estos títulos unos rendimientos superiores a la media del mercado si bien, lógicamente, incurrir en un riesgo superior. Este nuevo producto se segmenta según el riesgo crediticio asumido y se le asigna una calificación o *rating* crediticio por parte de las agencias de *rating*. ¿Qué riesgo de crédito asume el comprador de este producto? Muy sencillo: la garantía del producto es al final la hipoteca *subprime*. Si el cliente

deja de pagar su hipoteca las pérdidas se trasladan al tenedor del préstamo o al bonista que está al final de la cadena de riesgo. En definitiva, a través de la titulización, las hipotecas *subprime* han sido retiradas del pasivo del balance de la entidad concesionaria, siendo transferidas a los clientes institucionales citados (fondos de inversión, tesorerías, compañías de seguros, etc.).

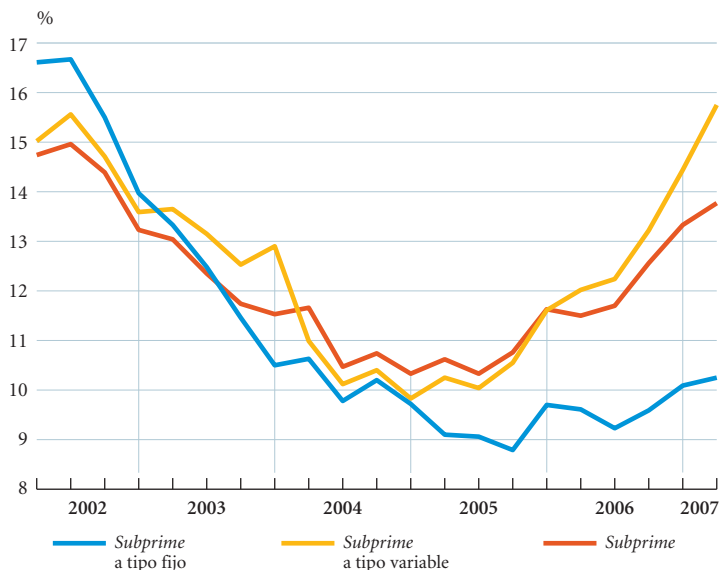
Entonces, si la cantidad de hipotecas *subprime* representa un porcentaje pequeño y el riesgo está atomizado, es decir, distribuido finalmente entre los agentes del mercado, ¿cómo se explica que la crisis contagie al resto de activos? Como hemos avanzado previamente, dos han sido los factores clave: la alta liquidez y el apalancamiento financiero. Desde hace varios años, el sistema financiero global está inmerso en un mar de liquidez, como consecuencia de varios factores (políticas monetarias expansivas, baja inflación, desarrollo de nuevas tecnologías para la gestión del riesgo, etc.). Para corregir esta situación, los bancos centrales de las principales economías se hallaban en una fase de subidas de tipos de interés, ante el temor a la existencia de una burbuja especulativa ligada a los activos inmobiliarios y a las materias primas.

Varias circunstancias se han aliado para dar lugar a la crisis financiera del *subprime* en Estados Unidos. En primer lugar, el fuerte aumento de los tipos de interés hipotecarios (unos 200 puntos básicos en 2 años). Además, el sector inmobiliario entró en recesión en enero de 2006, con caída del número de viviendas vendidas y descenso de precios. Adicionalmente, se ha producido una ligera desaceleración económica y, finalmente, una relajación de los estándares de concesión de crédito hipotecario *subprime*, sobre todo en 2005 y 2006. Estos elementos han impulsado el aumento de la morosidad hipotecaria.

El aumento de los tipos de interés hipotecarios, la recesión del inmobiliario y la relajación de los estándares de concesión de crédito son los factores que subyacen en el aumento de la morosidad hipotecaria.

LOS CONSUMIDORES NO PUEDEN HACER FRENTE AL PAGO DE LAS HIPOTECAS DE ALTO RIESGO

Morosidad con relación al total de crédito concedido



FUENTES: Mortgage Bankers Association y elaboración propia.

Los clientes institucionales (sobre todo los fondos de inversión libres o *hedge funds*) que invertían en este tipo de productos, aprovechando la oportunidad de financiarse muy barato por su alta liquidez, y la posibilidad de utilizar el *carry trade* (operaciones de endeudamiento en divisas de bajos tipos de interés e inversión en activos denominados en monedas de alto rendimiento), lo combinaron con un alto apalancamiento para potenciar la rentabilidad. Es decir, los fondos pedían prestado utilizando como colateral los activos del fondo para así poder aumentar sus inversiones en los mismos activos a través de complejos derivados. Por tanto, se intensificaba la concentración de riesgos, al utilizar el dinero del fondo para comprar bonos cuyo colateral son hipotecas de alto riesgo, endeudándose para comprar más bonos del mismo tenor.

Los efectos de la crisis en los mercados de capitales

Los bonos hipotecarios *subprime* no cotizan en el mercado organizado. Debido a

la ausencia de cotizaciones reales diarias, para valorarlos se suelen utilizar modelos matemáticos sofisticados, y se suelen valorar mensualmente. Sin embargo, el aumento de la morosidad hipotecaria obligó a reconocer que algunos de los productos financieros no podrían recuperar el capital invertido.

Esta incertidumbre sobre el valor real de estos activos y sobre la viabilidad financiera de las entidades que concedían estas hipotecas desató la desconfianza de los bancos, que optaron por no prestar dinero en el mercado interbancario a estas entidades. Esto llevó a un aumento de los tipos de interés del mercado interbancario en determinados tramos, como se pone de manifiesto en el cuadro adjunto.

El aumento de la morosidad y la imposibilidad de obtener financiación ha llevado a la quiebra a numerosas entidades financieras que cubrían el segmento hipotecario *subprime*. Pero la crisis no se limita a Estados Unidos. La difusión de este negocio –la compra de bonos de tituliza-

La incertidumbre sobre el valor de estos activos dispara todas las alarmas.

Todos los inversores institucionales sufren las consecuencias del deterioro crediticio de las hipotecas de alto riesgo.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro		Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza	
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5) Tres meses Un año	Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	
2006									
Agosto	2,98	3,23 3,62	5,25	5,42	0,44	4,73	4,94	1,61	
Septiembre	3,03	3,34 3,72	5,25	5,38	0,44	4,75	5,03	1,74	
Octubre	3,23	3,50 3,80	5,25	5,37	0,44	4,75	5,13	1,85	
Noviembre	3,31	3,60 3,86	5,25	5,37	0,48	4,93	5,23	1,90	
Diciembre	3,50	3,68 3,92	5,25	5,36	0,53	5,00	5,29	2,02	
2007									
Enero	3,56	3,75 4,06	5,25	5,36	0,55	5,16	5,49	2,15	
Febrero	3,55	3,82 4,09	5,25	5,36	0,57	5,25	5,57	2,21	
Marzo	3,75	3,89 4,11	5,25	5,35	0,67	5,25	5,55	2,26	
Abril	3,81	3,98 4,25	5,25	5,35	0,65	5,25	5,65	2,32	
Mayo	3,82	4,07 4,37	5,25	5,36	0,66	5,42	5,77	2,41	
Junio	4,06	4,16 4,50	5,25	5,36	0,70	5,50	5,89	2,54	
Julio	4,05	4,26 4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63	
Agosto (1)	4,08	4,73 4,76	5,25	5,51	0,99	5,75	6,61	2,84	

NOTAS: (1) Día 27.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 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%), 6-6-07 (4,00%).

(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.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

Los inversores reducen sus activos de más riesgo y compran bonos públicos en una huida hacia la calidad.

ción hipotecaria— va mucho más allá del mercado americano. Dos bancos alemanes, el IKB y el banco regional Sachsen LB tuvieron que ser rescatados por las pérdidas generadas por estas operaciones. Varias entidades, ante la imposibilidad de calcular un valor liquidativo de sus fondos de inversión, han cerrado temporalmente estos instrumentos de ahorro. Por ejemplo, BNP-Paribas cerró tres fondos de inversión y Goldman Sachs lideró el rescate de uno de sus fondos invirtiendo directamente 3.000 millones de dólares. Otro banco de inversiones, Bear Stearns, cerró dos *hedge funds* con pérdidas de 20.000 millones de dólares, advirtiendo a los partícipes que se había perdido todo. Y la lista continúa, si bien nadie conoce con exactitud el al-

cance del problema y hasta que transcurran unos meses no va a ser posible tener información más fidedigna.

La iliquidez del mercado también impactó en los mercados de colocación de bonos. Así, se pospuso la colocación de 12.000 millones de dólares en bonos para financiar la venta de Chrysler. Otras operaciones de financiación para la adquisición de empresas se difirieron o suspendieron ante la ausencia de inversores interesados en adquirir bonos o préstamos que servían para financiar compras de empresas con gran apalancamiento.

Los efectos sobre los precios de los activos no se hicieron esperar. Los inversores se apresuraron a vender aquéllos que repre-

LA HUIDA A LA CALIDAD FRENA LA SUBIDA DE LOS TIPOS A LARGO PLAZO

Evolución de la rentabilidad de la deuda pública a 10 años en 2007



FUENTE: Bloomberg.

sentaban un mayor riesgo y a refugiarse en la deuda pública. Esta huida hacia la calidad ha motivado sensibles descensos de los rendimientos de la deuda pública. Los movimientos en las curvas de tipos de interés han sido intensos: el bono a 2 años en Estados Unidos pasó a cotizar un 3,99% desde un 4,80%, y el tipo de interés de la letra a un mes se desplomó desde el 5,0% hasta cotizar un 2,1%. Las curvas de tipos de interés de la deuda pública se desplazaron hacia abajo.

Por otra parte, las compañías que se financiaban en el mercado de renta fija a través de la emisión de pagarés y otros instrumentos similares se han visto obligadas a pagar primas de riesgo superiores, hasta el punto de cancelarse muchas emisiones, optando las empresas por utilizar las líneas de crédito abiertas con sus bancos. Se han ampliado significativamente las primas de riesgo de los bonos de baja calidad crediticia y también los de los países emergentes, aunque en menor medida. Se han vendido las divisas con las que se habían financiado los inversores

internacionales, lo que ha provocado movimientos intensos del dólar de Nueva Zelanda y del yen japonés.

Los días 9 y 10 de agosto la crisis se trasladó a todas las bolsas del mundo, que cayeron con fuerza. Las principales bolsas mundiales sufrieron retrocesos que alcanzaron un rango de entre el 3,2% y el 9,1%, aunque al final del mes se ha producido una ligera recuperación de las mismas. También se ha registrado un fuerte aumento de la volatilidad en las bolsas: los movimientos no sólo han sido intensos, sino que además en una misma sesión las oscilaciones eran muy bruscas; es decir, la bolsa iniciaba la sesión con una fuerte caída para acabar con una fuerte alza o viceversa. En realidad, es interesante resaltar cómo este aumento de la volatilidad es reflejo de un aumento del precio del riesgo. Puede comprobarse perfectamente la revisión de precios de los activos que se ha vivido durante el mes de agosto, simplemente observando el fuerte aumento de la volatilidad de las bolsas.

Las compañías tienen más complicado financiarse en el mercado secundario de renta fija.

Las bolsas internacionales retroceden entre un 3% y un 9%, con fuerte aumento de la volatilidad.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

27-08-2007

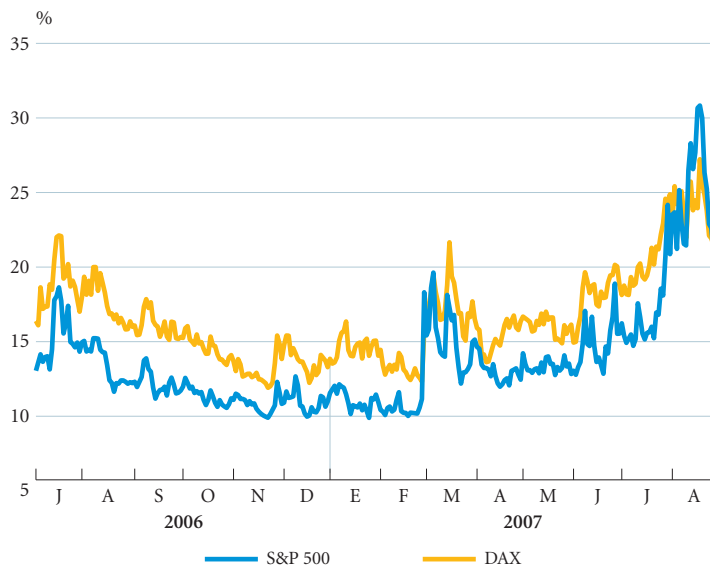
	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2006	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	116,2	-2,1	-2,4	-0,8
Libra esterlina	0,496	0,5	-2,8	-6,1
Franco suizo	1,204	-0,4	-1,3	-2,8
Dólar canadiense	1,048	-1,5	-11,2	-6,1
Peso mexicano	11,006	-0,1	1,7	1,2
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,366	0,2	3,5	6,9
Yen japonés	158,8	-1,8	1,1	6,0
Franco suizo	1,644	-0,2	2,2	4,0
Libra esterlina	0,678	0,6	0,6	0,4
Corona sueca	9,364	1,8	3,6	1,1
Corona danesa	7,442	0,0	-0,2	-0,2
Zloty polaco	3,825	0,5	-0,2	-3,2
Corona checa	27,79	-0,8	1,1	-1,4
Forint húngaro	256,0	1,8	1,9	-7,5

NOTA: (*) Un signo positivo indica una apreciación del dólar (primer grupo) o del euro (segundo grupo).

