

# Informe Mensual



NÚMERO 306

*Invirtiendo al este del edén* Pág. 26

Los países de la ampliación sacan provecho de la inversión extranjera

*El euro en Europa Central y del Este: ¿cabe esperar nuevas incorporaciones?* Pág. 37

Los nuevos miembros tardarán en unirse a la moneda única

*Polonia queda más cerca de lo que parece* Pág. 55

Las exportaciones de los nuevos miembros ganan mercado en la UE

*Desarrollo financiero en Europa Central y Oriental: clave para potenciar el crecimiento* Pág. 67

La modernización del sistema financiero contribuye a su crecimiento económico

# Previsiones

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

	2006	2007	2008	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>								
	Previsiones			Previsiones				
<b>Producto interior bruto</b>								
Estados Unidos	2,9	1,7	2,0	2,6	1,5	1,9	1,8	1,7
Japón	2,2	2,0	1,7	2,5	2,6	1,7	2,0	1,7
Reino Unido	2,8	2,7	2,1	3,2	3,1	3,1	2,6	2,1
Zona del euro	2,9	2,5	2,3	3,3	3,2	2,5	2,4	2,1
<i>Alemania</i>	3,1	2,3	2,1	3,9	3,6	2,5	2,0	1,2
<i>Francia</i>	2,2	1,6	1,6	2,1	1,9	1,3	1,6	1,6
<b>Precios de consumo</b>								
Estados Unidos	3,3	2,6	2,1	2,0	2,4	2,6	2,4	2,8
Japón	0,2	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,2
Reino Unido	2,3	2,4	2,0	2,7	2,9	2,6	1,9	2,2
Zona del euro	2,2	2,0	2,0	1,8	1,9	1,9	1,9	2,3
<i>Alemania</i>	1,7	1,9	1,8	1,4	1,8	1,8	2,1	2,0
<i>Francia</i>	1,7	1,3	1,6	1,3	1,2	1,2	1,2	1,8
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>								
	Previsiones			Previsiones				
<b>Agregados macroeconómicos</b>								
Consumo de los hogares	3,7	3,2	2,7	3,7	3,4	3,3	3,2	3,1
Consumo de las AAPP	4,8	5,3	4,7	4,9	5,7	5,5	5,2	4,9
Formación bruta de capital fijo	6,8	6,2	3,7	6,4	6,6	6,6	6,1	5,5
<i>Bienes de equipo</i>	10,4	12,6	8,9	11,4	13,3	13,0	12,5	11,7
<i>Construcción</i>	6,0	4,3	1,7	5,7	5,2	4,6	4,0	3,4
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	5,1	4,7	3,6	4,9	5,0	4,9	4,6	4,4
Exportación de bienes y servicios	5,1	4,5	3,3	7,3	3,7	4,8	4,9	4,6
Importación de bienes y servicios	8,3	6,6	4,8	8,8	5,9	6,7	6,7	6,9
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>
<b>Otras variables</b>								
Empleo	3,2	3,0	2,1	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,0	8,0	8,3	8,5	8,0	7,9	7,8
Índice de precios de consumo	3,5	2,6	2,7	2,6	2,4	2,4	2,4	3,1
Costes laborales unitarios	2,3	2,2	2,3	2,4	2,0	2,1		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,8	-9,4	-9,7	-8,6	-10,2	-9,0		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-8,1	-8,9	-9,3	-7,4	-9,6	-8,8		
Saldo público (% PIB)	1,8	1,2	0,9					
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>								
	Previsiones			Previsiones				
<b>Tipos de interés internacionales</b>								
Fed Funds	5,3	5,0	4,5	5,3	5,3	5,3	5,1	4,6
Repo BCE	3,5	3,9	4,3	3,5	3,6	3,8	4,0	4,2
Bonos EEUU 10 años	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,8	4,6	4,6
Bonos alemanes 10 años	3,9	4,3	4,5	3,9	4,0	4,4	4,3	4,5
Obligaciones 10 años	4,0	4,4	4,7	4,0	4,1	4,4	4,4	4,6
<b>Tipos de cambio</b>								
\$/Euro	1,32	1,37	1,39	1,32	1,32	1,35	1,39	1,42

## Europa del Este: el tren de la modernidad pasa por Bruselas

### Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Estados Unidos
  - 9 Japón
  - 11 China
  - 13 México
  - 15 Materias primas
- 18 Unión Europea
  - 18 Zona del euro
  - 21 Alemania
  - 23 Francia
  - 23 Italia
  - 24 Reino Unido
- 26 *Invirtiendo al este del edén*
- 30 Mercados financieros
  - 30 Mercados monetarios y de capital
- 37 *El euro en Europa Central y del Este: ¿cabe esperar nuevas incorporaciones?*
- 40 Coyuntura española
  - 40 Actividad económica
  - 43 Mercado de trabajo
  - 47 Precios
  - 52 Sector exterior
- 55 *Polonia queda más cerca de lo que parece*
- 58 Sector público
- 63 Ahorro y financiación
- 67 *Desarrollo financiero en Europa Central y Oriental: clave para potenciar el crecimiento*

«Hemos visto la necesidad de la Unión como baluarte contra el peligro exterior, como garante de la paz entre nosotros, como guardián de nuestro comercio y de nuestros intereses comunes, como el único sustituto de las instituciones militares que han desbaratado las libertades del viejo mundo». A principios de la década de 1990 los países de Europa Central y Oriental, necesitados de pasar página en la historia y alcanzar el tren de la modernidad política, económica y social podrían haber suscrito estas palabras, que resumen como pocas la promesa que albergaba para ellos la anhelada adhesión a la Unión Europea (UE). El hecho de que hubiesen sido escritas en 1787 por James Madison, cuando otro continente se planteaba la unidad de los pueblos como única vía hacia el futuro, nos recuerda que aunque la historia nunca se repite a veces lo parece.

Poco más de tres años tras la ampliación al este, es oportuno plantearse si dichos nuevos estados miembros están aprovechando su oportunidad. La respuesta que se desprende de este Informe Mensual, dedicado a la cuestión, es afirmativa. Los países de Europa Central y Oriental han crecido sensiblemente más que la UE-15 en la última década, reduciendo el enorme diferencial de renta per cápita que los separaba de Europa Occidental. Además, esta convergencia real se ha hecho gracias a la mejora de la productividad y a la inversión en capital, lo que revela una transición hacia la modernidad económica. Asimismo, se han beneficiado de importantes entradas de inversión extranjera directa y han aprovechado excelentemente las posibilidades que los acuerdos de desarme arancelario iniciados en 1995 les proporcionaban para avanzar en la integración comercial. Incluso en el crítico sector financiero, el proceso de puesta al día ha sido indudable.

El progreso económico ha sido, por tanto, notable, si se atiende a las precarias condiciones iniciales de partida. Pero la meta todavía no se vislumbra. Parafraseando a Churchill, quizás no están en el final, pero posiblemente sí en el inicio del final. Los propios países apuntan en sus Programas Nacionales de Reforma los retos pendientes: consolidación presupuestaria, inversiones en infraestructura y generación de capital humano. Además, la opinión de sus ciudadanos, recogida en la encuesta de opinión Eurobarómetro, está cargada de sentido común: les preocupa la situación económica, la inflación y su estado de bienestar. Y el común de los mortales acierta. Tienen retos estructurales pendientes de amplio calado, y el temor que a veces se ha mencionado es que con el incentivo de la adhesión expirado, el vigor reformador podría perder apoyo popular y político.

Y es que ¡qué lejos que estamos todavía unos de otros! En dicho Eurobarómetro, los ciudadanos de la UE-15 afirman preocuparse de inmigración, delincuencia, terrorismo, clima y medio ambiente. La distancia entre las agendas de unos y otros países nos recuerda que los nuevos miembros sólo tienen un pie en el estribo del desarrollo económico. No hay que llamarse a engaño. Se trata de un punto fuerte oculto en una debilidad: tienen un mundo que ganar y su arma es la Unión Europea. Sus ciudadanos se muestran en general más confiados en el futuro de la Unión que los de países con mayor pedigrí europeísta. Ellos apuestan por nuevas ampliaciones, mientras otros discursos son claramente refractarios a esta posibilidad. Y confían en mayor medida en las instituciones comunitarias, lejos del descrédito que a veces maneja el ciudadano de la antigua UE-15. En definitiva, su apuesta es Europa. ¡Cómo se parecen a la España de 1986!

## RESUMEN EJECUTIVO

**La Reserva Federal acude a apagar el fuego de la crisis hipotecaria con una rebaja de medio punto del tipo de interés de referencia...**

**...si bien sigue habiendo problemas de liquidez en el mercado interbancario y en los mercados de crédito.**

**La crisis no se resolverá de forma rápida y no contribuye a enderezar el problema de fondo, la recesión inmobiliaria estadounidense.**

### **Turbulencias financieras, temores reales**

Cuando el 18 de septiembre la Reserva Federal de Estados Unidos anunció el recorte del tipo de interés de los fondos federales en medio punto porcentual, hasta el 4,75%, una sensación de alivio recorrió los mercados financieros. Hasta entonces, el goteo de malas noticias no hacía más que complicar el ambiente de crisis desde que a principios del verano empezó a aflorar el problema de las hipotecas *subprime*, de baja calidad crediticia. Las voces críticas subrayaron lo inadecuado de que el banco central acuda al rescate de las entidades financieras que han corrido riesgos excesivos, ya que así se estimulan y apoyan las actuaciones irresponsables (el denominado *moral hazard*, en lengua anglosajona). Pero lo cierto es que ningún banco central puede desentenderse de una crisis de liquidez o de solvencia que afecte al sistema financiero. Los mercados celebraron la decisión de la Fed con fuertes subidas en las bolsas y una cierta distensión en los tipos de interés interbancarios.

Pero la actuación de la Fed no ha resuelto todas las dificultades, ni mucho menos. El mercado interbancario se ha «secado» y persisten los problemas de liquidez en determinados plazos. Incluso en Europa, donde el Banco Central Europeo (BCE) no consigue normalizar el tráfico normal de transacciones interbancarias pese a las numerosas inyecciones extraordinarias de fondos. Fuera de la eurozona, el caso del banco Northern Rock, con las colas de clientes temerosos de perder sus ahorros ante una posible quiebra de la entidad, nos remite a épocas que se creían superadas e ilustra las reverberaciones de una crisis

originada a muchos kilómetros de distancia. Las emisiones de valores a corto plazo se han reducido sustancialmente. El mercado de crédito, que hasta hace muy poco se encontraba en plena ebullición por las operaciones corporativas de compra, venta y fusiones, ha perdido la alegría.

La crisis financiera se halla lejos de estar conjurada. Henry Paulson, secretario del Tesoro estadounidense, declaró que sería una crisis larga, puesto que purgar las imprudencias en las que ha incurrido un determinado segmento del mercado financiero no va a ser sencillo. Y el problema de fondo, la crisis inmobiliaria, subsiste. Tres motivos justifican el mantenimiento de la incertidumbre.