FUENTE: Bloomberg.

EL PRECIO DEL RIESGO, POR LAS NUBES...

Volatilidad de la bolsa alemana y EEUU



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

27-08-2007

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	13.378,9	0,9	7,3	18,6
<i>Standard & Poor's</i>	1.479,4	1,4	4,3	14,2
<i>Nasdaq</i>	2.576,7	0,6	6,7	20,4
Tokio				
	16.301,4	-5,7	-5,4	2,3
Londres				
	6.220,1	0,1	0,0	5,8
Zona del euro				
	4.257,3	0,3	3,3	12,6
<i>Francfort</i>	7.524,5	1,0	14,1	29,5
<i>París</i>	5.613,8	-0,5	1,3	9,8
<i>Amsterdam</i>	520,6	-1,2	5,1	11,9
<i>Milán</i>	40.023,0	1,1	-3,4	6,1
<i>Madrid</i>	14.352,4	-1,6	1,5	19,2
Zurich				
	8.824,5	1,4	0,4	8,9
Hong Kong				
	23.577,7	4,5	18,1	39,1
Buenos Aires				
	2.081,5	-3,2	-0,4	24,1
São Paulo				
	52.997,6	0,1	19,2	47,4

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

FUENTE: Bloomberg.

La reacción de los bancos centrales

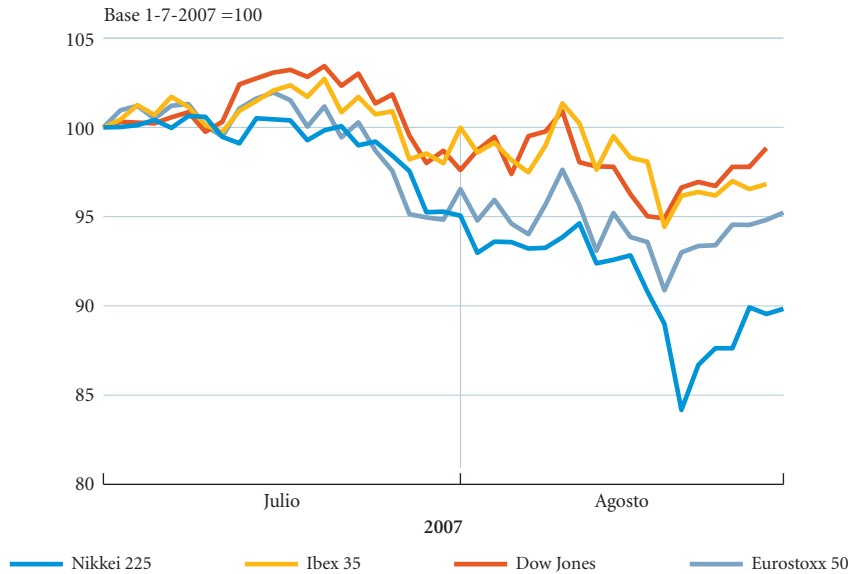
Los bancos centrales, preocupados por el riesgo sistémico, han intervenido de forma extraordinaria inyectando fondos para paliar las tensiones de liquidez en los mercados monetarios. Así, el 9 de agosto el Banco Central Europeo (BCE) inyectó 94.800 millones de euros en subasta decenal, pero el 22 de agosto detectó que había una gran tensión de liquidez en el tramo de interés de tres meses, por lo que inyectó 40.000 millones de euros a tres meses en el mercado monetario. En total, los bancos centrales de Estados Unidos, Europa y Japón inyectaron 350.000 millones de dólares para aliviar las tensiones en el mercado interbancario.

Tras una contundente caída de la bolsa japonesa el 17 de agosto, de más de un 5%,

y cuando las bolsas europeas mantenían fuerte descensos, la Reserva Federal bajó el tipo de descuento del 6,25% al 5,75%, pero manteniendo el tipo federal (tipo oficial en Estados Unidos), es decir, recortó el precio del dinero a los bancos que utilizan este tipo para descontar activos con el banco central. Este movimiento provocó una remontada espectacular en el instante en que se conocía la noticia en las bolsas europeas y en Estados Unidos. La Reserva Federal publicó dos comunicados. En el primero, anunciaba el recorte del tipo de descuento advirtiendo que permitía a los bancos solicitar liquidez contra entrega de activos en un periodo de hasta 30 días. Además, la Reserva Federal se mostraba dispuesta a aceptar como contrapartida de la liquidez una amplia gama de activos, que incluyen hipotecas inmobiliarias y activos relaciona-

Los bancos centrales, preocupados por el riesgo sistémico, inyectan liquidez para evitar un mayor deterioro de los mercados financieros.

TURBULENCIAS EN LAS BOLSAS



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

La Reserva Federal baja el tipo de descuento del 6,25% al 5,75%, aunque mantiene, de momento, el tipo de interés de los fondos federales.

dos, para ayudar a las entidades que tienen dificultades en vender éstos en el mercado interbancario, pues no encuentran compradores. En el segundo comunicado, afirmaba que las condiciones de los mercados financieros se habían deteriorado y que la restricción crediticia y el aumento de la incertidumbre tienen el potencial de reducir el crecimiento económico en los próximos trimestres. Al abandonar el mensaje de la preocupación por la inflación, la Reserva Federal dejaba la puerta abierta para bajar los tipos de interés en su próxima reunión del 18 de septiembre si la situación económica lo requiriese. El impacto de todas estas medidas calmó a los mercados de capitales, que consolidaron los niveles alcanzados tras las caídas.

Las tres incógnitas para los próximos meses

¿Cuáles son las perspectivas inmediatas? La primera pregunta es el impacto en las

cuentas de resultados de las instituciones financieras más expuestas al riesgo *subprime*. Además, el parón sufrido en el mercado primario de capitales supone una pérdida de negocio por la suspensión de salidas a bolsa, colocación de bonos en el mercado de renta fija, operaciones de fusiones y adquisiciones que se han suspendido o diferido en el tiempo, aumento de provisiones extraordinarias y la necesidad de financiar en el balance de las entidades activos que no pueden venderse, con el consiguiente consumo de recursos y la menor capacidad de conceder nuevos préstamos. Es importante destacar que si el mercado recupera la confianza y se reconduce el sentimiento de pánico vivido en los mercados financieros, este impacto sólo significa un pequeño bache en el negocio bancario. El problema sería el mantenimiento de la situación durante varios meses, pues los beneficios empresariales del sector financiero representan un 30% del total de beneficios empresariales en Estados Unidos.

La segunda incógnita es el impacto del endurecimiento de las condiciones de crédito sobre la trayectoria de desaceleración del consumidor norteamericano. Finalmente, las decisiones que tomarán la Reserva Federal y el BCE en sus próximas reuniones sobre el tipo oficial de interés siguen siendo una incógnita. En el caso de Estados Unidos se perfila más clara-

mente la posibilidad de una bajada. En el caso del BCE, se especula sobre un diferimiento de la subida que estaba preanunciada para la reunión del Consejo de septiembre. Al final, la propia dinámica del mercado será decisiva para que los garantes del sistema decidan salir con todo el equipo a apagar el fuego.

El impacto de la crisis sobre las cuentas de resultados de los bancos y el consumidor en Estados Unidos, así como las dudas sobre los próximos movimientos de los tipos de interés oficiales, son las incógnitas para los próximos meses.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

Se mantiene un dinamismo económico muy superior al del conjunto del área del euro.

El sector exterior sigue detrayendo 0,9 puntos porcentuales al crecimiento del PIB.

La demanda nacional sigue moderándose suavemente

Los últimos datos de contabilidad nacional trimestral publicados por el Instituto Nacional de Estadística, correspondientes al segundo trimestre de 2007, después de una revisión de las series históricas, confirman que el máximo cíclico de la actual fase de crecimiento ha quedado atrás. No obstante, se mantiene un notable dinamismo económico, muy superior al del conjunto del área del euro.

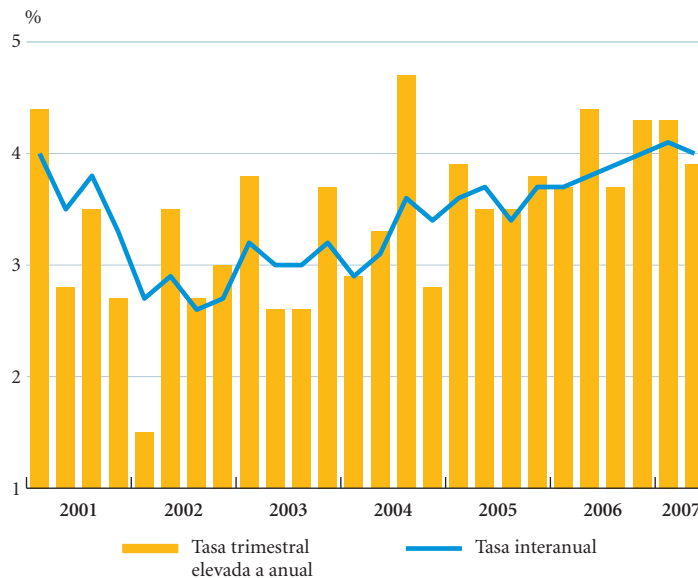
El producto interior bruto (PIB) creció el 4,0% en el segundo trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, apenas una décima menos que en el primer trimestre, cuando alcanzó la mayor

tasa interanual desde el año 2000. No obstante, la tasa de crecimiento intertrimestral ya se estaba desacelerando suavemente desde el primer trimestre después de un ligero repunte al final de 2006. La moderación de la actividad económica del segundo trimestre ha sido debida a la demanda nacional, ya que el sector exterior mantuvo su contribución negativa al PIB en 0,9 puntos porcentuales. La evolución del sector exterior resultó de una aceleración tanto de las exportaciones de bienes y servicios como de las importaciones.

La ralentización de la demanda nacional se debió a la mayoría de sus componentes, siendo más acentuada en la inversión en construcción. Tanto el consumo de los hogares como el público se moderaron

LIGERA DESACELERACIÓN DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO

Variación del PIB

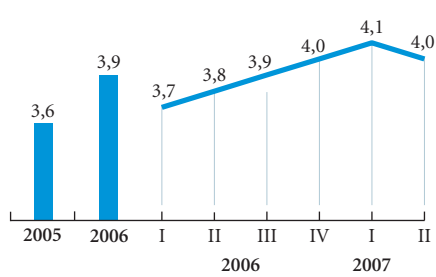


FUENTES: INE y elaboración propia.

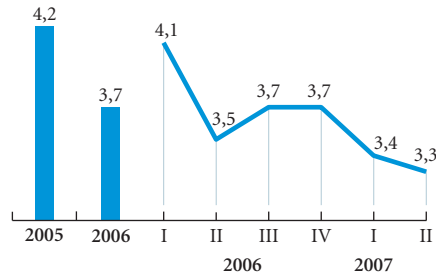
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

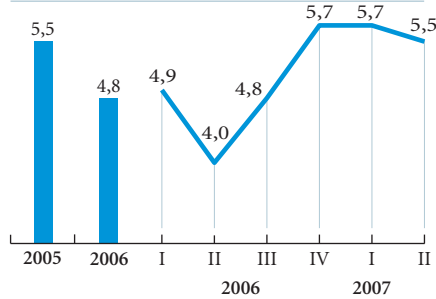
PIB



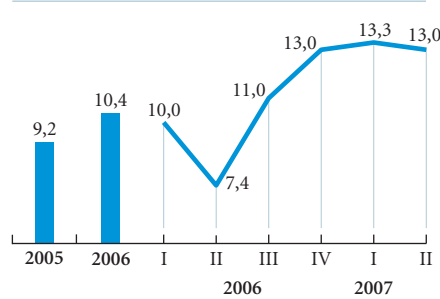
Consumo de los hogares



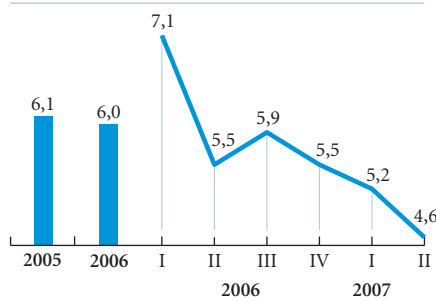
Consumo público



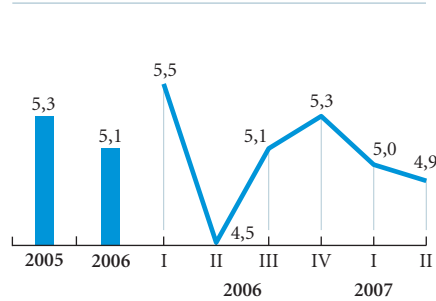
Inversión en bienes de equipo



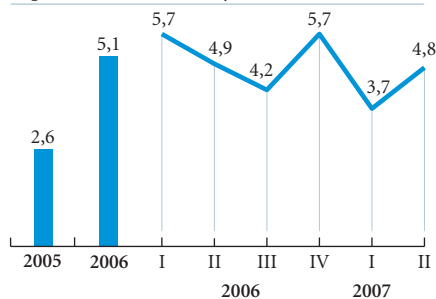
Inversión en construcción



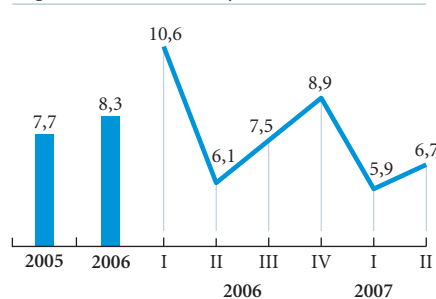
Demanda nacional (**)



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.

ligeramente. La subida de los tipos de interés del último periodo parece que em-

pieza a hacer mella en la economía de las familias. En el tercer trimestre posible-

Pujanza inversora en bienes de equipo.

Moderación tanto de la construcción de viviendas como de la obra civil.

mente continuará esta evolución. No obstante, en todo caso la desaceleración será probablemente suave. De hecho, en julio mejoró un poco la confianza de los consumidores y las ventas de automóviles dejaron de caer en términos interanuales.

La inversión mantuvo un fuerte ritmo de avance interanual del 6,6%. Sin embargo, mostró una desaceleración en relación con el primer trimestre debido a la construcción. La inversión en bienes de equipo continuó muy dinámica, con un aumento del 13,0% en relación con el segundo trimestre de 2006. La inversión en construcción avanzó el 4,6%, 6 décimas menos que en el trimestre precedente. El resto de la inversión, correspondiente a gastos en software informático, prospecciones mineras y petroleras, etc., tomó cierto impulso, si bien muy inferior al de los bienes de equipo. La pujanza inversora, basada en la fortaleza de la demanda y

en unos notables resultados empresariales, tiene visos de proseguir en el tercer trimestre. Así, en julio las matriculaciones de vehículos industriales se recobraron, con un alza del 4,2% en relación con el mismo mes del año pasado.

Desde el lado de la oferta, la mayoría de sectores experimentaron una aminoración del ritmo de crecimiento económico. Tan sólo la energía y los servicios públicos registraron mayores tasas de expansión que en el trimestre anterior.

La moderación de la construcción afectó tanto a la vivienda como a la obra civil. La evolución de ésta última está afectada por el gran tirón que tuvo lugar anteriormente por las obras que estaba previsto finalizar antes de las elecciones municipales y autonómicas de mayo. La ralentización del sector de la vivienda, después de los altos ritmos de crecimiento de los últimos años, seguramente se consolidará. Así, los

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
Consumo										
Producción de bienes de consumo (*)	0,9	2,3	2,2	1,9	4,3	4,8	3,0	2,6	1,8	...
Importación de bienes de consumo (**)	7,9	8,9	5,9	2,4	7,6	-1,1	10,6	-0,1	7,2	...
Matriculaciones de automóviles	2,1	-0,9	-3,6	-4,1	1,8	-0,7	-6,0	-0,2	-1,8	0,0
Crédito al consumo de bienes duraderos	15,0	14,5	15,6	13,2	12,0	13,8	-	...	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-10,8	-12,3	-12,7	-13,7	-10,3	-10,7	-12,0	-13,0	-13,0	-11,0
Inversión										
Producción de bienes de equipo (*)	-0,1	8,4	7,6	7,9	11,2	8,9	6,2	4,1	5,7	...
Importación de bienes de equipo (**)	20,4	3,2	-5,0	6,5	3,4	20,1	9,3	17,6	6,2	...
Matriculación de vehículos industriales	13,2	1,5	-0,2	0,5	-1,0	1,7	1,7	-3,4	-4,2	4,2
Comercio exterior (**)										
Importaciones no energéticas	6,0	9,0	4,7	8,9	9,3	6,4	13,3	6,8	3,7	...
Exportaciones	0,2	5,6	3,7	1,7	4,7	3,0	6,7	0,2	2,0	...

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

(**) En volumen.

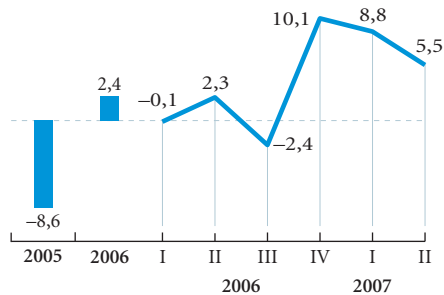
(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

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

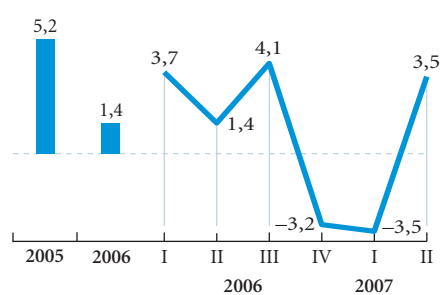
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

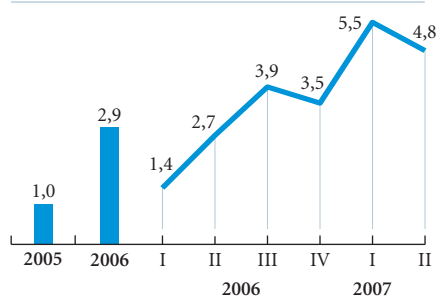
Agricultura



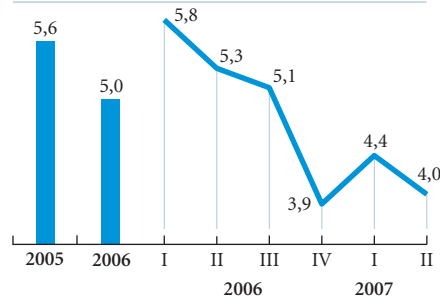
Energía



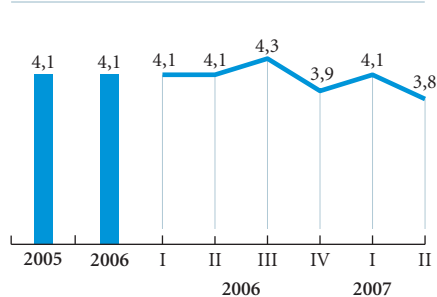
Industria



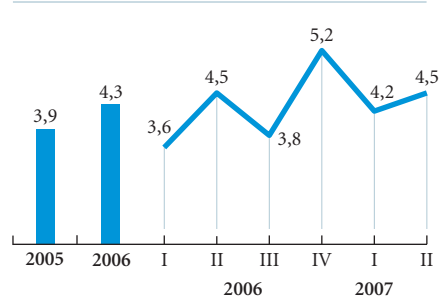
Construcción



Servicios de mercado



Servicios no de mercado



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

últimos datos disponibles de visados de obra nueva de vivienda, correspondientes a mayo, registraron una caída interanual del 20,7%, la mayor desde mayo de 2001. No obstante, el indicador de confianza en la construcción de julio se colocaba en un nivel relativamente alto.

El sector primario, la agricultura y la pesca, experimentó una considerable desaceleración en el segundo trimestre, afectado por condiciones climatológicas desfavorables.

No obstante, presentaba un notable crecimiento anual del 5,5%.

Las industrias manufactureras también se ralentizaron en el periodo abril-junio, si bien crecieron más que la construcción. La tasa de variación interanual disminuyó 7 décimas hasta el 4,8%, que, no obstante, muestra una notable expansión. Además, en julio la utilización de la capacidad productiva alcanzó el nivel máximo desde 1998.

La industria manufacturera se ralentiza, pero crece más que la construcción.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	Julio
Industria										
Consumo de electricidad (1)	3,5	3,8	3,3	6,0	3,7	5,1	8,4	2,6	2,2	1,4
Índice de producción industrial (2)	0,7	3,9	4,0	4,2	4,6	4,2	3,8	2,0	2,0	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-4,8	-2,7	-2,7	-2,3	-0,3	2,3	2,0	0,0	0,0	0,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,2	80,5	80,5	80,3	81,6	80,6	-	81,3	-	82,1
Importación bienes interm. no energ. (5)	1,6	10,5	6,4	13,8	12,1	8,1	16,4	8,4	1,5	...
Construcción										
Consumo de cemento	7,3	8,5	4,0	5,7	8,5	3,8	0,0	-2,6	-3,3	...
Indicador de confianza en la construcción (3)	22,4	14,2	11,7	14,7	15,0	10,7	16,0	15,0	16,0	15,0
Viviendas (visados obra nueva)	6,2	18,6	6,9	50,5	0,2	8,0	8,2	-20,7	...	...
Licitación oficial	18,5	31,3	34,8	19,1	55,1	15,1	-12,0	-9,6	...	...
Servicios										
Ventas comercio minorista	4,4	5,0	3,8	5,9	5,2	6,2	3,1	4,6	5,9	...
Turistas extranjeros	6,6	4,3	9,7	3,0	2,5	5,3	-3,5	-1,4	4,8	1,8
Ingresos turismo	6,0	5,6	11,0	4,9	3,1	5,8	2,0	0,2	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,2	-1,2	-2,7	-3,3	-6,4	-4,1	4,7	-11,1	-10,8	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,2	6,7	10,2	4,6	7,1	9,5	6,0	6,7	8,6	11,4
Consumo de gasóleo automoción	5,1	5,4	4,5	3,9	4,9	5,8	4,3	2,4	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

Las ramas de servicios de mercado también redujeron su ritmo de crecimiento, de manera que la tasa de variación interanual bajó 3 décimas, hasta el 3,8%. Cabe señalar que la apreciación del euro perjudicó al sector turístico en relación con otras zonas competidoras.

Desde la perspectiva de las rentas, la remuneración de los asalariados se elevó el 7,0% con relación al segundo trimestre del año anterior, 4 décimas menos que el PIB a precios corrientes. Dado un crecimiento interanual del número de asalariados del 4,0%, la remuneración por asalariado subió el 2,9% sobre el segundo trimestre de 2006. Dado que la producti-

vidad sólo aumentó un modesto 0,8% sobre el mismo trimestre del año precedente, resultó que el coste laboral unitario ascendió el 2,1% en relación con un año antes. Por su parte, el excedente bruto de explotación se incrementó el 8,1%. El deflactor del producto interior bruto, que permite seguir la evolución de los precios de los productos y servicios del conjunto de la economía, experimentó una variación anual del 3,2%, 2 décimas menos que en el trimestre anterior, pero situándose considerablemente por encima de la eurozona.

De cara a la segunda parte del año, esperamos que continúe la desaceleración

Modesto aumento de la productividad.

moderada del crecimiento económico, lo que de todas formas supone un conside-

table ritmo de avance, muy superior todavía al de la eurozona.

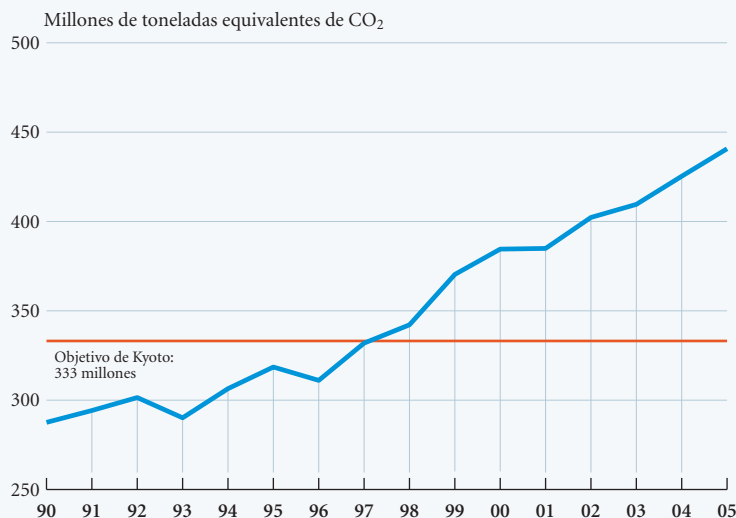
Perspectivas de moderación suave del crecimiento económico.

Una economía con muchos humos

Pregunta: ¿qué país, entre los que forman la Unión Europea (UE), manifiesta una mayor preocupación por los efectos del cambio climático? Respuesta: España, según el Eurobarómetro de la Comisión Europea. Pregunta: ¿qué estado miembro de la UE incumple en mayor medida el principal compromiso de lucha contra dicho cambio climático, el Protocolo de Kyoto? Respuesta: España, nuevamente. ¿Cómo hay que interpretar esta contradicción? ¿Es, realmente, una contradicción? Vayamos por partes.