En primer lugar, las crisis provocadas por un aumento de la morosidad requieren un mayor tiempo para su resolución. Por ejemplo, en el caso de Estados Unidos unos 450.000 clientes con hipotecas *subprime* con pagos variables de sus cuotas mensuales tendrán su revisión en los próximos tres meses. La cuota mensual será revisada al alza y ante la imposibilidad de hacer frente al incremento, algunas de estas hipotecas se sumarán al stock de morosidad. En segundo lugar, todavía es demasiado pronto para realizar una estimación fiable de la trayectoria de desaceleación del consumidor norteamericano. Finalmente, la depreciación del dólar ha sido muy acusada y deben seguirse sus consecuencias sobre la demanda de bienes y servicios de las empresas exportadoras asiáticas y europeas.

En definitiva, la crisis inmobiliaria de Estados Unidos ha acabado alcanzando a su sistema financiero y de allí, vía innovación

financiera, se ha proyectado a entidades e inversores de todo el planeta, que en muchos casos han sido los primeros sorprendidos por verse involucrados. La caída de la confianza que generan este tipo de turbulencias financieras y el freno de la inversión crediticia no ayudan, precisamente, a resolver el problema de fondo, la recesión inmobiliaria. ¿Puede ésta arrastrar al resto de la economía? ¿Nos encontramos ante un aterrizaje, suave, brusco o nos enfrentamos a una recesión? Alan Greenspan, el anterior presidente de la Fed, anticipa una probabilidad del 50% de una recesión a corto-medio plazo. La siguiente pregunta es ¿un eventual estancamiento o recesión estadounidense se extenderá al resto del mundo, cortando así la larga e intensa fase expansiva de la economía mundial en los últimos años?

La respuesta tradicional a la pregunta anterior es que sí, que cuando Estados Unidos estornuda, el resto del mundo se resfría. Pero ahora no está claro. La economía mundial es hoy un aeroplano con dos motores: el consumo privado estadounidense y el vigor de los países emergentes. En particular, las economías asiáticas presentan una dinámica propia muy acusada que por el momento no parece verse alterada por las turbulencias hipotecarias. Muestra de ello es la trayectoria de los precios de las materias primas. El barril de petróleo se ha encaramado por encima de los 80 dólares, récord histórico, tanto en la referencia europea como en la americana. Otras materias primas de carácter industrial o agrario reflejan tensionamientos en los precios. Parte de estas tensiones pueden responder al dinero especulativo que sale del dólar y busca refugios menos arriesgados. Pero otros indicadores, como los fletes marítimos, reafirman el vigor de la actividad y el comercio internacional.

China es el eje central de los países emergentes. Y de momento no muestra ninguna señal de ralentización. La producción industrial crece al 17% y el consumo pri-

vado se ha acelerado en los últimos meses hasta tasas similares. La bolsa de valores china sigue subiendo, indiferente a los avatares de las bolsas occidentales. Las autoridades siguen elevando poco a poco los tipos de interés y permiten una muy suave apreciación de la moneda, preocupadas por el rebrote de la inflación y el riesgo de sobrecalentamiento. Las exportaciones destinadas a Estados Unidos representan el 20% del total. Una desaceleración de las mismas debido a un enfriamiento de la economía americana que las redujera en un 10% restaría directamente un 0,7% del producto interior bruto (PIB) nominal. Algo que, a la vista del crecimiento chino, dista de ser dramático.

¿Puede seguir volando la aeronave de la economía internacional con un motor dañado? Esta es una de las cuestiones más debatidas en estos momentos y que sin duda se planteó la Comisión Europea al elaborar, a mediados de septiembre, la revisión de las previsiones de primavera. La Comisión reconoce que no está en disposición de valorar plenamente los efectos sobre el crecimiento futuro de la crisis hipotecaria. Apunta como posible un empeoramiento de la actividad en 2008 debido a una hipotética contracción del crédito y se limita a revisar marginalmente la evolución prevista para lo que resta de 2007. De hecho, el principal factor que explica esta evolución es un peor comportamiento de lo esperado durante el segundo trimestre. Pero sí reconoce que la incertidumbre que rodea estas previsiones es superior a lo habitual en estos ejercicios.

En la eurozona, las miradas se dirigen hacia el BCE. Con un ciclo maduro –crecimiento por encima del potencial pero con tendencia a la desaceleración– un súbito empeoramiento de las expectativas combinado con una apreciación del euro podría precipitar el fin de una etapa de crecimiento que se presumía más prolongada. El BCE ha interrumpido las subidas de los tipos de interés que venía aplicando de

**¿Puede la crisis afectar a la expansión internacional? No, si los emergentes resisten.**

**De hecho, China no muestra ninguna señal de ralentización, y el problema de las autoridades chinas es enfriar el crecimiento.**

**El ciclo europeo parece maduro y se podría ver afectado por una eventual desaceleración del crecimiento mundial, en un contexto de euro fuerte.**

**Industria y servicios mantienen la actividad, mientras que la construcción se resiente de la ralentización del mercado de la vivienda.**

manera escalonada desde finales de 2005, pero debe afrontar las críticas que le acusan de ser menos flexible que la Fed, sin perder de vista unos datos de inflación menos favorables de lo deseado.

### **Economía española: suave desaceleración**

En la economía española, la nota característica es una leve ralentización de la actividad. La producción industrial presentó un perfil de ligera desaceleración al principio del tercer trimestre, con una confianza de las empresas a la baja, pero con unas carteras de pedidos todavía bien nutridas. Por su parte, los servicios siguen expandiéndose a un ritmo estable. La cifra de negocios del sector aumentó un 8,8% en julio en relación con el mismo mes del año precedente, si bien la temporada turística está resultando más bien discreta.

En cambio, el panorama de la construcción se ha ensombrecido, con una fuerte caída de la confianza de las empresas en agosto y una reducción anual del consumo de cemento en ese mismo mes. Diversas señales muestran el progresivo enfriamiento del mercado de la vivienda, como los visados de obra nueva, que cayeron un 37% en julio en relación con doce meses antes. Por otra parte, el crédito hipotecario continúa ralentizándose, afectado por la subida de los tipos de interés, si bien todavía ostenta tasas de crecimiento anuales muy altas. El contrapunto lo constituye la licitación oficial, con un alza anual del 20% en julio, que apunta a una mejora de la obra civil.

Desde la óptica de la demanda, los primeros datos del tercer trimestre apuntan a un consumo privado todavía animado. Así, las ventas al por menor presentan un ritmo de avance robusto y la importación de bienes de consumo registró un fuerte incremento en julio. No obstante, las ventas de automóviles se han mostrado débiles en los meses cálidos del año, con una caí-

da interanual en agosto. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores señalan crecimientos elevados.

El mercado de trabajo también coincide en señalar una ralentización en la creación de empleo. Los afiliados a la Seguridad Social aumentaron un 2,5% interanual en agosto, frente al 3,6% en el primer trimestre. Por sectores, se constata que la ralentización presenta una mayor intensidad en la construcción, habiendo pasado a una tasa anual del 2,1%, desde el 6,1% en el primer trimestre. De este modo, tanto los servicios como la industria ya muestran tasas de variación anuales superiores a la construcción. El menor vigor del mercado laboral también se manifestó en una caída de los contratos registrados en el servicio público de empleo en agosto, del 2,7%, en relación con el mismo mes del año anterior.

Por lo referente al sector exterior, los datos disponibles del comercio de bienes de julio indican altos ritmos de crecimiento anuales, si bien superiores en las importaciones. De este modo, el sector exterior va a seguir contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB, pero probablemente cada vez menos si se consolida la moderación de la demanda nacional.

Las perspectivas de desaceleración se mantienen para lo que resta del año y para 2008, y el alcance de la misma puede verse influido por el eventual efecto que la crisis hipotecaria pueda tener sobre la economía internacional. El Gobierno, en la presentación de los presupuestos para el próximo ejercicio, sitúa el crecimiento del PIB en el 3,3%, frente al 3,8% de 2007, una cifra superior a la del consenso de previsiones. Lo que no se discute es la holgada posición financiera del sector público, que acumula elevados superávits desde 2005, los cuales constituyen un factor de tranquilidad ante un panorama económico menos plácido que en años anteriores.

28 de septiembre de 2007

**El mercado de trabajo apunta a una menor creación de empleo.**

**Los presupuestos del Estado para 2008 prevén un nuevo superávit, en un contexto de cuentas públicas saneadas.**

## CRONOLOGÍA

### 2006

- septiembre** 26 La Comisión Europea da el visto bueno para la entrada en la Unión Europea de **Rumania 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.  
6 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 4,00%.  
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**.
- septiembre** 18 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 4,75%.  
27 El **euro** cotiza a 1,418 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.  
28 El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 80,74 dólares por barril.

## AGENDA

### 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).
- 30 Avance IPCA (octubre).
- 31 PIB de Estados Unidos (tercer trimestre). Comité de Mercado Abierto de la Fed.

### Noviembre

- 5 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 6 Índice de producción industrial (septiembre).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 PIB de la UE (tercer trimestre).
- 14 Avance del PIB (tercer trimestre). IPC (octubre).
- 15 Balanza de pagos (agosto). IPC armonizado de la UE (octubre).
- 20 Comercio exterior (septiembre).
- 21 Contabilidad nacional trimestral (tercer trimestre).
- 26 Precios industriales (octubre).
- 27 Ingresos y gastos del Estado (octubre).
- 29 Avance IPCA (noviembre).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos crece al 1,9%.**

**Una mayor desaceleración del consumo privado es el mayor riesgo presente.**

### Estados Unidos: algo menos de riqueza y mucha más cautela

Un famoso poema de Rudyard Kipling reza así: «si eres capaz de apilar todas tus ganancias, arriesgarlas a un solo dado, perderlas y volver a empezar por tus comienzos sin suspirar palabra acerca de tu pérdida (...) tuya será la tierra y todo lo que en ella está, y –lo que es más– serás un hombre, hijo mío». De aquí se deduce que superar la pérdida súbita de la riqueza acumulada debe ser algo ciertamente difícil. A su manera, Kipling describía la importancia del efecto riqueza en el consumo, que implica que existe una relación directa entre riqueza acumulada y consumo corriente. En análoga tesitura, aunque con menor dramatismo, se encuentran los

consumidores estadounidenses, cuyo gasto es cada año equivalente al 72% del producto interior bruto (PIB). Después de ver como la riqueza familiar aumentaba mes a mes gracias a la apreciación de sus viviendas, ahora la cuestión está en ver como esas pautas de consumo evolucionan si el precio de los inmuebles intensifica su incipiente corrección.

La economía repuntó en el segundo trimestre, pasando de crecer el 1,5% al 1,9% interanual. Sin embargo, el consumo privado, principal bastión del crecimiento en los últimos años, pinchó. La reacción alcista vino del sector exterior, del gasto público y de la acumulación de existencias. La inversión en actividades productivas, aunque dejó de retroceder, mantu-

### ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	3,1	2,9	2,4	2,6	1,5	1,9	–	...
Ventas al por menor	6,6	6,1	5,4	5,0	3,4	4,0	3,6	3,7
Confianza del consumidor (1)	100,3	105,9	104,4	106,8	109,9	106,7	111,9	105,0
Producción industrial	3,2	4,0	5,1	3,5	2,5	1,8	1,7	1,7
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	53,8	50,9	50,8	55,2	53,8	52,9
Venta de viviendas unifamiliares	6,5	–18,0	–23,3	–21,9	–24,6	–19,1	–10,2	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,7	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6
Precios de consumo	3,4	3,2	3,4	1,9	2,4	2,7	2,4	1,9
Balanza comercial (3)	–714,4	–758,5	–777,7	–758,5	–764,4	–731,5	–723,2	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,6
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,6	81,9	79,3	77,5	77,5

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.



## ESTADOS UNIDOS: EL LADRILLO CAMBIA DE TENDENCIA

Variación interanual del índice Case-Schiller del precio de la vivienda



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

vo un perfil bajo y la construcción siguió sin levantar cabeza. Aun así, las ventas minoristas de agosto, sin incluir las siempre variables compras de automóviles y de gasolina, crecieron un 4,7% interanual, o un 2,7% si se descuentan los incrementos de precios, lo que demuestra que al consumo aún le quedan fuerzas.

El problema es que la tendencia es de desaceleración. En este sentido, un indicador adelantado como es la marcha de Walmart, con mucho la principal empresa de consumo minorista del país, no ofrece perspectivas halagüeñas. Los resultados del tercer trimestre sorprendieron a la baja y, además, se recortó la previsión de los beneficios esperados para el total de 2007 a causa de una menor actividad en el mercado americano, y es que las palabras de Kipling, o el efecto riqueza, pesan. Según Martin Feldstein, en las conclusiones del Simposio Anual de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, la riqueza inmobiliaria de las familias estadounidenses es de unos 21 billones de dólares, aproximadamente 1,5 veces el PIB. Una hipotética pérdida del 20% en el pre-

cio de los inmuebles, equivalente al 30% del PIB, debería traducirse en una disminución de éste del 1,5% del PIB a través de un menor consumo privado, lo que potencialmente traería una recesión.

Esto aún no ha pasado pero, en mayo, el estadísticamente robusto índice Case-Schiller de precios de la vivienda descendió un 3,4% interanual, mostrando un abrupta desaceleración. La evolución de la cantidad de inmuebles por vender desde el mes de mayo y las previsiones de aumentos de préstamos impagados en los próximos meses, a causa del vencimiento del plazo de gracia de intereses bajos en un buen número de contratos hipotecarios, hacen prever que la tendencia siga a la baja por un tiempo. La actividad del mercado siguió languideciendo en agosto, con descensos en ventas cercanos al 10% respecto al mismo periodo del año anterior. Las contracciones en este sector tienen su inercia y así parece verlo la oferta, con nuevos descensos de las viviendas iniciadas, que en agosto llegaron al 19,1% interanual.

**El consumo minorista resiste...**

**...pero el precio de la vivienda baja y el mercado de trabajo pierde fuerza.**

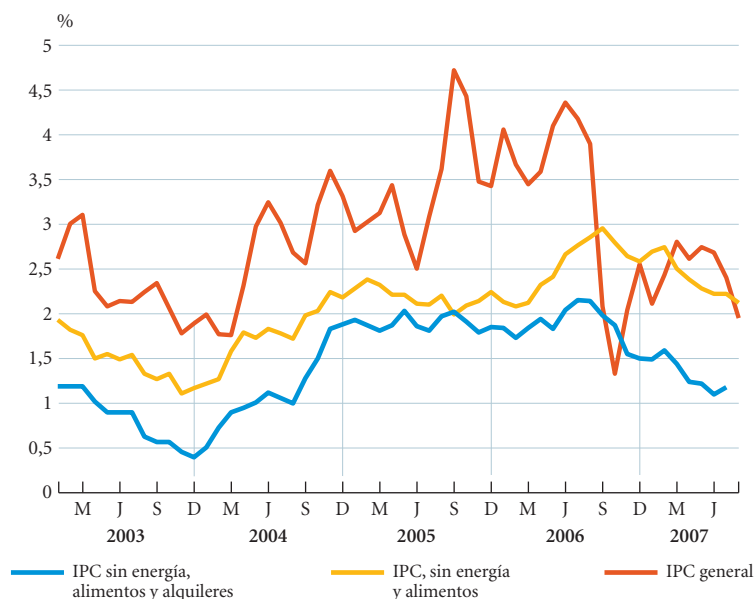
Hasta el momento, el mercado de trabajo ha venido constituyendo un importante baluarte de apoyo al nivel de actividad. La tasa de desempleo de agosto seguía situada en un benigno 4,6% de la población activa, pero se perdieron 4.000 empleos cuando se esperaba crear 110.000. Aunque el margen de error de este resultado es alto y el descenso es mínimo, es significativo porque éste es el primero de los últimos cuatro años, con el consiguiente efecto psicológico en un momento en el que los miedos y los cambios en la percepción de riesgos tienen su importancia. Muestra de este estado anímico, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de agosto bajó de 111,9 a 105,0 puntos.

Si en estos momentos el principal riesgo es que se intensifique la desaceleración del consumo a causa de la crisis del sector de la vivienda y de los mercados de crédito, no hay que olvidar las fortalezas de la

economía en el ámbito de los precios y en la mejora del sector exterior, lo que deja margen de maniobra para la actuación de la Reserva Federal, tal como lo atestigua la rebaja de medio punto porcentual del tipo de interés de referencia en septiembre. El índice de precios al consumo de agosto (IPC) disminuyó su ritmo de avance del 2,4% al 1,9% interanual. Los pesimistas pueden decir que una gran parte de la mejora fue debida a efectos de base en el precio del petróleo, algo que a tenor de los últimos datos no debería tener excesiva continuidad. Si bien este hecho es en parte cierto, no hay que olvidar que el componente subyacente, el general sin incluir la energía y los alimentos, también tuvo una evolución positiva, pasando de incrementos del 2,2% al 2,1%, y que, en los últimos años, el alquiler de la vivienda, cuyos precios se están desacelerando, ha tenido mucha más influencia en el IPC que el petróleo.

## ESTADOS UNIDOS: LA TENSIÓN INFLACIONISTA SIGUE AMAINANDO

Variación interanual del IPC en EEUU



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

Los precios de producción también se des-  
aceleraron en agosto, pasando de avances  
del 3,9% al 2,1% interanual. Un riesgo in-  
flacionista adicional es que la deprecia-  
ción del dólar dificulta que el sector exte-  
rior siga siendo esa fuente de bajos costes  
en la misma medida que lo había sido  
hasta ahora. Sin embargo, la menor fuer-  
za del consumo debería compensar con  
creces este efecto, tal como parece indicar  
el deflactor del consumo privado del PIB  
del segundo trimestre sin considerar el  
consumo energético, que avanzó un 1,9%  
respecto al trimestre anterior en términos  
anuales, claramente por debajo del 2,8%  
del primer trimestre. En todo caso, sí hay  
que aceptar que en el futuro la relación  
inflación-crecimiento será menos favora-  
ble que hasta la fecha.

Por su parte, el déficit comercial de ago-  
sto ya muestra una tendencia de correc-  
ción fundamentada no sólo en unas im-  
portaciones que crecen menos deprisa,  
fruto de la debilidad del consumo priva-  
do, sino también en un resurgir de las ex-  
portaciones, apoyadas en la robusta de-  
manda global. Como consecuencia, el  
déficit comercial de bienes y servicios, ex-  
cluyendo al petróleo, se situó un 19% por  
debajo del máximo de octubre de 2005.

El índice de sentimiento empresarial y ac-  
tividad del Institute for Supply Manage-  
ment tuvo ligeros descensos, pero quedó  
ligeramente por encima del nivel de 50,  
con lo que quienes ven alzas son tantos  
como quienes ven bajadas. Sin embargo,  
los nuevos pedidos, especialmente los de  
exportación, tuvieron un comportamien-  
to robusto, lo que debería ayudar a cierta  
recuperación de la producción industrial,  
que avanzó en agosto un 1,7% interanual.  
Ahora sólo falta esperar que la continua-  
ción de la moderación de los precios y la  
corrección del desequilibrio exterior sean  
suficientes para que la economía pueda  
atravesar este trance con la ayuda de la

Fed, pero sin tener que recurrir al heroís-  
mo que Kipling describiera en su poema.

### **Japón: una grisácea demanda interna**

Yasuo Fukuda, de 71 años, dirigente del  
Partido Liberal-Democrático, que ha go-  
bernando Japón durante los últimos 50  
años –salvo un periodo de 9 meses– hijo  
de un antiguo primer ministro de los años  
setenta, era considerado hace tan solo un  
año como una opción del pasado, aburri-  
da y tibia. Al fin y al cabo, después de las  
reformas de Junichiro Koizumi, su suce-  
sor, Shinzo Abe, tan joven que nació des-  
pués del final de la Guerra Mundial, pare-  
cía una alternativa atractiva.

Pero Abe ha durado muy poco, ya que di-  
mitió a mediados de septiembre, en me-  
dio de escándalos de corrupción, un in-  
cremento de las desigualdades sociales y  
con una economía cuyo motor tira con  
menos fuerza. El nuevo presidente, Yasuo  
Fukuda, aunque gris, ya es el jefe de go-  
bierno fiable del futuro. Sus intenciones  
son atender a los que han quedado atrás  
y, a la vez, mantener los cambios que Ko-  
izumi empezó. A pesar de tales reformas,  
Japón sigue siendo el de siempre, con una  
fuerte dependencia del sector exterior,  
con un bajo rendimiento para el capital  
invertido y con un sistema que prima pro-  
ductores sobre consumidores. Así pues, el  
nuevo y maduro primer ministro pocas  
cosas podría tirar hacia atrás aunque  
quisiera.

Tras la acostumbrada revisión de las  
cuentas nacionales del segundo trimestre  
por el Ministerio de Comunicaciones, el  
crecimiento económico del segundo tri-  
mestre fue del 1,7% interanual, sensible-  
mente por debajo del 2,3% publicado  
previamente. Es significativo que el PIB  
se contrajo un 1,2% en términos anuales  
respecto al primer trimestre. El consumo

**La moderada inflación deja  
margen a la Reserva  
Federal...**

**...y el déficit comercial  
empieza a corregir.**

**Los empresarios se lo miran  
con cautela.**

**Japón crece al 1,7% gracias  
a su sector exportador.**

**Los consumidores aún no lo  
ven claro, pero la inversión  
debe repuntar.**

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

### El mercado inmobiliario sigue débil...

privado sigue manteniendo un perfil bajo, quedando lejos del buen tono que llegó a tener durante 2004 y contribuyendo sólo en un magro 0,7% al crecimiento. Con un consumo público que sigue en cura de adelgazamiento y con una inversión en equipo que se desaceleró, sólo el sector exterior aguantó el tipo. Unas importaciones algo menores y las exportaciones que siguieron siendo robustas llevaron la contribución al crecimiento del sector exterior hasta el 1,0%.