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, CADA VEZ MÁS LEJOS DE KYOTO

Emisiones de gases de efecto invernadero



FUENTES: Ministerio de Medio Ambiente y elaboración propia.

Recordemos que el Protocolo de Kyoto es un acuerdo internacional, firmado en 1997 y de obligado cumplimiento en la UE desde 2003, que persigue restringir la emisión de gases que provocan el efecto invernadero (GEI). Para ello establece un límite de emisión por países que se deberá alcanzar en la media del periodo 2008-2012. En el caso de España, dicho objetivo se negoció en un aumento del 15% respecto a las emisiones del año base (1990 para CO₂, CH₄ y N₂O; 1995 para los gases fluorados). Los últimos datos disponibles, referidos a 2005, señalan un crecimiento del 53% desde entonces.

El desvío es ciertamente llamativo. ¿Cómo se explica? De hecho, la UE fijó una cuota conjunta que después se asignó por países; cuando en 1998 el Consejo repartió los límites de emisión, la lectura que se hacía sobre la economía española era muy distinta de la que se maneja en la actualidad, en especial en términos de crecimiento económico y vigor demográfico. Sin embargo, la explicación basada en el crecimiento económico por

encima de lo esperado es insuficiente. Mientras que en otros países la intensidad en carbono –es decir, la ratio de emisiones de GEI por habitante o por unidad de producto interior bruto (PIB)– ha disminuido apreciablemente, en nuestro país o lo ha hecho de forma marginal, caso de las emisiones de GEI por unidad de PIB, o incluso ha aumentado, como en el caso de las emisiones GEI per capita, que fueron en 2005 un 38% superiores a las de 1990.

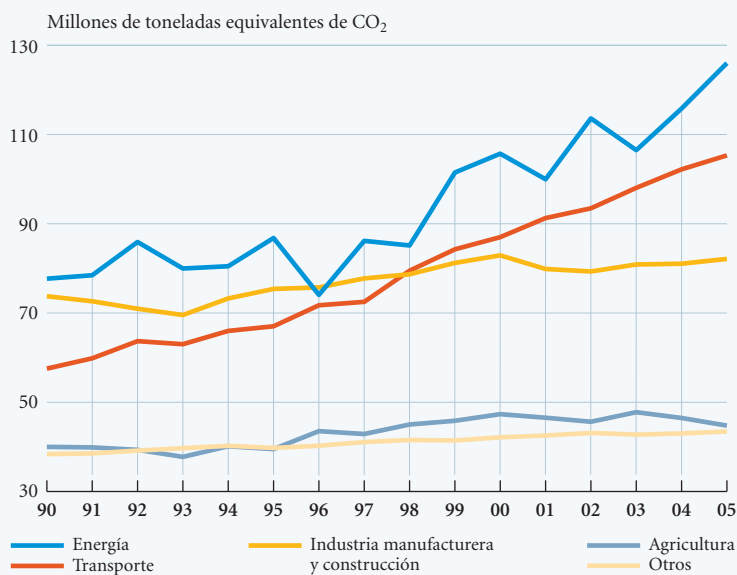
¿Cómo es posible que en quince años de desarrollo la economía siga mostrando un apetito de carbono tan elevado? Una explicación surge al contemplar los sectores que han contribuido en mayor medida al aumento de emisiones: energía y transporte, los grandes contribuidores de emisiones en términos absolutos. El primero es responsable de 31,5% de aumento de emisiones de GEI entre 1990 y 2005, cifra prácticamente idéntica al 31,2% del transporte. La industria (manufactura y construcción) genera un 21,9% de las emisiones adicionales respecto a 1990. Los restantes sectores sumados apenas alcanzan un 15,4% del total.

Por tanto, a efectos de entender bien por qué España se aleja del objetivo de Kyoto, energía y transporte deben centrar nuestra atención. De entrada, cabe destacar que a pesar de arrojar cifras similares en cuanto a volumen adicional de emisiones de GEI, el sector del transporte exhibe un comportamiento más preocupante, toda vez que ha incrementado sus emisiones un 83% respecto a 1990, mientras que la energía lo ha hecho en un 62%. Aunque en ambos casos se trata de desviaciones abultadas y, de hecho, superiores a las del conjunto de la economía (cuyas emisiones de GEI han crecido un 53% en 1990-2005, como se ha comentado anteriormente), las cifras anteriores son indicativas de dos trayectorias diferentes debido a factores también distintos.

En el caso de la energía, el motivo principal de su incremento ha sido que, ante el importante aumento de la demanda de electricidad debido al vigoroso crecimiento económico, se ha optado por responder con nuevas cen-

ENERGÍA Y TRANSPORTES, SECTORES DEMASIADO CARBÓNICOS

Emisiones de gases de efecto invernadero, por sectores



FUENTES: Agencia Europea del Medio Ambiente y elaboración propia.

trales de carbón, fuel y gas. Como resultado, la generación de electricidad sin emisiones era en 2004 del 42% del total, diez puntos menor que en 1990. El transporte, por su parte, ha aumentado su contribución principalmente debido a que el fuerte aumento de demanda se ha satisfecho en gran medida mediante el recurso al transporte por carretera frente a otros medios más eficientes desde el punto de vista de la contaminación. Así, específicamente, la cuota de transporte de mercancías por carretera ha subido cerca de seis puntos porcentuales entre 1991 y 2005.

En esta situación, ¿cuáles son las perspectivas de cumplimiento del Protocolo de Kyoto? El último «Informe de progreso» del Gobierno español, de 2006, realiza la proyección de las tendencias actuales hasta 2020 partiendo de las políticas de control de emisiones existentes en 2005. Dicho escenario apunta a una desviación del orden del 50% respecto al objetivo para 2008-2012, con los sectores industriales y energéticos desviándose un 37% y el resto (fundamentalmente transporte), un 65%. Posteriormente, a principios de 2007, la Estrategia Española de Cambio Climático establece como objetivo una desviación máxima del 37% para la media del periodo de referencia. Este resultado se alcanzaría limitando la desviación de los sectores no industriales ni energéticos al 37% (y no el 65% comentado anteriormente) y manteniendo la deriva de la industria y energía en el 37%.

Aunque no sea una conclusión inmediata, si se alcanzase este exigente objetivo de desviación del 37%, España cumpliría con el Protocolo. Esta aparente contradicción –al fin y al cabo, el objetivo de Kyoto es 15% y no 37%– se debe a que dicho compromiso establece tres instrumentos cuyos efectos «restan» del cómputo total de emisiones de un país. El primero es el comercio de derechos de emisión de GEI, mecanismo por el cual las empresas españolas que lo requieran pueden adquirir derechos de emisión suplementarios o, si son excedentarias en emisiones, venderlos. Las empresas que pueden emitir o compensar derechos de emisión son las propietarias de 1.045 grandes instalaciones contaminantes de los sectores de energía e industria, para las que el Gobierno establece unos límites anuales de emisión mediante lo que se conoce como Plan Nacional de Asignación de emisiones. El segundo instrumento es lo que se denomina Mecanismos de Desarrollo Limpio (MDL), consistentes en proyectos financiados por empresas españolas o por el Estado que buscan la reducción de emisiones en países en vías de desarrollo o industrializados y generan créditos de emisión en España. Finalmente, un tercer mecanismo que permite descontar de las emisiones totales es lo que se conoce como «sumideros de carbono», es decir, fundamentalmente el incremento de la dotación de bosques.

El Gobierno confía que estos últimos mecanismos lleguen a absorber el 2% de las emisiones totales. Sobre los MDL y la adquisición en el mercado de créditos de carbono, por tanto, recaería la parte del león de ajuste, ya que deberían dar cuenta del 20% restante. Según estimaciones del Gobierno, se deberán adquirir 58 millones de toneladas anuales entre 2008 y 2012, un 55% de ellas por parte del Estado mediante el recurso de MDL, con un coste estimado de unos 220 millones de euros anuales, y un 45% por parte de las empresas en el mercado, con un coste de unos 400 millones de euros anuales.

Es obvio que incluso en el caso en que las medidas de flexibilidad ofrezcan los resultados previstos y al coste estimado, la situación sigue siendo complicada: mantener las emisiones en el 37%, es decir, por debajo de los 400 millones de toneladas equivalentes de CO₂, requiere pasar de una senda de crecimiento a una de reducción, al menos en ciertos ejercicios. El problema de la energía es claro: o cambia el «mix» de generación de electricidad de forma sustancial o se da un paso de gigante en términos de eficiencia energética; si no, las desviaciones no se reducirán.

Pero la dificultad fundamental se encuentra en el sector de transporte. Este sector se encuadra dentro de lo que se conoce en la jerga de Kyoto como «sector difuso», es decir, que a diferencia de lo que sucede con la energía o

la industria no tiene asignados unos derechos de emisión y no se beneficia de la posibilidad de utilizar el mercado de derechos de carbono. Por ello son precisos nuevos instrumentos que creen los incentivos adecuados para reducir la intensidad en carbono del sector. El alcance de estas medidas debería ser múltiple, ya que los problemas habituales que se esgrimen sobre el transporte también son multidimensionales. En este sentido, el instrumento más relevante es el Plan Estratégico de Infraestructuras y Transportes (PEIT), diseñado para mejorar la intermodalidad y racionalizar la red de infraestructuras españolas. Aunque bien orientado, especialmente por su enfoque integrado, sus efectos sólo se materializarán en el largo plazo. Otras medidas en curso, como la modificación de la fiscalidad de los automóviles primando modalidades menos contaminantes, tampoco tendrán un impacto inmediato.

En definitiva, las autoridades intentan reaccionar ante los efectos medioambientales inducidos por un crecimiento económico y demográfico muy elevados, en un entorno de opinión pública concienciada por los efectos del cambio climático. Los riesgos están, primero, en que se prime el uso de los instrumentos cuyos efectos son más inmediatos y controlables –esto es, el control de los sectores no difusos– sin atender excesivamente a los costes en que se incurre. Afortunadamente, los derechos de emisión que el Gobierno asigna a industria y energía en su último Plan Nacional de Asignación son lo que se podría calificar de posibilismo con ambición, en el sentido de no ahogar el tejido productivo pero tampoco abandonar la conciliación entre actividad y emisión. El segundo riesgo es que se prime el cortoplacismo en una cuestión de carácter estructural. Hay que permitir que medidas adoptadas, como el mencionado PEIT, pero también acciones ambiciosas como el Plan de Energías Renovables, cuyos planteamientos se antojan adecuados pero sus efectos no se notarán en un horizonte temporal cercano, germinen a su debido tiempo.

Mercado de trabajo

La creación de empleo tiende a desacelerarse

Las cifras de ocupación del segundo trimestre del año mostraron un sostenido ritmo de creación de puestos de trabajo. Así, el nivel de empleo se situó en 20.367.300 ocupados en el periodo abril-junio, según las cifras de la encuesta de población activa (EPA), con un aumento interanual del 3,4%, prácticamente idéntico al del primer trimestre. Los datos de la contabilidad nacional corroboran la estimación de la EPA, mostrando un fuerte incremento de los puestos de trabajo a tiempo completo en el segundo trimestre, mayor del que se esperaba, con un alza anual del 3,2%. No obstante, datos más recientes de la afiliación a la Seguridad Social muestran una tendencia a la ralentización en la creación de puestos de trabajo.

En los doce últimos meses hasta junio, el número de empleados aumentó en 674.200, según la EPA. La mayor parte de esta fuer-

te creación de empleo tuvo lugar en los servicios, con 561.600 nuevos empleos hasta un total de 13.488.700. Este nivel se situaba un 4,3% por encima de un año antes, frente al 3,5% anotado al final de marzo. En cambio, la construcción, aunque presentaba un mayor incremento interanual del 7,6%, era inferior al de tres meses antes, el 9,4%, lo que indica una tendencia a la moderación en la creación de empleo en este sector. Por su parte, tanto la agricultura como la industria destruyeron empleo en los últimos doce meses hasta junio, con tasas interanuales negativas del 3,8% y del 1,3%, respectivamente.

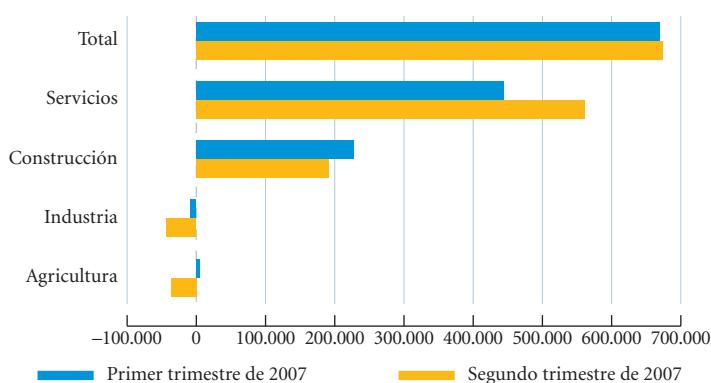
Del total de nuevos puestos de trabajo creados en el último año, el 48,7% correspondió a trabajadores extranjeros. En el segundo trimestre la participación de los extranjeros en la cifra de nuevos empleos se redujo hasta el 33,7%. Al final de junio, la población extranjera ocupada suponía el 13,5% del total.

Fuerte creación de empleo en el segundo trimestre, aunque aparecen indicios de moderación en julio.

Casi la mitad de los nuevos puestos de trabajo en los últimos doce meses corresponden a extranjeros.

EL SECTOR SERVICIOS SOSTIENE LA CREACIÓN DE EMPLEO

Variación del número de ocupados sobre igual trimestre del año anterior



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	II	Abril	Mayo	Junio	Julio
Afiliados a la Seguridad Social												
Asalariados	4,8	4,7	6,3	5,3	3,9	3,5	3,9	3,5	3,0	3,3	4,1	2,8
<i>Industria</i>	-0,5	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,2	2,2	2,7	2,4	2,6	3,0	2,6
<i>Construcción</i>	8,6	8,7	11,0	9,5	7,5	6,8	6,1	4,4	4,5	4,3	4,2	3,1
<i>Servicios</i>	5,7	5,2	6,6	5,8	4,6	4,0	4,1	3,7	3,2	3,5	4,4	3,2
No asalariados	2,6	2,2	2,3	2,2	2,1	2,2	2,5	2,7	2,6	2,7	2,9	2,9
Total	4,4	4,3	5,5	4,8	3,6	3,3	3,6	3,3	3,0	3,2	3,8	2,8
Población ocupada (*)	5,6	4,1	4,9	4,2	3,7	3,6	3,4	3,4	-	-	-	-
Puestos de trabajo (**)	3,2	3,2	3,4	3,6	2,7	3,1	3,3	3,2	-	3,2	-	-
Contratos registrados (***)												
Indefinidos	8,7	41,1	25,6	16,1	46,6	76,8	25,8	15,6	16,0	14,1	16,9	7,5
Temporales	4,6	4,7	13,7	5,5	0,5	0,5	2,6	-1,9	5,0	-2,4	-6,6	4,8
Total	5,0	7,9	15,0	6,4	4,1	7,3	5,3	-0,1	6,3	-0,7	-4,4	5,0

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.

Las mujeres cubren el 55% de los nuevos empleos y los más jóvenes se incorporan más rápidamente al mundo laboral.

El 55% de los nuevos empleos creados en los últimos doce meses fueron cubiertos por mujeres. Con todo, a pesar de su avance el empleo femenino sólo representa el 41,0% de la fuerza laboral. Por edades, el segmento que aumentó más su nivel de ocupación en los últimos doce meses fue el de los más jóvenes, de 16 a 19 años, con un incremento anual del 6,3%. A continuación, figura el segmento de trabajadores maduros, de 50 a 54 años, con una tasa de variación del 5,9%.

El número de trabajadores asalariados se elevó el 4,1% en el último año, más que el promedio, como suele ser habitual en las fases de expansión económica. De esta manera, la tasa de asalarización siguió ascendiendo hasta el 82,4%. En los doce últimos meses los asalariados con contrato indefinido crecieron el 8,2%, frente a una caída del 3,6% de los contratos temporales, gracias en buena parte al proceso especial de bonificación de los contratos indefinidos que finalizó en diciembre. En el

segundo trimestre, el ritmo de creación de puestos de trabajo con contrato indefinido fue superior al de los contratos temporales, pero se redujeron las distancias. Al final del primer semestre la tasa de temporalidad había disminuido hasta el 31,8%, pero todavía seguía siendo relativamente elevada. Los trabajadores autónomos aumentaron un 2,6% en el último año, mientras que los empresarios empleadores lo hicieron el 2,0%.

Por otro lado, la ocupación a tiempo completo creció el 3,7%, mientras que la de tiempo parcial subió el 1,5%. En el segundo trimestre, no obstante, la ocupación a tiempo parcial cayó el 2,2% con relación al final de marzo, disminuyendo tanto la de hombres como la de mujeres. Éstas ocupaban el 78,9% de esta modalidad al final de junio.

La ocupación aumentó en todas las comunidades autónomas en el segundo trimestre. Sin embargo, en los doce últimos

Disminuye la temporalidad, pero cada vez menos.

EMPLEO ESTIMADO

Segundo trimestre 2007

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	921,0	-69,0	-7,0	-0,8	-0,1	-36,4	-3,8	4,5
No agrarios	19.446,2	366,9	1,9	366,2	1,9	710,5	3,8	95,5
<i>Industria</i>	3.243,8	-21,5	-0,7	-76,0	-2,3	-43,0	-1,3	15,9
<i>Construcción</i>	2.713,7	49,1	1,8	90,5	3,4	192,1	7,6	13,3
<i>Servicios</i>	13.488,7	339,5	2,6	351,7	2,7	561,6	4,3	66,2
Por empleadores								
Sector privado	17.492,6	355,6	2,1	398,8	2,3	653,3	3,9	85,9
Sector público	2.874,7	-57,5	-2,0	-33,3	-1,1	20,9	0,7	14,1
Por situación profesional								
Asalariados	16.779,4	264,8	1,6	313,3	1,9	667,8	4,1	82,4
<i>Contrato indefinido</i>	11.435,5	197,8	1,8	538,1	4,9	864,8	8,2	56,1
<i>Contrato temporal</i>	5.343,9	67,0	1,3	-224,8	-4,0	197,0	-3,6	26,2
No asalariados	3.578,7	37,1	1,0	54,5	1,5	12,8	0,4	17,6
<i>Empresarios empleadores</i>	1.109,7	25,6	2,4	21,9	2,0	21,6	2,0	5,4
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.246,2	45,8	2,1	50,8	2,3	52,1	2,4	11,0
<i>Ayudas familiares</i>	222,8	-34,5	-13,4	-18,2	-7,6	-61,0	-21,5	1,1
Otros	9,2	-3,9	-29,8	-2,3	-20,0	-6,5	-41,4	0,0
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	17.927,2	352,8	2,0	299,0	1,7	638,4	3,7	88,0
A tiempo parcial	2.440,1	-54,7	-2,2	66,5	2,8	35,8	1,5	12,0
Por sexos								
Varones	12.007,7	153,1	1,3	176,4	1,5	303,7	2,6	59,0
Mujeres	8.359,6	144,9	1,8	189,1	2,3	370,5	4,6	41,0
TOTAL	20.367,3	298,1	1,5	365,5	1,8	674,2	3,4	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

meses se registraron descensos del número de ocupados en Asturias. En cambio, Aragón, Murcia y Castilla-La Mancha anotaron ritmos de crecimiento superiores al 5%.

Por otra parte, las cifras de afiliación a la Seguridad Social también constataban una gran creación de empleo en el segundo trimestre, con una tasa de variación anual del número total de afiliados del 3,8% al final de junio. Sin embargo, a diferencia de 2006, este año el número total de afiliados descendió en julio, de modo

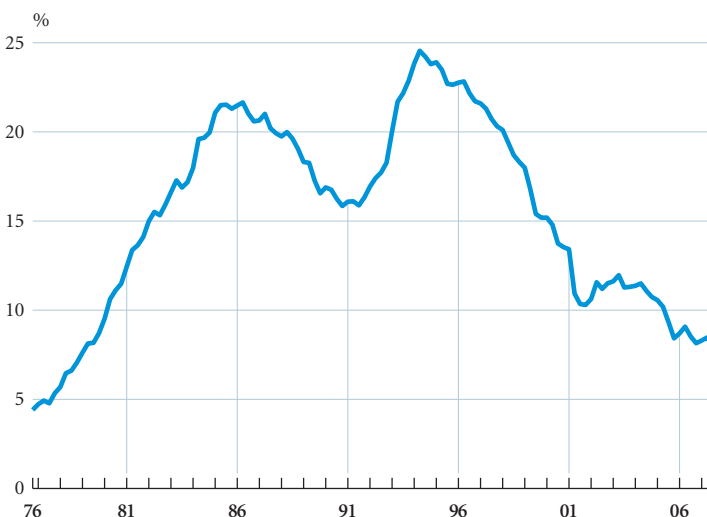
que la tasa de variación interanual pasó al 2,8%, lo que constituye un indicio de menor dinamismo en el mercado laboral. En este sentido, la construcción continuó desacelerando su crecimiento hasta el 3,1% interanual. No obstante, la industria elevó su crecimiento interanual hasta el 2,6%.

El importante aumento de la ocupación desde junio de 2006 comportó un incremento de la tasa de actividad al atraer al mercado laboral a inactivos desanimados. La tasa de actividad de la población de 16

Las cifras de afiliados a la Seguridad Social de julio apuntan a una ralentización en la creación de empleo.

LA TASA DE PARO BAJA HASTA EL MENOR NIVEL DESDE 1978

Tasa de paro sobre población activa



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La tasa de paro cae hasta el 8%, la cota más baja desde finales de los setenta.

a 64 años se elevó en 0,73 puntos hasta el 72,6%. El aumento de la tasa de actividad se debió sobre todo a una mayor incorporación de las mujeres al mercado laboral. Con todo, la tasa de actividad masculina, del 82,8%, se situaba bastante por encima de la femenina, del 62,1%.

La favorable evolución del mercado de trabajo motivó que la tasa de paro disminuyese hasta el 8,0% de la población activa. De esta manera, bajó hasta la cota más baja desde 1978, y se situó en línea con el escenario previsto por el Gobierno. Con todo, el número de parados se colocaba en 1.760.000 personas.

El paro disminuyó más entre las mujeres que entre los hombres, tanto si se considera el último trimestre como los doce últimos meses. No obstante, la tasa de paro femenina, del 10,5%, era considerablemente superior a la de los varones, del 6,1%.

Por edades, la evolución del paro fue dispar en el último año según el sexo. Así, entre los hombres el segmento que disminuyó en mayor medida el número de

sus efectivos en desempleo fue el de 20 a 24 años, con una caída del 4,9%, mientras que el tramo entre 16 y 19 años elevó su número en el 8,1%. En cambio, en el género femenino el segmento más joven en paro se redujo el 12,6%, mientras que las mujeres de más de 55 años engrosaron los efectivos en paro el 11,8%.

El grupo de los que perdieron su empleo hace más de un año disminuyó el 9,9% en el segundo trimestre y el 5,5% en los últimos doce meses hasta junio. Todavía en mayor medida bajaron los parados en la industria y la agricultura en el último año. En cambio, el número de parados en la construcción aumentó el 2,5%. Los jóvenes que buscan su primer empleo se elevaron el 0,35% en el último año hasta cifrarse en 211.300. Cabe señalar que la tasa de paro del colectivo menor de 25 años, del 18,2%, casi triplica la del resto.

Los hogares en que todos los componentes están en paro disminuyeron el 8,3% en el último año. En el mismo periodo los núcleos familiares en que todos están ocupados aumentaron el 3,7%. Por otro lado,

Cae el paro de larga duración.

PARO ESTIMADO

Segundo trimestre 2007

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
Por sexos							
Hombres	780,6	-19,4	-2,4	-14,9	-1,9	44,4	6,1
Mujeres	979,3	-76,7	-7,3	-62,1	-6,0	55,6	10,5
Por edades							
Menores de 25 años	442,2	19,1	4,5	-9,7	-2,1	25,1	18,2
Resto	1.317,8	-115,2	-8,0	-67,3	-4,9	74,9	6,7
Por situación personal							
Paro de larga duración	496,5	-54,3	-9,9	-28,9	-5,5	28,2	-
Buscan primer empleo	211,3	25,9	14,0	0,7	0,4	12,0	-
Resto	1.052,2	-67,7	-6,0	-48,9	-4,4	59,8	-
TOTAL	1.760,0	-96,1	-5,2	-77,0	-4,2	100,0	8,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

la probabilidad de permanecer en la situación de desempleo se estima en el 42,3%, algo más que en el trimestre anterior.

El descenso del número de parados fue generalizado en las distintas comunidades autónomas. En el segundo trimestre sólo se contabilizaron aumentos en la Comunidad Valenciana, Castilla-La Mancha y Navarra, mientras que en el último año sólo la Comunidad Valenciana y Asturias registraban un aumento del número de desempleados. Cabe remarcar que La Rioja ostentaba una tasa de paro inferior al 5%. En el polo opuesto, las comunidades autónomas con una mayor tasa de paro eran Extremadura, con el 12,2%, y Andalucía, con el 12,0%.