Entre los últimos indicadores, la producción industrial de julio se desaceleró ligeramente avanzando un modesto 2,0% interanual. Los pedidos de maquinaria del mismo mes se recuperaron del bache de junio y, excluyendo proyectos navales, que por su singularidad crean distorsiones, avanzaron un 9,7% interanual. Esta recuperación, que por una vez incluyó a las industrias destinadas al consumo interior, hace prever un repunte de la inversión en el tercer trimestre, coherente también con las últimas encuestas de confianza empresarial.

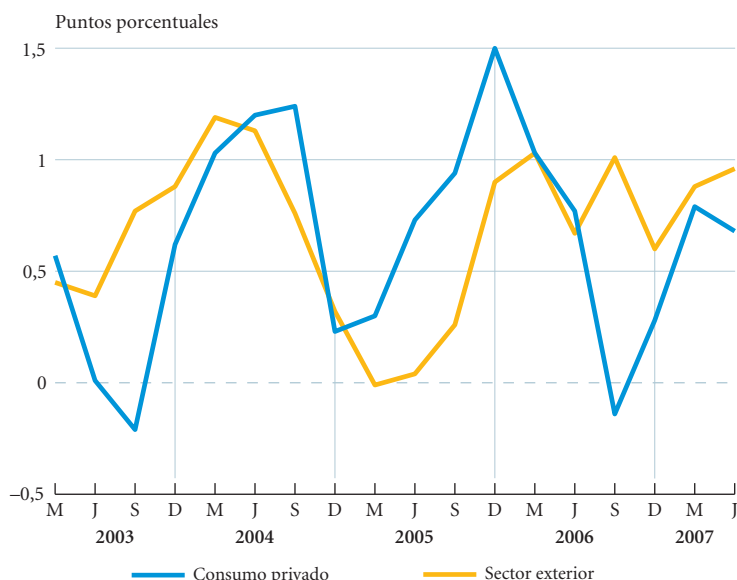
Sin embargo, aunque los débiles datos del segundo trimestre podrían sufrir una revisión al alza, mientras el consumo privado no dé signos de mejora, la demanda interna seguirá compitiendo en apatía con la situación política. Los últimos indicadores no indican mejoras en este sentido. Las ventas minoristas de julio descendieron un 2,3% interanual y aunque las ventas de automóviles de agosto aumentaron un tímido 0,8%, quedan aún muy lejos de los niveles de años anteriores. Tampoco el mercado de la vivienda aporta vitalidad. Si en agosto los precios siguieron moderadamente al alza, el número de inmuebles vendidos en Tokio siguió cayendo con intensidad y el inventario de los no vendidos evolucionó al alza. De forma coherente con la situación, las viviendas iniciadas cedieron en julio un 23,4% interanual.

Los precios no acaban de abandonar la sombra de la deflación. Si el IPC general de julio repitió los registros del mismo periodo del año anterior, el más fiable índice subyacente, que en Japón es el índice ge-

...y la deflación persiste, pero sin paro.

## JAPÓN: MÁS CRECIMIENTO DE EXPORTACIONES QUE DE CONSUMO

Contribución a la variación interanual del PIB



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

neral sin los alimentos frescos, retrocedió un 0,1%. Y el IPC de Tokio de agosto cedió un 0,2% interanual. La tasa de paro, en cambio, siguió descendiendo y en julio llegó a ser de sólo el 3,6% de la población activa. Un buen registro que no acaba de dar fuerza a la demanda por ser en parte debido a una demografía menguante y por la percepción de una disminución de la protección social entre la población. El superávit comercial de los últimos doce meses hasta julio aumentó hasta los 11,1 billones de yenes pero la amenaza de menores compras por parte de Estados Unidos y la fortaleza del yen siguen constituyendo un elemento de riesgo para el principal bastión de la actividad económica.

### China: la economía crece y los precios también

La verdad es lo que es, aunque se mire al revés. Con China la frase de Machado cuadra a la perfección, y por partida doble. Trimestre tras trimestre se espera una

desaceleración y la realidad acaba siendo justo lo contrario, como demuestra el incremento del PIB del segundo trimestre, que se encaramó hasta el 11,9% interanual. Pero si hasta ahora el fuerte crecimiento coexistía con unos precios bajo control, hoy la cosa ha cambiado. Aunque las autoridades se empeñen en controlar precios, la realidad es lo que es, y la inflación de agosto llegó al 6,5% interanual. Por si el dato oficial pudiera parecer moderado, la inflación de alimentos no lo es y alcanzó el 18,2% interanual. En un país donde aproximadamente el 50% de la masa laboral se dedica a la agricultura, muchos la consideran más relevante que el índice general. Así, los incrementos de precios, junto con la excesiva dependencia del sector exterior, constituyen los dos talones de Aquiles del principal motor del crecimiento mundial.

Un motor donde la demanda comienza a despertar y ponerse al lado de la siempre creciente oferta. La producción industrial de agosto tuvo una minúscula desacelera-

**China crece al 11,9%, apoyada por su industria y su sector exterior.**

**La inflación repunta al 6,5% y los precios alimenticios suben un 18,2%.**

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007			
			II	III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	10,1	10,7	11,5	10,6	10,4	11,1	11,9	–	...
Producción industrial	15,9	16,4	18,0	16,2	14,8	14,4	18,3	18,0	17,5
Producción eléctrica	13,4	14,7	13,2	16,5	15,3	12,4	17,7	15,8	16,3
Precios de consumo	1,8	1,5	1,4	1,3	2,0	2,7	3,6	5,6	6,5
Balanza comercial (*)	102,0	177,5	123,4	143,3	177,5	200,6	228,9	238,7	244,9
Tipo interbancario 3 meses (*)	2,4	2,8	2,9	3,0	3,1	2,8	3,4	3,6	3,3
Tipo de cambio (**)	8,2	8,0	8,0	7,9	7,8	7,7	7,7	7,6	7,5

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

(\*\*) Respecto al dólar.

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

### El consumo despierta, pero le queda camino por recorrer.

ción, pero aun así creció un 17,5% interanual. La novedad importante estuvo, empero, en la aceleración del consumo minorista, que se incrementó en un 17,1% interanual, cuando en enero se crecía al 12,7%. Este repunte del consumo debe ser bienvenido, y más si, como es el caso, incluye a las zonas rurales, que aún quedan muy por detrás de las áreas urbanas. Sin embargo, los cuellos de botella debidos a ineficiencias fruto de la rápida transformación económica y de ciertas herencias del pasado comunista hacen que haya escaseces en diversos puntos de la cadena productiva y que, por tanto, suban los precios. Un ejemplo de ello es el cambio de la dieta, fruto del desarrollo, con más abundancia en carne, que entre otros factores ha provocado la subida del precio de los cereales que consume el ganado.

Dadas las desigualdades de renta y la importancia vital del sector alimenticio, de durar, esta inflación podría llegar a erosionar la aparente paz social, algo que está siendo en China una constante pese a todos los vaivenes económicos. A la vista de ello, las autoridades monetarias volvieron a subir en agosto los tipos de interés, en 18 puntos básicos, con el tipo de referencia para préstamos a menos de seis meses situado en el 6,21%, un nivel alto en com-

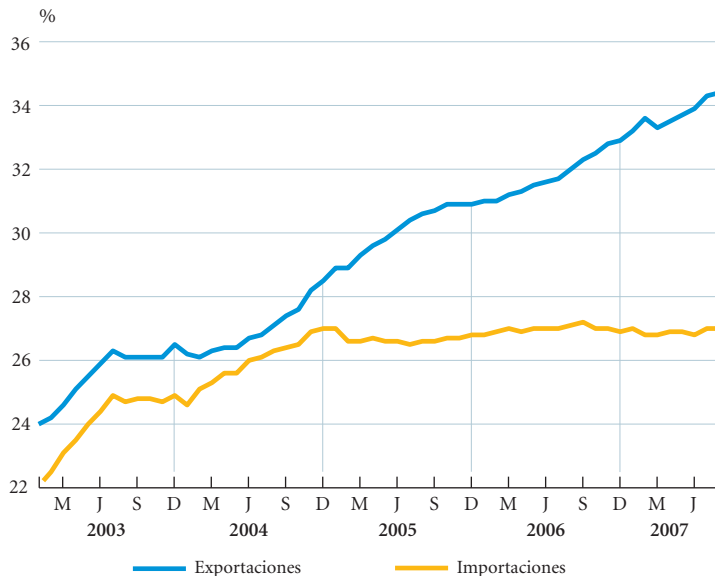
paración con el 5,22% de finales de 2005. Pero los resultados se hacen esperar. La apreciación del renminbi respecto al dólar es aún relativamente pequeña, y dada la depreciación del billete verde y la dinámica del sector exterior, con compras muy centradas en materias primas para la industria, sus efectos para moderar precios via importaciones baratas no parece que vayan a ser excesivamente grandes.

Respecto al segundo aspecto, la dependencia del crecimiento exportador y el excesivo peso del superávit bilateral con Estados Unidos, la cosa no tiene visos de corrección. El superávit comercial de los últimos doce meses hasta agosto llegó a los 244.900 millones de dólares, un 80% por encima del mismo periodo del año anterior. El superávit bilateral con Estados Unidos y Europa alcanzó los 148.400 y 127.400 millones de dólares respectivamente. Por su parte, las exportaciones contribuyen prácticamente a la mitad del crecimiento, además de representar el 34,4% del PIB y las destinadas a Estados Unidos alcanzan el 6,9%. Una desaceleración de estas últimas debido a un enfriamiento de la economía americana que las redujera en un 10% restaría un 0,7% al PIB nominal, algo que, a la vista del crecimiento chino, dista de ser dramático.

### El superávit exterior sigue creciendo pero la dependencia de los avances exportadores es hoy un riesgo.

## CHINA: EL EXCESIVO PESO DE LAS EXPORTACIONES

Peso de las exportaciones e importaciones de los 12 últimos meses con relación al PIB



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China, Economist Intelligence Unit y elaboración propia.

Sin embargo, el problema estaría también en los efectos indirectos. Menores importaciones americanas de China implicarían también menores importaciones de otros países asiáticos que dependen de ellas en mayor medida. Estos, a su vez creciendo menos, reducirían sus importaciones de China que son el 16,1% de su economía. Probablemente, las inversiones de empresas foráneas destinadas a industrias exportadoras también sufrirían una desaceleración. De aquí la creciente importancia de seguir reactivando el consumo interno sin crear tensiones inflacionistas.

### México: la actividad retoma el vuelo

La economía mexicana tuvo un ligero repunte, creciendo un 2,8% interanual en el segundo trimestre y puso freno a la desaceleración de los últimos trimestres. El consumo privado asentó su recuperación hasta llegar a avances del 4,6%. También la inversión privada viró al alza, creciendo un 6,9% interanual, lo que da una

imagen más robusta que el 4,9% del trimestre previo. El sector público se recuperó en parte del frenazo de principios de año pero aún continúa en cura de adelgazamiento.