Deterioro del paro registrado en julio

En julio el número de desempleados inscritos en las oficinas de los servicios pú-

blicos de empleo registraba un aumento en 4.469 personas respecto al final del mes anterior, frente a una bajada de 4.770 personas en julio de 2006. De hecho, el paro registrado es la segunda vez en esta década que anota una subida en julio. El mayor incremento mensual del paro ocurrió en la construcción, con un alza de 11.900 personas, lo que sugiere la pérdida de dinamismo de este sector. Cabe apuntar que la elevación del desempleo se cebó en el colectivo masculino, mientras que el paro entre las mujeres descendió el 0,6% en el primer mes vacacional.

Como nota positiva, el número de contratos de trabajo de carácter indefinido marcó un máximo en la serie histórica de este mes, con un ascenso interanual del 7,4%. Esta modalidad representó el 10,3% del total de contratos.

El paro registrado sube en julio, por segunda vez en la década, debido a la pérdida de dinamismo de la construcción.

El número de contratos de trabajo de carácter indefinido marca un máximo histórico en el mes de julio.

Precios

El IPC cae hasta el 2,2% en julio, frente al 4,0% registrado un año antes.

Favorable comportamiento del IPC al principio del verano

Con altibajos, el IPC ha continuado la suave tendencia descendente de los últimos meses al principio de la estación estival. Así, el índice general de precios de consumo experimentó una variación del 2,2% en los doce últimos meses hasta julio, cuando un año antes se situaba en el 4,0%. Esta evolución ha estado influida en gran medida por el precio del petróleo, que alcanzó un máximo histórico en agosto de 2006. En los dos últimos meses, no obstante, han sido los alimentos frescos, los servicios y los productos industriales no energéticos los que han posibilitado un ligero descenso de la tasa de

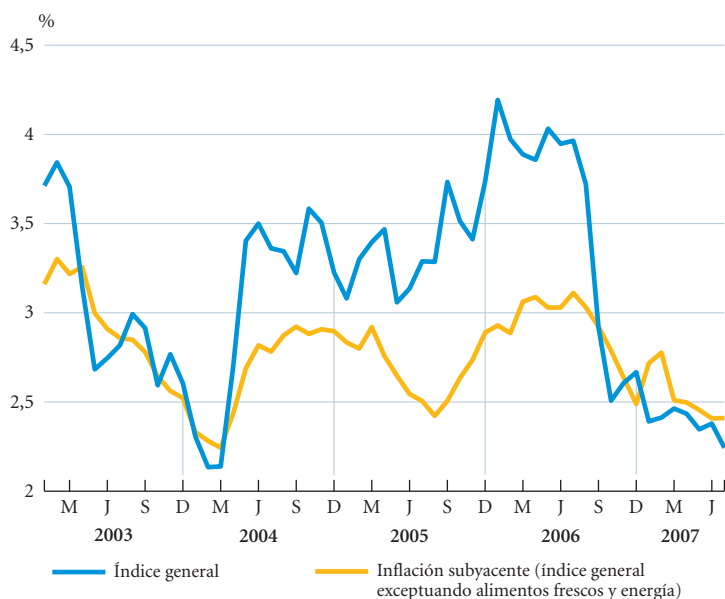
inflación interanual hasta la cota mínima desde marzo de 2004.

En efecto, la subida de los carburantes y lubricantes en junio, frente a la bajada en el mismo mes de 2006, motivó el incremento de la tasa de variación anual del IPC en una décima hasta el 2,4% al final del primer semestre. Sin embargo, gracias al fortalecimiento del euro en julio, el alza de los carburantes y lubricantes fue inferior a la registrada en el mismo mes del año anterior y esta partida contribuyó en buena parte al descenso de la inflación general en julio.

Por su parte, otro componente volátil del IPC, los alimentos frescos, presionó el

EL IPC, EN EL NIVEL MÍNIMO DESDE MARZO DE 2004

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	0,3	1,8	2,3
Junio	0,2	2,3	3,9	0,2	2,0	2,4
Julio	-0,6	1,7	4,0	-0,7	1,3	2,2
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.

LOS CARBURANTES IMPULSAN HACIA ABAJO EL IPC EN JULIO

Variación interanual de los precios de los carburantes y lubricantes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

IPC a la baja en los dos últimos meses al pasar de una inflación interanual del 6,0% al 4,7%. Así, las patatas, que todavía en mayo presentaban un encarecimiento anual superior al 11% a consecuencia de una pobre cosecha de este tubérculo en la pasada campaña en Cen-

troeuropa, moderaron esta tasa hasta el 0,1%. Igualmente, el pollo, que en mayo anotaba una subida anual del 16,4%, pasó a un aumento del 6,0% en julio, mucho menor, aunque es elevado debido a una oferta limitada tras la crisis provocada por la gripe aviar.

Las patatas y el pollo se desaceleran marcadamente.

LOS ALIMENTOS NO ELABORADOS FLEXIONAN A LA BAJA

Variación interanual de los precios de los alimentos sin elaborar



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La tendencia descendente de la inflación no parece sostenible a partir de agosto por las perspectivas de los mercados internacionales de materias primas.

Con todo, la inflación de los alimentos sin elaborar es más del doble que la inflación general. Esto refleja las subidas experimentadas en los mercados internacionales en el último periodo a consecuencia de un fuerte incremento de la demanda a cargo de países como China y la India, junto con problemas circunstanciales de oferta. También ha influido en los últimos tiempos la demanda de productos agrarios para la producción de biocombustibles. Además, cabe mencionar una tendencia alcista de fondo de igualación de los precios de los alimentos no elaborados españoles con los europeos.

En cuanto al núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, experimentó una liviana baja de una décima en junio hasta el 2,4%, nivel en que se mantuvo en julio. El descenso de junio se explica por una leve cesión de los servicios desde el 4,0% hasta el 3,9%. Así, el turismo y hostelería bajó del 4,6% al 4,5%, por un ascenso menos marcado de los precios de los viajes organizados que en junio del año pasado, aunque seguía

siendo un nivel alto. Los bienes elaborados no energéticos también contribuyeron a la moderación de la inflación subyacente, descendiendo su tasa de inflación anual del 0,7% en mayo hasta sólo el 0,6% en julio.

¿Es sostenible la tendencia a la baja de la inflación? De hecho, es posible que en agosto el IPC se sitúe en el mismo nivel, dado que en el mismo mes del año precedente el crudo se encaramó a una cota histórica. No obstante, lo más probable es que a partir de entonces repunte hasta el entorno del 3% al final del año. ¿Por qué? Por un lado, la acentuada bajada del precio del petróleo en el segundo semestre de 2006 jugará en contra, si bien la reciente moderación del combustible ayudaría a contener la subida. Por otro lado, la mala cosecha internacional de cereales de este ejercicio y una oferta insuficiente de productos lácteos en los mercados mundiales presionarán los precios de los alimentos hacia arriba. Además, hay persistentes tensiones inflacionistas en los servicios. Y todo esto en un marco de no-

El diferencial de inflación con la Unión Monetaria Europea, en la cota mínima desde marzo de 2004.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Julio

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual		
		2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Por clases de gasto								
Alimentos y bebidas no alcohólicas	103,0	0,4	0,3	2,1	1,5	4,8	2,6	
Bebidas alcohólicas y tabaco	107,1	0,0	0,1	1,0	5,7	2,1	6,1	
Vestido y calzado	94,5	-11,0	-11,1	-11,5	-11,7	1,1	1,0	
Vivienda	103,9	0,3	0,3	5,1	3,3	6,8	3,1	
Menaje	102,6	-0,6	-0,6	1,2	1,2	2,7	2,7	
Medicina	98,0	0,2	0,2	1,3	-2,5	1,5	-2,2	
Transporte	103,0	0,8	0,2	6,0	4,7	5,8	0,6	
Comunicaciones	100,4	-0,2	-0,2	-0,9	1,3	-1,4	0,7	
Ocio y cultura	100,0	1,2	0,8	0,2	-0,2	0,5	-1,0	
Enseñanza	103,6	0,1	0,1	0,4	0,6	3,9	4,6	
Hoteles, cafés y restaurantes	105,9	0,9	0,9	4,0	4,7	4,5	5,0	
Otros	103,3	0,0	-0,1	3,2	2,4	3,9	3,1	
Agrupaciones								
Alimentos con elaboración	102,8	0,1	0,1	2,3	2,3	4,0	2,2	
Alimentos sin elaboración	104,8	0,9	0,5	1,3	1,4	5,4	4,7	
Conjunto no alimentario	102,1	-0,9	-1,0	1,6	1,0	3,8	2,0	
Bienes industriales	99,7	-2,4	-2,7	0,1	-1,2	3,6	0,2	
<i>Productos energéticos</i>	102,9	1,5	0,5	10,7	6,6	10,1	-1,2	
<i>Carburantes y combustibles</i>	102,7	1,7	0,6	12,6	7,9	11,8	-2,5	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,6	-3,7	-3,8	-3,2	-3,7	1,5	0,6	
Servicios	104,5	0,7	0,6	3,2	3,3	4,0	3,8	
Inflación subyacente (**)	102,1	-1,0	-1,0	0,7	0,6	3,1	2,4	
ÍNDICE GENERAL	102,4	-0,6	-0,7	1,7	1,3	4,0	2,2	

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

table expansión económica y abundante liquidez para los consumidores.

Por otra parte, la tasa de inflación anual de los precios de consumo en términos armonizados con la Unión Monetaria Europea ha seguido un perfil similar al del IPC general en los últimos meses, situándose en el 2,3% en julio. De este modo, el diferencial de inflación con nuestros socios del área del euro se ha colocado en 0,5 puntos porcentuales, nivel mínimo desde marzo de 2004.

La inflación de los precios industriales baja al mínimo de los tres últimos años

La evolución de los precios mayoristas dibuja un panorama inflacionario complejo. Tanto los precios industriales como los de importación se sitúan en niveles relativamente bajos, sobre todo los últimos. No obstante, la inflación de los bienes intermedios todavía se halla por encima del 5% y se aprecian tensiones en los precios agrarios.

La inflación anual de los bienes intermedios industriales todavía se sitúa por encima del 5%.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios
2006											
Junio	6,0	6,3	3,5	2,3	6,8	14,6	6,2	0,8	-0,6	7,5	-
Julio	0,7	6,4	3,6	2,4	7,0	13,9	5,9	0,4	-0,3	9,6	-
Agosto	0,4	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	5,1	0,6	-0,4	9,2	3,9
Septiembre	1,1	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	3,2	0,9	-0,3	9,4	-
Octubre	2,3	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	2,9	0,9	-0,1	9,5	-
Noviembre	0,8	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	2,4	0,1	-0,4	8,8	3,7
Diciembre	-5,8	3,6	2,0	2,6	6,8	2,3	2,4	0,3	-0,2	8,2	-
2007											
Enero	-6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	-1,1	0,5	0,5	-0,2	7,3	-
Febrero	-6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	-2,5	0,1	0,4	-0,2	7,4	3,4
Marzo	1,5	2,8	1,7	3,3	6,2	-1,6	0,2	0,4	-0,1	6,8	-
Abril	6,7	2,7	2,2	3,1	6,4	-2,6	0,2	0,7	0,0	6,3	-
Mayo	0,4	2,4	2,0	3,3	6,0	-2,8	0,8	1,6	0,1	5,7	3,2
Junio	2,7	2,6	1,8	3,1	5,8	-1,4	1,3	1,1	-0,1	6,3	-
Julio	...	2,3	1,8	3,0	5,5	-2,5	...	...	...	...	...

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

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

Repunte de los precios de importación en junio debido a una menor apreciación anual del euro.

El índice general de los precios industriales, siguiendo un perfil similar a los precios de consumo, moderó su avance anual hasta el 2,3% en el mes de julio. De esta forma, la tasa de inflación interanual de los precios a la salida de fábrica marcó la cota mínima desde marzo de 2004. Cabe recordar que en julio de 2006 la inflación de los precios industriales se colocaba en el 6,4%. El descenso desde entonces es atribuible principalmente a los precios energéticos, cuya tasa de inflación pasó de un aumento del 13,9% a un descenso del 2,5% en los últimos doce meses.

No obstante, en los dos últimos meses la mejora de la inflación se ha debido al resto de los componentes. Los bienes de consumo, muy presionados por la competencia del exterior, sólo aumentaron sus precios el 1,8% en el último año. Por otro lado, las máquinas de oficina y los equi-

pos informáticos bajaron el 3,4% con relación a julio de 2006, gracias en parte a ganancias de productividad.

En cuanto a los precios de importación de productos industriales, en junio repuntaron ligeramente hasta una tasa de variación anual del 1,3% según los datos de la encuesta del Instituto Nacional de Estadística, debido parcialmente a una menor apreciación anual del euro en el mes. También contribuyó a la remontada una menor reducción anual de los precios de la energía.

Por su parte, los precios agrarios en origen se elevaron hasta el 2,7% en junio respecto al mismo mes del año anterior. A pesar de la volatilidad de estos precios se aprecia claramente una aceleración de los productos ganaderos en el último periodo, alcanzando una tasa de inflación anual del 10,2% al final del primer semestre.