Por su parte, el sector exterior sigue siendo el que hace albergar más dudas. Si las importaciones se aceleraron siguiendo la estela del consumo, las exportaciones continuaron su letargo avanzando un mero 3,6%, víctimas en parte de un tipo de cambio que está sobrevalorado. A pesar de estar éste ligado al ahora bajista dólar, la competitividad mexicana no se ha beneficiado de ello, y sus productos no se han abaratado en relación con los del conjunto de sus socios comerciales.

Entre los indicadores de actividad más recientes las cosas también mejoran en los últimos meses. La producción industrial de julio tuvo un ligero repunte creciendo un 2,5% interanual después de haber estado en hibernación durante el invierno y la primavera. Las manufacturas fueron por

**México crece al 2,8% y el consumo y la inversión se reactivan...**

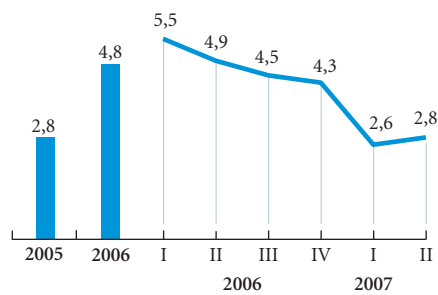
**...pero no las exportaciones.**

**El sector industrial reacciona con timidez.**

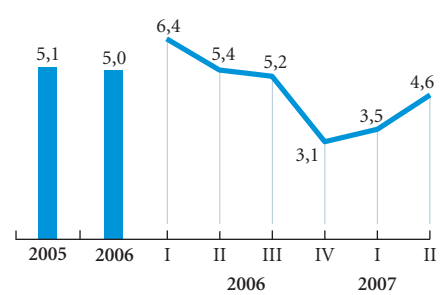
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

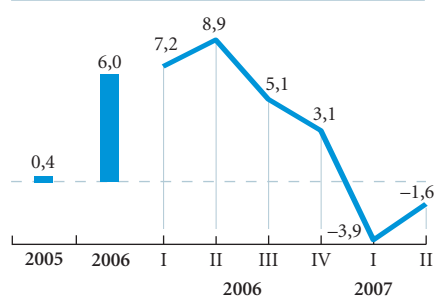
PIB



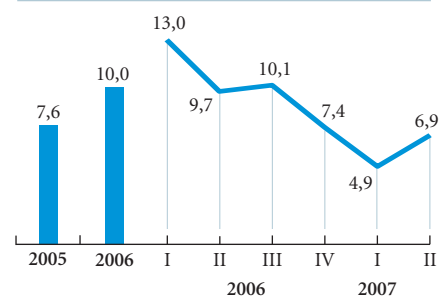
Consumo privado



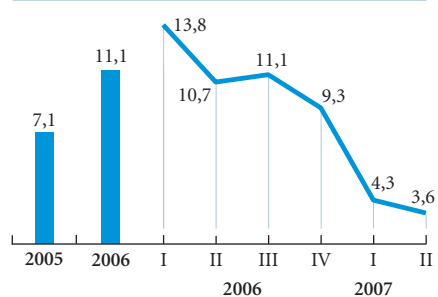
Consumo público



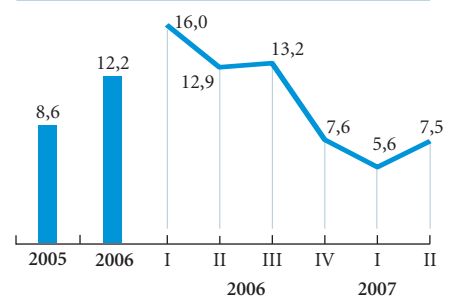
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

delante, con un avance del 2,8%, mientras que la construcción, reflejando también el clima predominante en su vecino del norte, mostró un poco más de inercia incrementándose en un modesto 1,2%.

La inflación sigue estable, pero más alta que la de sus vecinos. En agosto los precios subieron un 4,0% interanual, y el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, se incrementó en un 3,9%. Lo más preocupante fue el repunte de los

costes laborales unitarios, que en el segundo trimestre se aceleraron con intensidad creciendo un 6,6% interanual. Todo ello contribuye a la pérdida de competitividad que está detrás del ya mencionado estancamiento de las exportaciones. Por su parte, la tasa de paro oficial de agosto se situó en un benigno 3,9% la población activa.

La balanza comercial siguió deteriorándose tras unos tímidos atisbos de correc-

**La inflación es del 4,0% pero los costes laborales repuntan.**



## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

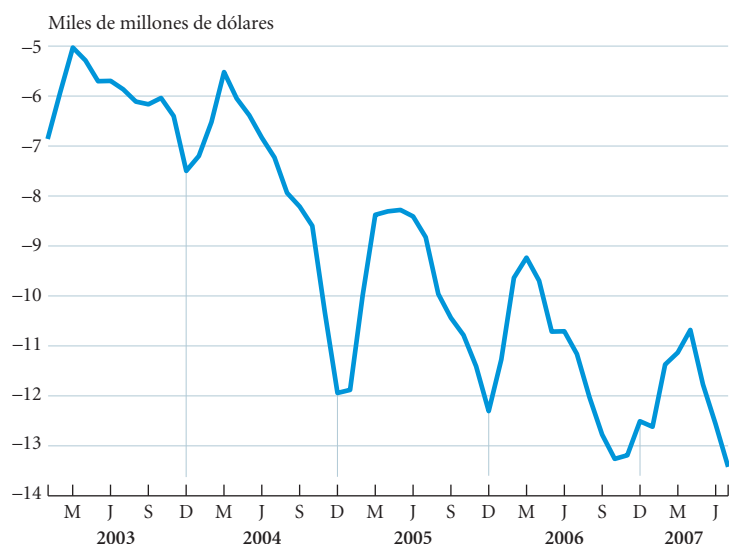
(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

(\*\*\*) Respecto al dólar.

FUENTE: Banco Central de México.

## MÉXICO: EL DÉFICIT COMERCIAL SIGUE SIN TOCAR FONDO

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



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

ción. El saldo acumulado de los últimos doce meses hasta julio se deterioró hasta los 12.100 millones de dólares. Sin la ayuda de las exportaciones de petróleo, que en estos momentos suponen un cojín precario, el déficit comercial del mismo periodo rozó los 50.000 millones de dólares, un incremento del 16,4% interanual.

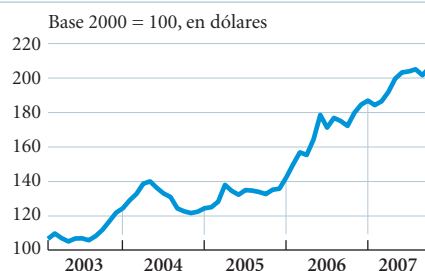
### Materias primas: máximos históricos del petróleo

El 28 de septiembre el precio del barril de calidad *Brent* (entregas a un mes) cerraba a 80,7 dólares, un nuevo máximo histórico que pulverizaba en más de dos dólares el registrado en agosto de 2006, en plena incursión israelí en el Líbano. Ahora no

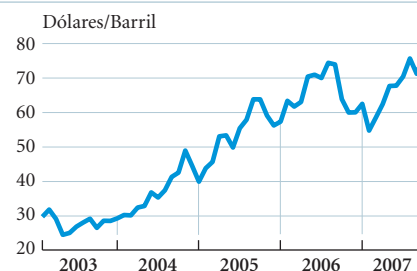
**El sector exterior sigue deteriorándose.**

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

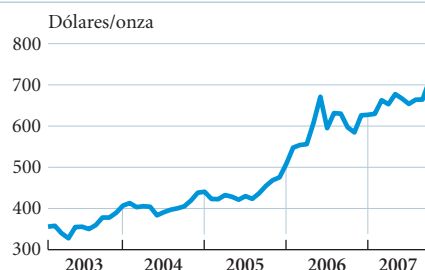
Índice «The Economist»



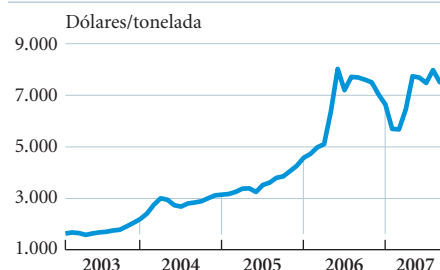
Petróleo Brent



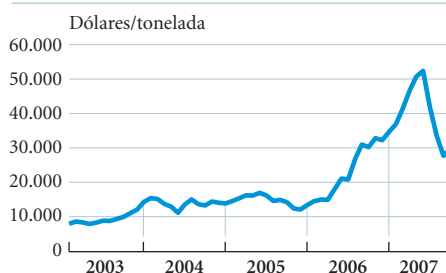
Oro



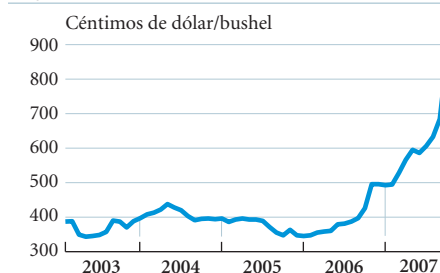
Cobre



Níquel



Trigo



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

**El petróleo se sitúa en la zona de los 80 dólares por barril, lo que representa que el mercado espera un 2008 con demanda fuerte...**

es la guerra, ni siquiera las incidencias climáticas del Golfo de México, en plena temporada de huracanes, lo que ha situado el oro negro en niveles un 32% mayores a los de hace un año.

La evolución del petróleo apunta a un escenario de demanda esperada para los próximos meses al alza, sólo compatible con un crecimiento mundial también vigoroso. Los datos disponibles sobre demanda apuntan a que la ralentización de la demanda de crudo que se está produciendo en los países industrializados está siendo más que compensada por la acele-

ración en las economías emergentes. Es por esta lectura que los futuros sobre el petróleo esperan que el barril esté, a mediados de 2008, en niveles de 76 dólares por barril, sólo marginalmente menores a los actuales.

Las restantes materias primas remachan el clavo. A pesar de que distintos productos siguen trayectorias diferenciadas, en términos generales la evolución de los dos grandes grupos de materias primas –las agrícolas y los metales– reiteran que el apetito global se mantiene intacto y que no se espera un ajuste brusco de deman-

## PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2005	2006	2006		2007		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
<b>Índice «The Economist» en dólares (*)</b>									
<b>General</b>	<b>3,6</b>	<b>27,5</b>	<b>30,5</b>	<b>33,3</b>	<b>21,7</b>	<b>18,1</b>	<b>15,9</b>	<b>15,2</b>	<b>19,5</b>
Alimentarias	-1,3	11,0	8,5	20,2	16,5	19,0	23,2	29,0	39,5
Industriales	9,7	46,1	55,5	46,9	26,9	17,6	10,1	4,4	3,7
<i>Agrícolas no alimentarias</i>	-1,9	12,5	12,6	2,0	4,5	3,3	2,1	6,0	14,9
<i>Metales</i>	16,5	62,0	76,4	66,8	36,2	22,6	12,7	4,0	0,5
<b>Índice «The Economist» en euros (*)</b>									
	<b>4,0</b>	<b>26,3</b>	<b>24,9</b>	<b>22,9</b>	<b>11,6</b>	<b>10,0</b>	<b>6,9</b>	<b>8,0</b>	<b>10,4</b>
<b>Petróleo (**)</b>									
Dólares/barril	55,1	66,3	70,9	61,0	58,7	68,8	75,8	71,3	76,8
Tasa de variación	46,5	21,6	14,7	5,7	-6,5	-2,6	1,7	-3,6	19,9
<b>Oro</b>									
Dólares/onza	445,1	604,1	621,3	614,4	650,3	667,8	665,9	666,1	711,7
Tasa de variación	8,6	36,1	41,5	26,6	17,3	6,9	5,2	5,4	18,8

NOTAS: (\*) Tasa de variación interanual.

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

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

da. En los últimos tiempos, el titular lo ha aportado el trigo, que sigue una tendencia claramente alcista que lo ha llevado a sus máximos históricos. Sin embargo, otros productos significativos, como el oro, el platino y el plomo, entre los metales, y como el caucho, el café y el algodón,

entre las materias primas agrícolas, también han acumulado crecimientos notables en el mes de septiembre. En definitiva, si las materias primas ofrecen alguna pista válida sobre el próximo año, 2008 no debería registrar ningún desplome de la actividad global.

**...un escenario que también subyace al notable crecimiento de las restantes materias primas, especialmente las agrícolas.**

# UNIÓN EUROPEA

**La Comisión Europea revisa moderadamente sus previsiones de crecimiento para 2007, aceptando implícitamente un impacto contenido de la crisis financiera.**

**La eurozona se desacelera hasta el 2,5% en el segundo trimestre debido a la pérdida de empuje de la demanda interna.**

## Previsiones 2007: menos crecimiento, más inflación

En su avance de septiembre, la Comisión Europea ha revisado moderadamente sus previsiones de crecimiento para 2007 de la eurozona. Así, se prevé que el crecimiento será del 2,5%, una décima menos de lo esperado en sus previsiones de primavera. Asimismo, el ejecutivo comunitario ha modificado al alza sus previsiones de inflación, que se situaría en el 2,0% en 2007, frente al 1,9% previsto anteriormente. Las previsiones de crecimiento relativas a la Unión Europea en su conjunto han sido igualmente revisadas a la baja en una décima porcentual, mientras que las de precios de consumo se han mantenido invariadas.

Estas previsiones presentaban a priori un notable interés porque se habían elaborado con posterioridad a la crisis financiera de las hipotecas *subprime* iniciada en agosto pasado. Sin embargo, la Comisión reconoce que no está en disposición de valorar

plenamente sus efectos sobre el crecimiento futuro. Apunta como posible un empeoramiento de la actividad en 2008 debido a una hipotética contracción del crédito y se limita a revisar marginalmente la evolución prevista para lo que resta de 2007. De hecho, el principal factor que explica esta evolución es un peor comportamiento de lo previsto durante el segundo trimestre. Pero sí reconoce que la incertidumbre que rodea estas previsiones es superior a lo habitual en estos ejercicios.

## Zona del euro: nubarrones en el horizonte

La apreciación dominante es que la economía de la eurozona se encuentra en buena posición para superar los posibles efectos negativos inducidos por la crisis financiera de las hipotecas *subprime* de Estados Unidos. Lo destacaba el 5 de septiembre el Comisario Europeo de Asuntos Económicos, Joaquín Almunia, en una comparecencia

## PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LA COMISIÓN EUROPEA

Porcentaje de variación anual

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

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

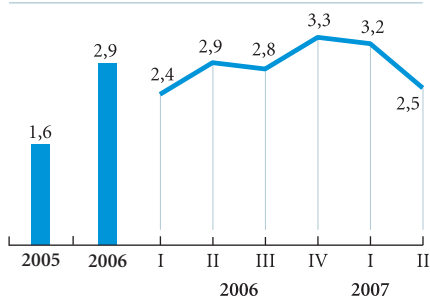
(\*\*) Mayo de 2007.

FUENTE: Comisión Europea.

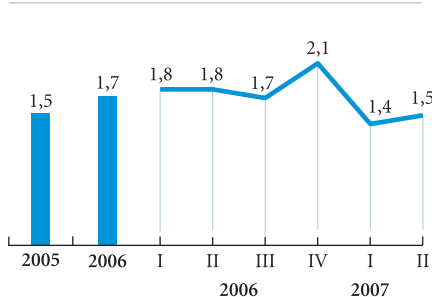
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

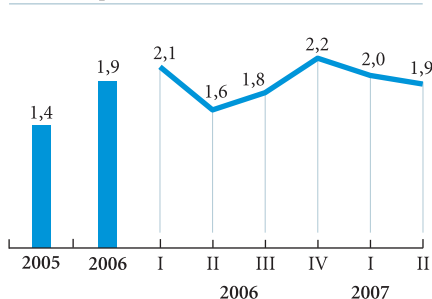
PIB



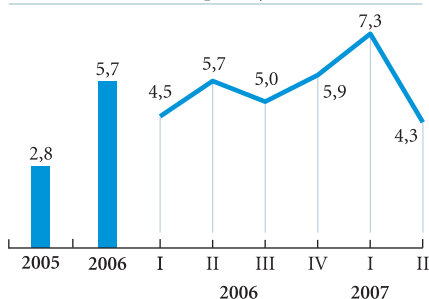
Consumo privado



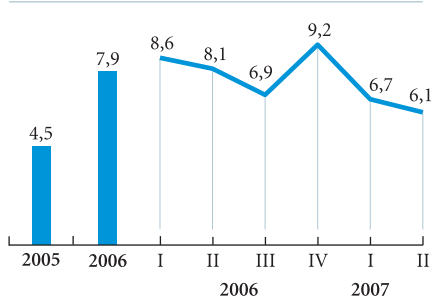
Consumo público



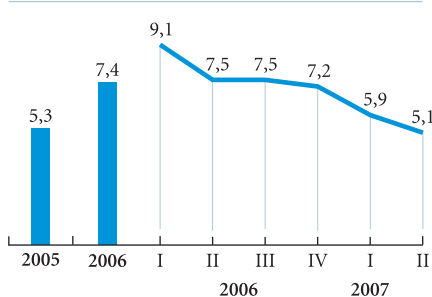
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ante el Parlamento Europeo. Según el Comisario, la economía mundial, y en especial los países emergentes, van a ser capaces de compensar una hipotética pérdida de ritmo de Estados Unidos. Además, variables claves internas, como la inversión y el consumo, deberían ser capaces de capear el temporal. De todo ello concluía Almunia: «Existen buenas razones para expresar un voto de confianza en los fundamentos de la economía europea y en su capacidad para superar las turbulencias actuales».

Y sí, es cierto. Pero también parece incuestionable que existen otras razones, igualmente de peso, que aguan un poco el optimismo del ejecutivo comunitario. De entrada, los datos de crecimiento del segundo trimestre presentan alguna mácula. En dicho periodo la economía de la zona del euro creció un 2,5% interanual, a comparar con el 3,2% del primer trimestre. Lo preocupante no es tanto la intensidad de la desaceleración, que probablemente se moderará en la segunda

**La senda de desaceleración va a proseguir en los próximos tiempos, si bien de forma contenida.**

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	1,6	2,9	2,8	3,3	3,2	2,5	–	...
Ventas al por menor	1,2	2,1	2,4	2,3	1,7	1,0	0,7	...
Confianza del consumidor (*)	–14	–9,0	–8	–7	–5	–2	–2	–3
Producción industrial	1,3	4,0	4,1	4,0	3,9	2,7	3,7	...
Sentimiento económico (*)	97,9	106,9	108,2	109,9	110,0	111,6	111,0	110,0
Tasa de paro (**)	8,6	7,9	7,8	7,6	7,2	7,0	6,9	...
Precios de consumo	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7
Balanza comercial (***)	42,1	–10,4	–21,6	–13,1	–0,9	15,3	24,3	...
Tipo de interés Euribor 3 meses	2,2	3,4	3,1	3,4	3,7	3,9	4,2	4,3
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	101,2	104,5	105,1	104,5	105,5	106,4	107,3	107,2

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### Preocupa que la crisis financiera afecte sensiblemente a la demanda exterior o a la confianza de consumidores y empresarios.

mitad del ejercicio, como la composición del crecimiento.

El primer rasgo destacado es que el consumo privado sólo incrementa de forma marginal su ritmo de crecimiento. Cabe recordar que las previsiones de la mayoría de analistas esperaban una aceleración sensiblemente mayor. Un segundo apunte en el debe es que la inversión sufre una desaceleración de importante calado en dicho segundo trimestre. Sin el concurso de la demanda interna, todo se fía, una vez más, al sector exterior. En este frente, la situación se salda con tablas. La ralentización exportadora se ve superada por la desaceleración de las importaciones, quedando la aportación positiva del sector exterior a la variación del producto interior bruto (PIB) sin cambio respecto al primer trimestre.

Cuando movemos el foco de atención al tercer trimestre, constatamos que las tendencias anteriores persisten. Los indicadores de consumo privado pierden un poco más de fuelle: las ventas minoristas apenas

crecen un 0,7% interanual en julio y la confianza del consumidor pierde un punto en agosto. La inversión tampoco ofrece grandes esperanzas. Aunque el componente de bienes de equipo de la producción industrial remonta en julio, la utilización de la capacidad productiva se reduce en seis décimas porcentuales en agosto. De nuevo, el sector exterior parece salvar el partido ya que no en balde el superávit exterior sigue aumentando hasta julio.

El peligro, en definitiva, viene del impacto de una crisis que podría afectar a algunos de los eslabones esenciales del actual ciclo europeo. Si el entorno global se deprime más de lo esperado, la probabilidad de que limite las exportaciones europeas es elevada, una posibilidad preocupante dado que este es el principal canal de crecimiento. Tampoco el frente de la inversión apunta a una tendencia expansiva, dado que no cabe esperar grandes mejoras en sus determinantes últimos –demanda esperada y condiciones financieras, especialmente– para los próximos meses. Y aunque el consumo se va a be-

neficiar de la combinación de una inflación contenida –de apenas el 1,7% interanual en agosto– y una tasa de paro en paulatina reducción (se situó en el 6,9% en julio y agosto), difícilmente se producirá una inflexión alcista significativa. Además, todas estas tendencias podrían verse intensificadas si la confianza de empresarios y consumidores se degradase, un peligro que el propio Joaquín Almunia mencionaba como el más importante pero también el más impredecible.

Recapitulando: la zona del euro mantiene en los albores del tercer trimestre un pulso razonablemente activo –y sirva de confirmación el repunte de la producción industrial del mes de julio– pero las perspectivas de más largo plazo son menos positivas. Incluso si la crisis financiera se reconduce, las tendencias de consumo e inversión (ya materializadas en el segundo trimestre del año) apuntan a que se transita hacia una etapa de menor crecimiento.