Aceleración de los precios de los productos ganaderos en origen hasta el 10,2% anual al final del primer semestre.

Sector exterior

El déficit comercial modera su crecimiento

En el primer semestre de 2007 el déficit comercial fue de 46.216 millones de euros. Aunque respecto a un año atrás el déficit comercial es un 7% superior, el ritmo de crecimiento del desequilibrio comercial tiende a moderarse. En términos de saldo acumulado de doce meses, el déficit comercial ha pasado de crecer un 20,6% interanual en junio de 2006 al 9,4% de junio de este año. Lejos quedan, por tanto, los aumentos superiores al 35% del expansivo 2005. Por otra parte, la tasa de cobertura se situó, en dicha primera mitad de 2007, en el 66,5%, una décima menos que en el primer semestre de 2006.

El continuado aumento del déficit comercial se debe a que las exportaciones, a pe-

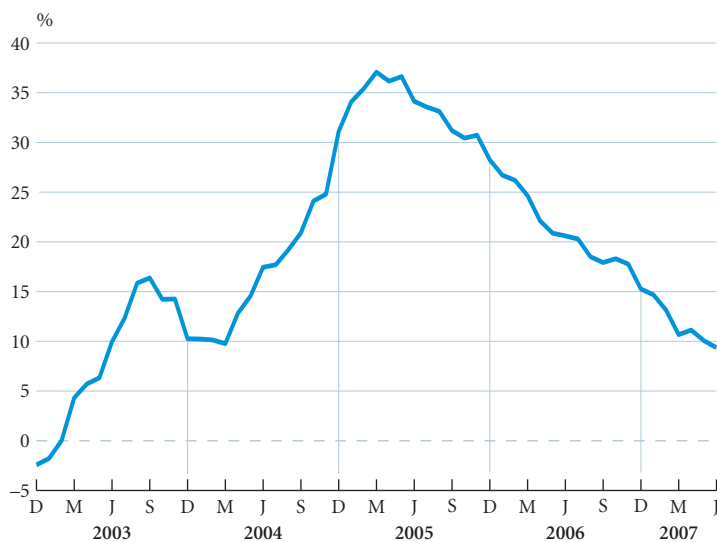
sar de crecer a buen ritmo (6,6% interanual en términos de valor en dicho primer semestre), lo hacen por debajo del incremento más intenso de las importaciones (6,7% interanual). En términos reales, el crecimiento exportador se ve laminado por el aumento del precio de las exportaciones (3,6% interanual), situándose en el 2,9% interanual. Por el contrario, al crecer apenas un 0,3% interanual los precios de importación, el avance real de las importaciones alcanzó un 6,4% interanual.

El dinamismo alcanza a prácticamente todos los sectores. Los bienes de equipo y la automoción, dos de los buques insignia de la exportación española (suman aproximadamente el 40% de las exportaciones totales), crecieron en dicho primer semestre por encima del 5% interanual.

El déficit comercial continúa desacelerándose.

EL DESEQUILIBRIO COMERCIAL SIGUE CORRIGIÉNDOSE

Variación interanual del déficit comercial acumulado de 12 meses



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y elaboración propia.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-junio 2007

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	19.186	-6,6	13,9	3.262	-16,0	3,6	-15.925	17,0
Bienes de consumo	37.548	4,1	27,2	33.582	4,7	36,6	-3.966	89,4
<i>Alimenticios</i>	7.377	8,7	5,4	10.883	5,6	11,9	3.506	147,5
<i>No alimenticios</i>	30.171	2,7	21,9	22.698	0,0	24,8	-7.472	75,2
Bienes de capital	14.789	11,4	10,7	8.470	-0,2	9,2	-6.318	57,3
Bienes intermedios no energéticos	66.351	11,8	48,1	46.344	11,5	50,6	-20.007	69,8
Por áreas geográficas								
Unión Europea 25	82.536	7,0	59,9	65.454	6,5	71,4	-17.083	79,3
<i>Zona del euro</i>	68.967	7,5	50,0	52.516	7,4	57,3	-16.450	76,1
Otros países	55.338	6,2	40,1	26.204	6,7	28,6	-29.134	47,4
<i>Rusia</i>	4.105	12,2	3,0	905	37,6	1,0	-3.199	22,1
<i>EEUU</i>	4.722	10,7	3,4	3.835	1,0	4,2	-887	81,2
<i>Japón</i>	3.150	7,0	2,3	691	2,3	0,8	-2.459	21,9
<i>América Latina</i>	6.898	-3,5	5,0	5.343	7,4	5,8	-1.555	77,5
<i>OPEP</i>	10.127	-7,6	7,3	2.418	9,8	2,6	-7.709	23,9
<i>Resto</i>	26.336	13,7	19,1	13.011	6,2	14,2	-13.325	49,4
TOTAL	137.874	6,7	100,0	91.658	6,6	100,0	-46.216	66,5

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

Buen tono exportador, en gran medida debido a la expansión europea.

Otro sector significativo, el de los productos químicos, se mostró aún más dinámico, al aumentar sus exportaciones un 9% interanual. La excepción más notable a esta tendencia alcista la exhibieron los productos energéticos, cuya exportación cayó un 13,2% interanual. Por lo que se refiere a las importaciones, su evolución refleja el fuerte apetito de nuestra demanda interna, y en especial de la inversión. Así, las importaciones del sector de bienes de equipo, que genera él solo prácticamente una cuarta parte de todas las importaciones españolas, fueron un 9% mayores a las de hace un año. También registraron crecimientos importantes las materias primas y los bienes de consumo duradero.

Pasando a una perspectiva geográfica, se constata que los exportadores españoles continúan beneficiándose de la recuperación europea. Así, las exportaciones a la eurozona crecieron un 7,4% interanual en enero-junio, fruto del buen rendimiento que están ofreciendo los mercados de Francia (avance del 7,4%) y Alemania (7,0%). Fuera de la Unión Europea, cabe destacar el fuerte aumento de las ventas a Rusia, que crecieron un 38% interanual. Por lo que se refiere a las importaciones, y en una tónica similar a la mostrada por las exportaciones, el dinamismo de las compras a la Unión (7,0% interanual) superó al de las importaciones extracomunitarias, que avanzaron sólo un 6,2% interanual.

Balanza de pagos: el empeoramiento de rentas compensa lo ganado en la balanza comercial

El mes de mayo el déficit por cuenta corriente se situó en los 8.181 millones de euros, frente al desequilibrio de 5.675 millones de euros de abril. Esta ampliación se ha debido fundamentalmente al incremento del déficit de la balanza de rentas, seguido a distancia por el ensanchamiento de los déficit de la balanza comercial y de transferencias corrientes.

Cuando se comparan las cifras mensuales con las del acumulado de doce meses, se constata que también el empeoramiento de la balanza de rentas es el gran responsable de la ampliación del deterio-

ro por cuenta corriente. Así, en los doce últimos meses, y a pesar de que su cuantía apenas equivale a un tercio del saldo negativo comercial, la aportación negativa de las balanzas de rentas y comercial ha tendido a aproximarse, situándose en 7.717 y 7.926 millones de euros, respectivamente.

Por lo que se refiere al ámbito financiero, y siempre refiriéndonos a cifras acumuladas en los doce últimos meses hasta mayo, cabe destacar que las salidas de inversión directa (42.207 millones de euros) eran un 7% superiores a las registradas un año antes. En claro contraste, las entradas de inversión en cartera se situaron en 179.329 millones de euros, un nivel 51% mayor al de idéntico periodo de 2006.

El déficit corriente se amplía un 25% interanual en los últimos doce meses.

El deterioro de la balanza de rentas se aproxima al de la balanza comercial.

BALANZA DE PAGOS

Mayo 2007

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo	% variación anual	Saldo	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-33.236	5,3	-81.820	-7.926	10,7
Servicios					
<i>Turismo</i>	8.978	1,1	27.543	585	2,2
<i>Otros servicios</i>	-2.786	16,4	-5.695	-723	14,6
Total	6.191	-4,5	21.848	-138	-0,6
Rentas	-10.928	68,5	-25.424	-7.717	43,6
Transferencias	-4.546	25,4	-6.675	-2.736	69,5
Total	-42.519	20,8	-92.072	-18.518	25,2
Cuenta de capital	2.054	18,4	6.494	-993	-13,3
Balanza financiera					
Inversiones directas	-21.364	-38,4	-42.207	-2.688	6,8
Inversiones de cartera	80.569	-19,1	179.329	60.771	51,3
Otras inversiones	-2.275	-86,1	-21.444	-33.615	-
Total	56.929	17,3	115.679	24.468	26,8
Errores y omisiones	1.279	-	1.749	7.625	-
Variación de activos del Banco de España	-17.743	51,7	-31.850	-12.581	65,3

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

Las cuentas públicas, con viento en popa

La bonanza económica sigue impulsando favorablemente la trayectoria de las cuentas públicas. Cabe destacar el buen comportamiento de los ingresos en la primera mitad del ejercicio. En efecto, los ingresos no financieros del Estado se elevaron hasta 69.126 millones de euros, un 12,7% más que en el mismo periodo de 2006. Incluyendo los ingresos cedidos a las administraciones autonómicas y locales de acuerdo con el sistema de financiación vigente, las entradas en las arcas del Estado subieron hasta 93.522 millones de euros, con un incremento del 11,9% en relación con el primer semestre del año anterior, cuatro puntos más que el producto interior bruto (PIB) nominal.

Los impuestos directos crecieron el 15,7% en los seis primeros meses del ejercicio, totalizando 42.073 millones de euros. La principal aportación corrió a cargo del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), con 31.515 millones de euros. Esta figura impositiva aumentó el 13,3% a consecuencia del aumento del empleo y del salario medio. La incidencia de la modificación del IRPF se ha traducido en una desaceleración del ritmo de crecimiento de las retenciones del trabajo. La positiva evolución de los dividendos y de los intereses también contribuyó a fuertes aumentos de las retenciones del capital mobiliario y sobre las ganancias de los fondos de inversión, aunque también influyó la subida del tipo de la retención desde el 15% al 18%.

La bonanza económica continúa favoreciendo a las cuentas públicas.

Escaso impacto inicial de la reforma del IRPF y del impuesto de sociedades en los ingresos.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Junio 2007

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	3.603	12,3	69.126	12,7
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	1.974	28,9	31.515	13,3
Impuesto de sociedades	525	29,0	8.937	22,5
IVA	1.801	-9,8	33.794	8,4
Impuestos especiales	1.699	2,8	9.485	6,9
Resto	1.671	25,8	9.791	16,7
Total	7.670	10,9	93.522	11,9
Pagos no financieros	10.655	10,3	64.958	8,0
Saldo de caja	-7.052	9,4	4.168	261,5
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-8.284	6,4	6.075	136,5

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

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Por otra parte, la Agencia Tributaria anunció que al final de julio ya había abonado el 80% de las devoluciones a contribuyentes de la campaña de renta de 2006. Las devoluciones ascendían a 7.656 millones de euros para 10.659.501 contribuyentes, lo que suponía una devolución media de 718 euros.

La recaudación del impuesto de sociedades importó 8.937 millones de euros, con una fuerte alza del 22,5%. Este ascenso fue debido al dinamismo de los beneficios empresariales y de las retenciones sobre los rendimientos del capital. El impacto negativo de la reforma resultó, pues, muy limitado.

La principal partida de los ingresos fueron una vez más los impuestos indirectos, que se cifraron en 44.841 millones de euros en el periodo enero-junio, si bien su ritmo de aumento anual, del 7,9%, fue inferior al de los directos. El impuesto sobre el valor añadido (IVA), la estrella de este apartado, recaudó 33.794 millones de euros, con un ascenso del 8,4% con relación al mismo periodo del año precedente, en línea con la expansión del consumo. Entre los impuestos especiales, el de hidrocarburos, el más importante, sólo creció el 1,8%, afectado por la compensación a agricultores, ganaderos y transportistas por el alza del precio del gasóleo en 2006, a pesar de la elevación del tipo impositivo para los gasóleos de automoción en 2007. En cambio, el impuesto sobre las labores del tabaco subió el 16,2% después del incremento de los tipos impositivos.

Entre el resto de ingresos no financieros sobresalen los incrementos de las ayudas a la inversión procedentes de los presupuestos comunitarios. También las entra-

das por beneficios procedentes del Banco de España y los intereses de las cuentas del Tesoro experimentaron una subida espectacular.

En el otro lado del balance, los pagos no financieros del Estado acumulados hasta junio totalizaron 64.958 millones de euros, lo que representó un crecimiento del 8,0% sobre el mismo periodo del año pasado. Los gastos de personal ascendieron el 6,6%, debido a una mejora en las retribuciones en determinadas áreas de la administración pública. Los pagos por bienes y servicios corrientes se elevaron el 19,3%, afectados por la ocurrencia de elecciones en este año. Por su parte, las inversiones, tanto civiles como militares, siguieron registrando altas tasas de aumento, así como las transferencias de capital.

De esta forma, el Estado logró un superávit en el primer semestre al resultar mayores los ingresos que los gastos. En términos de contabilidad nacional, es decir, utilizando una metodología contable que tiene en cuenta los recursos y los empleos cuando se comprometen, el Estado consiguió una capacidad de financiación de 6.075 millones de euros, cifra que dobla ampliamente la anotada en el mismo periodo de 2006. En relación con el PIB el superávit del Estado supuso el 0,58%, frente al 0,26% del año anterior.

Este favorable contexto permitió al presidente del Gobierno anunciar la concesión de un cheque de 2.500 euros por cada recién nacido o adoptado a partir julio, elevando así las ayudas familiares, que en España son sensiblemente bajas comparadas con las otorgadas por nuestros socios de la Unión Europea más desarrollados.

El dinamismo de los salarios, los beneficios y los intereses hincha los impuestos directos.

El Estado consigue un superávit del 0,58% del PIB en el primer semestre.

El presidente del Gobierno anuncia una nueva ayuda de 2.500 euros por cada recién nacido a partir de ahora.

Ahorro y financiación

Considerable alza de los tipos de interés crediticios en términos reales.

En el segundo trimestre se aviva el ritmo de crecimiento de la financiación empresarial...

Continúa la expansión del crédito

El euríbor a un año, utilizado comúnmente como referencia para muchas clases de créditos, especialmente los hipotecarios, siguió ascendiendo en julio hasta situarse en el 4,56% en promedio mensual, reflejando el progresivo endurecimiento de la política monetaria del Banco Central Europeo y las expectativas de su continuación. Este nivel supone un aumento de 103 puntos básicos sobre el mismo mes del año pasado y es el más elevado desde febrero de 2001. En agosto, el tipo ha seguido subiendo hasta la zona del 4,75%.

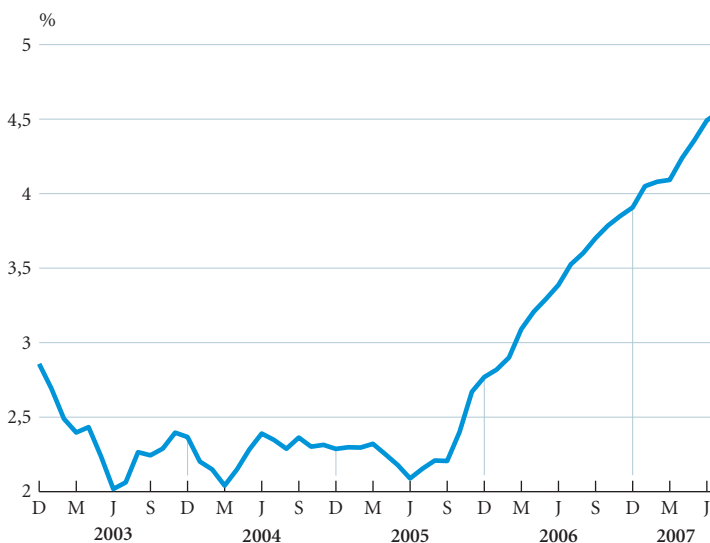
Lógicamente, los tipos de interés crediticios también han subido en el último periodo. Así, el tipo de interés promedio de los préstamos y créditos al sector privado

se colocaba en el 5,60% en junio, 108 puntos básicos por encima de un año antes. En conjunto, los tipos de interés de los créditos a las empresas se elevaron un poco más que los préstamos a las familias, aunque el nivel de éstos últimos era superior. Además, en los doce últimos meses hasta junio la tasa anual de inflación se redujo en 1,6 puntos, de modo que el tipo de interés real, que descuenta la inflación al tipo nominal, se incrementó bastante más, si bien se mantenía por debajo de la media europea.

En este marco, no es extraño que la financiación al sector privado haya aminorado su ritmo de crecimiento anual en los últimos doce meses. No obstante, los últimos datos disponibles hasta junio muestran que en el segundo trimestre apenas se

EL EURÍBOR A UN AÑO SUBE HASTA LA COTA MÁXIMA DESDE 2001

Tipo de interés euríbor a 12 meses



FUENTE: Banco de España.

LA FINANCIACIÓN A LAS FAMILIAS SIGUE RALENTIZÁNDOSE

Variación interanual de la financiación a los hogares e instituciones sin fines de lucro



FUENTE: Banco de España.

moderaron los recursos financieros obtenidos por las empresas y las familias. Así, la financiación al sector privado crecía el 20,9% en junio en relación con el mismo mes del año anterior, tasa apenas inferior en dos décimas a la registrada al final del primer trimestre, aunque era sensiblemente inferior a la anotada al final de 2006. Es posible que en la segunda mitad del año se endurezcan levemente las condiciones de los créditos y se afiance la desaceleración de la financiación al sector privado.

De hecho, el cambio de ritmo de la financiación en el segundo trimestre se debió a las empresas, ya que los préstamos a las familias continuaron ralentizándose. La financiación a las sociedades no financieras creció el 24,5% en el periodo junio 2006-junio 2007, cuando en marzo de 2007 aumentaba a un ritmo anual del 23,3%.

Por sectores, los últimos datos disponibles alcanzan hasta el final del primer trimestre. Todos los grandes sectores presentaban menores tasas de crecimiento

anual que al final de 2006 con la excepción de la industria, que experimentaba un ligero aumento. La mayor desaceleración correspondía a la construcción. No obstante, el crédito conjunto a la construcción y los servicios inmobiliarios mostraba todavía una espectacular tasa anual de variación del 39,8%, si bien era inferior en 4,1 puntos a la registrada en diciembre.

La ralentización de la financiación a las familias es atribuible sobre todo a los préstamos para la vivienda, que pasaron de crecer a más del 24% anual en 2005 al 17,2% al final del primer semestre de 2007. Las elevaciones de los tipos de interés y del precio de las viviendas han desanimado la constitución de nuevas hipotecas. Así, según datos del Instituto Nacional de Estadística en el mes de mayo se firmaron el 6% de hipotecas para la compra de viviendas menos que en el mismo mes de 2006. Sin embargo, el importe medio fue el 7,6% superior hasta colocarse en 150.810 euros. El plazo medio de los préstamos era de 26 años, un

...mientras que la financiación a familias se desacelera.

El crédito al sector inmobiliario se ralentiza en el primer trimestre, pero registra todavía una tasa de crecimiento anual muy alta.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Primer trimestre de 2007

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Financiación de actividades productivas						
Agricultura, ganadería y pesca	23.435	421	1,8	2.222	10,5	
Industria	121.153	1.664	1,4	15.466	14,6	
Construcción	137.627	3.310	2,5	31.445	29,6	
Servicios	533.929	29.104	5,8	129.734	32,1	
Total	816.144	34.500	4,4	178.867	28,1	
Financiación a personas físicas						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	566.341	21.952	4,0	94.375	20,0	
Adquisición de bienes de consumo duradero	52.713	1.252	2,4	6.393	13,8	
Otras financiaciones	107.073	2.628	2,5	20.480	23,7	
Total	726.126	25.832	3,7	121.249	20,0	
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	5.743	39	0,7	955	20,0	
Resto sin clasificar	21.156	173	0,8	2.343	12,5	
TOTAL	1.569.169	60.544	4,0	303.414	24,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Los depósitos bancarios a plazo de hasta dos años crecen un 42% en el último año.

año más que en 2006, y la gran mayoría seguían utilizando un tipo de interés variable. Por otra parte, la tasa de morosidad de los préstamos para adquisición de vivienda con garantía hipotecaria se situaba en un modesto 0,46% al final del primer trimestre, pero presentaba una tendencia levemente creciente.

Con un poco más de detalle, el crédito para la compra de bienes de consumo duradero aumentaba a un ritmo anual del 13,8% en marzo de 2007, 1,8 puntos más que al final de 2006. Las entidades financieras tratan de compensar la desaceleración del negocio hipotecario impulsando el crédito al consumo, aumentando su disponibilidad para el consumidor mediante campañas con créditos preconcedidos y ampliando los canales de solicitud, como por ejemplo, a través de cajeros automáticos e internet.

Leve desaceleración de los depósitos bancarios

Los depósitos bancarios han continuado creciendo a un fuerte ritmo en los últimos meses, doblando el correspondiente al área del euro. No obstante, en el segundo trimestre su tasa de variación anual disminuyó ligeramente hasta colocarse en el 22,9% al final de junio.

La modalidad que presentaba un mayor incremento en los últimos doce meses hasta junio eran las cuentas en moneda extranjera, que contaban con un diferencial de tipo de interés a su favor, aunque mostraban una notable desaceleración. A continuación, figuraban las imposiciones a plazo hasta dos años, con un alza anual del 41,7%, que tomaron este año la delantera a las de plazos superiores al haber desaparecido la bonificación de los inte-

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Junio 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	450.115	1.778	0,4	30.235	7,2	36,0	
A plazo hasta 2 años	300.522	54.116	22,0	88.499	41,7	24,1	
A plazo a más de 2 años	373.230	40.381	12,1	83.803	29,0	29,9	
Cesiones temporales	83.622	-202	-0,2	14.316	20,7	6,7	
Total	1.207.489	96.073	8,6	216.853	21,9	96,7	
Depósitos en monedas no euro	41.182	8.465	25,9	16.001	63,5	3,3	
TOTAL	1.248.671	104.538	9,1	232.854	22,9	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

reses que favorecía a éstas últimas con el nuevo régimen fiscal a partir del 1 de enero de 2007.

Al final de la primera mitad del año los depósitos del sector privado en la banca aumentaban a un ritmo anual del 26,5%, frente al 21,0% de las cajas de ahorros. De esta forma, los bancos continuaban aumentando su cuota en este segmento del mercado.

Este instrumento financiero está siendo una importante competencia para otros productos como los fondos de inversión mobiliaria. Así, en los primeros siete meses del ejercicio se registraron retiradas netas de participaciones en éstos por valor de unos 2.400 millones de euros, según datos de Inverco, la asociación profesional de gestoras. No obstante, en el mismo periodo el volumen de sus activos se elevó en 3.274 millones de euros, un 1,3% sobre diciembre, hasta 257.597 millones de euros, gracias a las plusvalías acumuladas. Así, los fondos de renta variable nacional presentaban una rentabilidad del 25,7% en los últimos doce meses y la renta variable euro del 18,6%. Por supuesto, otras categorías de fondos más

conservadores no alcanzaban estos extraordinarios rendimientos. Así, la ganancia de los fondos de renta fija a corto plazo era del 2,9% y la de la renta fija a largo plazo del 1,8%. Por otro lado, el número de partícipes ascendió el 1,4% con relación al final de 2006.

Por otra parte, el patrimonio de los fondos de pensiones, que tienen por finalidad atender las necesidades financieras de los ahorradores a más largo plazo, aumentó el 13,7% en los doce últimos meses hasta junio, hasta alcanzar 83.656 millones de euros. El número de cuentas de partícipes se elevó el 5,2% en los últimos doce meses hasta más de 10 millones, que corresponden a unos 7 millones y medio de partícipes. El mayor aumento del volumen de los activos en el último año fue registrado por el sistema individual, con un alza del 16,9%, seguido del sistema asociado (promovido por asociaciones como colegios profesionales, sindicatos, etc.) con un aumento del 15,3%. El rendimiento medio en los últimos doce meses resultó del 8,0%. La rentabilidad media lograda por el conjunto de planes de pensiones en los últimos 17 años fue del 6,5%, superando ampliamente a la inflación.

Los depósitos del sector privado en la banca aumentan más rápidamente que los de las cajas.

Retiradas netas de dinero en los fondos de inversión mobiliaria en los primeros siete meses del año.

Los fondos de pensiones logran notables rentabilidades.

Publicaciones del Servicio de Estudios

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

www.estudios.lacaixa.es

Correo electrónico:

publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica

■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versión inglesa del Informe Mensual

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2006

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

1. El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación? Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino
2. El empleo a partir de los 55 años Maria Gutiérrez-Domènech
3. *Offshoring* y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional Claudia Canals
4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer
5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández
6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres Maria Gutiérrez-Domènech

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal
3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual
5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

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

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

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

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

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

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

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

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

02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

31. Los nuevos instrumentos de la gestión pública Guillem López Casasnovas (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
University of Princeton
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado
Universidad Carlos III
- Jordi Galí
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz
Universidad Complutense
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Xavier Vives
IESE Business School y UPF

INFORME MENSUAL

Septiembre 2007

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629,
planta 6, torre I
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.estudios.lacaixa.es
Correo electrónico:
informemensual@lacaixa.es

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2006

ACTIVIDAD FINANCIERA

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

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

Empleados	25.241
Oficinas	5.186
Terminales de autoservicio	7.493
Tarjetas	9.007.335

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2007

	Millones €
Sociales	256
Ciencia y medio ambiente	64
Culturales	54
Educativas	26
TOTAL PRESUPUESTO	400

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

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

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

Más información en www.estudios.lacaixa.es



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