### Alemania: ¿tiempo de reformas?

Cuando preocupaba que en la segunda parte de la legislatura la «Gran Coalición» entrase en una especie de bloqueo políti-

co, la respuesta ha llegado de Meseberg. Reunidos durante dos días en este pequeño pueblo del noreste de Alemania, los ministros del gobierno presentaron su programa de política económica para el periodo 2007-2009. Se trata de un paquete de numerosas medidas que alcanzan ámbitos diversos. Aunque los dos grandes objetivos están claros –consolidar la fase expansiva del ciclo y mejorar la distribución de la riqueza– figurando incluso en el título (*Aufschwung – Teilhabe – Wohls-tand*) una de las críticas que ha generado el paquete es la falta de unos ejes de actuación más definidos.

Se apunta que las actuaciones más significativas pivotan alrededor de los temas de la formación y de la investigación y desarrollo, pero, en definitiva, no está nada claro cuáles son los programas prioritarios, los grandes proyectos que permiten visualizar dónde se quiere llegar. Adicionalmente, preocupa que las actuaciones del gobierno federal encuentren eco en los *länder*, socios necesarios en diferentes de estos proyectos. Además, algunas medidas propuestas, como una mayor cobertura de los esquemas de salario mínimo, entran en contradicción con la línea reformadora seguida años atrás. Fi-

**Alemania presenta un programa de política económica para 2007-2008 que adolece de cierta falta de grandes proyectos.**

**La situación económica, globalmente positiva, permitiría mayor ambición reformadora.**

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	1,0	3,1	3,2	3,9	3,6	2,5	–	...
Ventas al por menor	1,4	6,1	5,5	6,5	–1,2	–2,2	–1,6	...
Producción industrial	2,8	6,0	6,7	6,3	7,6	5,1	4,4	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	105,2	107,0	107,5	108,1	106,4	105,8
Tasa de paro (**)	11,7	10,8	10,6	10,1	9,4	9,2	9,0	9,0
Precios de consumo	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,8	1,8	2,0
Balanza comercial (***)	156,3	153,1	148,3	158,1	168,4	179,8	188,1	...

NOTAS: (\*) Valor.

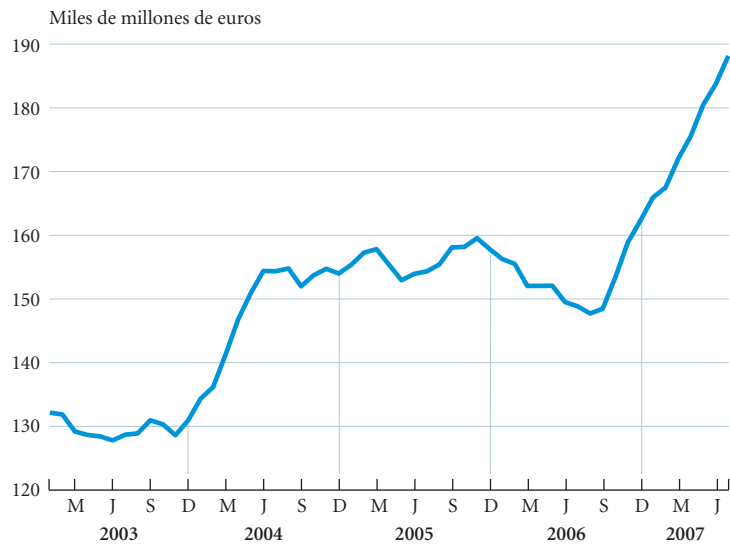
(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

## EL SECTOR EXTERIOR ALEMÁN, FACTOR CLAVE DE LA EXPANSIÓN

Balanza comercial, saldo acumulado de 12 meses



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

### El tercer trimestre empieza con una cierta ralentización económica, si bien de escasa intensidad.

nalmente, algunos analistas han señalado cierta falta de ambición. Por ejemplo, vista la buena evolución de los ingresos fiscales, mantener el objetivo de alcanzar el déficit público cero en 2010 parece poco exigente.

Y, ciertamente, sería lógico aprovechar la actual etapa de bonanza para remachar las reformas pendientes, ya que a medida que avancen los trimestres el ritmo expansivo va a perder parte de su brillo. Por el momento, el tercer trimestre se ha iniciado con una cierta pérdida de ritmo de los indicadores de consumo (las ventas minoristas caen un 1,6% interanual en julio; la confianza del consumidor retrocede cerca de tres puntos en julio y agosto), compensada, no obstante, con una cierta estabilización del deterioro inversor y una continuada progresión del sector exterior. En el mes de julio, el superávit comercial alemán, en saldo acumulado de doce meses, se situó en niveles un 26% mayores a los de un año antes.

Desde la óptica de la oferta, la imagen que se vislumbra es la de una economía que paulatinamente va desacelerándose. Así, el indicador IFO de actividad empresarial se situó en septiembre en el nivel de los 104 puntos, lo que representa el cuarto mes consecutivo en descenso. Con todo, cabe recordar que se viene de niveles máximos en más de quince años. Una senda similar siguió la producción industrial, que se desaceleró en julio hasta el 4,4% interanual (5,2% en junio).

Por lo que se refiere a los precios, la evolución general es momentáneamente positiva. En agosto, el índice de precios de consumo (IPC) creció un 2,0% interanual, ligeramente por encima del 1,8% de julio. Con todo, a partir de septiembre el alza del componente energético tenderá a acelerar la inflación sensiblemente. Menos cautelas cabe realizar sobre la evolución de la tasa de paro, situada en agosto en el 9,0% de la población activa (hace un año era 1,6 puntos porcentuales mayor).



## Francia: tercer trimestre crítico

Tras la inesperada ralentización económica del segundo trimestre, la atención se centra en valorar el pulso preciso de este tramo final de 2007. El indicador más global de actividad, el de sentimiento económico, referido a julio, dictamina que la economía gala ha iniciado el tercer trimestre ligeramente mejor que como acabó el anterior. Esta mejora se ha debido al aumento de la confianza del sector servicios y de la industria. Por el contrario, la confianza del consumidor se ha deteriorado levemente.

Los indicadores de tipo no cualitativo reafirman las tendencias anteriores. La matriculación de automóviles se desplomó en agosto, mientras que la producción industrial de bienes de consumo repuntó suavemente en julio. En su conjunto, los indicadores de consumo apuntan a una tendencia prácticamente plana, lo que ya es una mejora respecto a la desaceleración anterior.

Una mejora apreciable del gasto de las familias dependerá, no obstante, del comportamiento favorable de variables fundamentales como el paro –en julio la tasa de paro se situó en el 8,0%, sin cambio respecto a junio– y de la inflación (repun-

ta una décima en agosto, hasta el 1,2%). En este sentido, las perspectivas no son negativas, ya que el repunte previsible de la inflación se produce desde niveles muy reducidos, mientras que las previsiones apuntan a reducciones adicionales de la tasa de paro.

Por lo que se refiere a los indicadores de oferta, lo más destacable es el repunte de la actividad industrial en julio, mes en el cual la producción industrial creció un 2,6% interanual, lejos del descenso interanual del 0,6% de junio. No obstante, el tibio crecimiento de la cartera de pedidos industriales de junio y julio anticipa que este registro puede ser flor de un día.

## Italia: previsiones a la baja

Situación actual: una economía que está registrando un ritmo de crecimiento entre los más pobres de la zona del euro (en el segundo trimestre el PIB creció un 1,8% interanual, solo mejor, entre los publicados, que el de Francia). Perspectivas inmediatas: las previsiones oficiales de crecimiento (2,0% para 2007) pueden tener los días contados. Mario Draghi, gobernador del Banco de Italia anticipó recientemente que, incluso sin considerar

**Tras el mal crecimiento del segundo trimestre, el actual se antoja clave para dictaminar si Francia levanta el vuelo económico.**

**El consumo parece mantener una tendencia prácticamente plana.**

**La reactivación industrial puede ser efímera, toda vez que los pedidos industriales no la respaldan.**

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006				2007			
			I	II	III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	0,2	1,9	1,7	1,7	1,6	2,8	2,3	1,8	-	...
Ventas al por menor	0,4	1,2	0,5	1,8	1,6	1,0	1,0	0,1	0,1	...
Producción industrial	-0,8	2,6	3,0	1,9	1,6	3,7	1,1	0,7	-0,3	...
Tasa de paro (*)	7,7	6,8	7,2	6,9	6,6	6,4	6,2	6,0	0,0	0,0
Precios de consumo	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6
Balanza comercial (**)	8,2	7,0	6,2	10,9	7,8	10,8	15,7	13,2	...	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### El empeoramiento de perspectivas fuerza a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para 2008...

los posibles efectos de la crisis financiera, en 2008 difícilmente se alcanzará el 1,7%. Oficiosamente se ha reconocido que las nuevas previsiones oficiales podrían ser del 1,6% para el próximo año. Consecuencia directa: dado el bajo crecimiento previsto, el proyecto de presupuesto para 2008 renuncia a modificar la presión fiscal. En definitiva, la idea de un posible incremento de la fiscalidad a fin de paliar el déficit público ha quedado relegada a un futuro indefinido.

### ...diagnóstico avalado por la atonía de los indicadores contemporáneos.

Ciertamente, los últimos indicadores disponibles no permiten un diagnóstico más optimista. La confianza del consumidor se situó en agosto en sus mínimos desde septiembre de 2005. La producción industrial descendió un 0,3% interanual en julio, sumando dos meses consecutivos en la zona de las caídas interanuales. El indicador compuesto de indicadores adelantados intensificaba en agosto su ritmo de caída, apuntando a perspectivas magras para los trimestres venideros.

### Ya no preocupa tanto el posible recalentamiento de la economía británica como la incidencia de la crisis financiera.

Igualmente, el indicador de sentimiento económico ha perdido más de cuatro puntos en los meses de julio y agosto. Y la única baza clara de la economía transalpina, la relativa contención de la inflación (1,6% interanual en julio y agosto), también puede tener un recorrido efímero,

toda vez que las previsiones apuntan a un final de año alcista. En su conjunto, esta batería de datos reafirma la percepción de que Italia tardará en levantar cabeza en el frente económico.

### Reino Unido: ¿del recalentamiento a la tibiaza?

En poco menos de dos meses la preocupación principal ha pasado de establecer si la economía británica estaba controlando su crecimiento excesivo (la hipótesis del recalentamiento) a temer por los efectos de la crisis financiera. Los datos disponibles todavía reflejan una economía con crecimiento vibrante y, por tanto, apuntalan el diagnóstico que las tensiones del dinamismo no han expirado. El consumo mantiene su vigor, como demuestra el hecho de que las ventas al por menor alcanzan en agosto un aumento del 5,0% interanual, igualando los máximos del año. La producción industrial se estabiliza en julio en niveles de avance del orden del 1% interanual, cifras magras pero superiores a las registradas en el segundo trimestre. En definitiva, y como ejemplifica la evolución del sentimiento económico (un indicador global del pulso económico), hasta agosto la economía mantiene un tono de expansión notable.

## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB	1,8	2,8	3,0	3,1	3,0	3,0	–	...
Ventas al por menor	1,9	3,1	3,7	3,7	4,5	4,0	4,4	5,0
Producción industrial	–2,0	0,0	0,5	0,9	–0,1	0,7	0,9	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,9	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6
Precios de consumo	2,0	2,3	2,4	2,7	2,9	2,6	1,9	1,7
Balanza comercial (**)	–64,9	–74,1	–75,3	–77,0	–78,1	–80,0	–81,3	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,1	4,8	5,1	5,3	5,6	6,0	6,0
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra	99,5	102,7	100,0	102,7	103,9	104,0	104,3	104,6

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

¿Y los desequilibrios fundamentales? La evolución de los precios de consumo, que tanto habían preocupado en la primera mitad del año, se ha reconducido, como atestigua un crecimiento del IPC de sólo el 1,7% interanual en agosto. Ciertamente se espera un repunte en el tramo final de 2007 pero parece que lo peor del tensionamiento inflacionista ha pasado. Con todo, el posible cuello de botella que representa un mercado de trabajo con el paro en mínimos (la tasa de paro fue del 2,6% en agosto), recuerda que posiblemente siguen existiendo restricciones en los factores de producción.

Pero las preocupaciones futuras van más allá de los indicadores actuales. El activismo del Banco de Inglaterra –demostrado por el alcance de su intervención en el caso del banco hipotecario Northern Rock– ha señalado que el alcance de la crisis puede ser mayor en Reino Unido

que en otros países de la UE. Confluyen en el caso británico dos tendencias particulares que se retroalimentan, la importancia de la actividad financiera, altamente globalizada (y por tanto sensible a una crisis de alcance global como la que se ha ido gestando) y un sector inmobiliario que, tras dos años de cierta recuperación, parece volver a perder comba.

Ello ha llevado a que la patronal de la industria, la influyente *Confederation of British Industry*, haya revisado sus previsiones de crecimiento para 2008 hasta el 2,2%, dos décimas menos de lo que se esperaba antes de la crisis. Y el conjunto de analistas espera un ejercicio aún más complicado, ya que sus previsiones apuntan a un crecimiento del 2,1% para el próximo año. En definitiva, tiempos complicados, con un pulso actual vigoroso hasta el extremo de generar todavía tensiones pero con perspectivas mucho más tibias.

**Se empiezan a revisar a la baja las previsiones de crecimiento de 2008.**

## Invirtiendo al este del edén

La caída del muro de Berlín a finales de 1989 avivó la esperanza de muchos ciudadanos al este del telón de acero de llegar a formar parte de la Europa moderna y democrática. Estas ilusiones se vieron rápidamente ensombrecidas por el largo y profundo bache que atravesaron la mayor parte de los países de Europa Central y Oriental (PECO) a principios de la década de los noventa. Sin embargo, su espectacular crecimiento durante la última década, superando con creces la media de la Unión Europea (UE) a 15 e incluso por encima de la media de los países emergentes, ha devuelto las esperanzas incluso a los más escépticos.

### TASA DE CRECIMIENTO MEDIA ANUAL DEL PIB EN TÉRMINOS REALES

En porcentaje

	2001-2003	2004-2006
Bulgaria	4,5	6,3
República Checa	2,7	5,7
Estonia	7,6	10,0
Letonia	7,2	10,4
Lituania	7,9	7,5
Hungría	4,2	4,3
Polonia	2,2	5,0
Rumania	5,3	6,8
Eslovenia	3,0	4,5
Eslovaquia	3,8	6,6
Media PECO	4,9	6,7
UE-15	1,4	2,2

FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

La consecuencia de este diferencial en el crecimiento real es que los PECO han empezado a recortar las diferencias en los niveles de renta per cápita que los separan de la Europa de los quince. El caso de los países bálticos ha sido el más espectacular: tal y como muestra la tabla que sigue, en 1997 el poder adquisitivo del ciudadano medio de estos países se situaba algo por encima del 30% del nivel de un ciudadano medio de la UE-15, mientras que en 2006 esta cifra ya alcanzaba un 50% en Letonia e incluso un 60% en Estonia. Aunque en otros países el avance no ha sido tan fuerte, la tendencia a converger se observa de forma generalizada. Pero, ¿qué factores explican dicha convergencia?

La mayoría de estudios apuntan a la mayor inversión en capital físico y a los aumentos de productividad total de los factores (PTF) como principales responsables de las elevadas tasas de crecimiento y convergencia observadas en estos países. Las mejoras en la PTF son aumentos en la producción no provocados por un cambio en el empleo de los factores de producción clásicos, capital y trabajo. En los países bálticos la PTF explica dos terceras partes del crecimiento, mientras que la inversión en capital físico explica el resto.<sup>(1)</sup> En los países de Europa Central, PTF e inversión contribuyen equitativamente a la tasa de crecimiento. El papel clave de la PTF es una buena noticia pues, al alimentarse de innovaciones tecnológicas, es la fuente de crecimiento con más recorrido.

(1) IMF Occasional Papers (2006), «Growth in the Central and Eastern European Countries of the European Union».

## PIB PER CÁPITA EN PARIDAD DEL PODER DE COMPRA

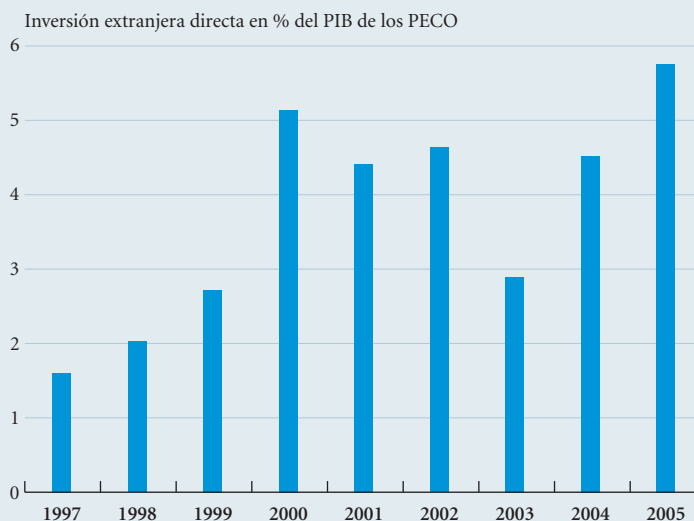
UE-15 = 100

	1997	2006
Bulgaria	23	33
República Checa	63	71
Estonia	36	60
Letonia	30	50
Lituania	33	52
Hungría	45	58
Polonia	41	47
Rumania	28	34
Eslovenia	66	78
Eslovaquia	45	56
Media PECO	42	54
UE-15	100	100

FUENTES: Eurostat, FMI y elaboración propia.

En este contexto, las entradas de capital en forma de inversión extranjera directa (IED) han tenido una especial relevancia. Según Lane y Milesi-Ferreti, la elevada afluencia de este tipo de flujos en los PECO ha ayudado a aumentar no sólo el capital físico sino también la productividad.<sup>(2)</sup> Dos son los canales a través de los cuales la IED fomenta el crecimiento: en primer lugar, permite el uso de ahorro externo para financiar la acumulación de capital, lo que acelera este proceso; en segundo lugar, es un vehículo para la transmisión de tecnologías más avanzadas y «know-how», lo que se traduce en aumentos de productividad.

## LA IED EN PORCENTAJE DEL PIB SE MANTIENE E INCLUSO AUMENTA EN LOS PECO



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

(2) Lane, P. R, Milesi-Ferretti, G. M. (2006), «Capital Flows to Central and Eastern Europe», IMF Working Paper 188.

Dado el papel fundamental que está desempeñando la IED en la acumulación de capital y en la mejora de productividad de los PECO, es lógico preguntarse sobre la sostenibilidad de estos flujos a medio y largo plazo. En ese sentido, la proximidad geográfica y cultural, la calidad y coste de los trabajadores, el trato fiscal y las instituciones –todas razones de peso en la decisión de localización de IED– juegan a favor de los PECO como destino preferente de IED, sobre todo desde los países de la UE. Tal y como muestra el cuadro que sigue, el coste salarial de un empleado con relación a su productividad sigue dotando a los PECO de una importante ventaja frente a los países de la UE-15. En concreto, mientras los salarios son seis veces menores, los trabajadores son sólo cuatro veces menos productivos.

### SALARIO Y PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJADOR MEDIO

Año 2004

	Salario hora (euros)	Salario hora (UE-15 = 100)	Productividad trabajador (PIB/trabajador) (UE-15 = 100)
Bulgaria	1,5	6	11
República Checa	5,9	24	31
Estonia	4,2	18	26
Letonia	2,5	11	18
Lituania	3,2	13	21
Hungría	5,5	23	35
Polonia	4,7	20	25
Rumania	1,8	7	11
Eslovenia	10,4	43	46
Eslovaquia	4,4	18	26
Media PECO (*)	4,0	17	23
UE-15	24,0	100	100

NOTA: (\*) Ponderado por población.

FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Por otro lado, el proceso de integración en la UE ha sido clave para acelerar el proceso de modernización de sus instituciones. Finalmente, y en lo referente a la fiscalidad, la fiscalidad sobre las empresas y los incentivos directos a la inversión son mucho más favorables que en la mayoría de países de la UE tal y como indica el último cuadro.

La sostenibilidad de los flujos de IED está íntimamente relacionada con la de los déficit externos por cuenta corriente. Todos los PECO se caracterizan por tener unos altísimos déficit, algo que ha preocupado a algunos observadores. Sin embargo, es tranquilizador que la mayor parte de ellos se financian precisamente con IED, lo que limita el endeudamiento financiero de estas economías, supone una fuente de financiación más estable que, por ejemplo, las compras de acciones en bolsa –fácilmente reversibles– y es sintomático de una confianza en la evolución de la competitividad de estos países. De todas maneras, deberá vigilarse la evolución de la brecha entre los déficit y la IED.

En definitiva, los PECO cuentan todavía con un amplio potencial de atracción de inversión extranjera. Ello les debería ayudar a seguir con su veloz proceso de convergencia. El camino a recorrer todavía es largo, pero lo importante es que ya se ha empezado a andar.

## TIPO EFECTIVO DEL IMPUESTO DE SOCIEDADES

Año 2006, en porcentaje

Bulgaria	7,4
Estonia	9,6
Hungría	7,8
Letonia	9,1
Lituania	5,9
Polonia	11,5
Rumania	9,3
Eslovenia	7,7
Eslovaquia	15,6
UE-13 (*)	18,9

NOTA: (\*) Sin Bélgica ni Luxemburgo.

FUENTES: Banco Mundial y elaboración propia.

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

**Durante el mes de septiembre se mantienen las reverberaciones de la crisis hipotecaria *subprime* en los mercados financieros.**

### La crisis hipotecaria *subprime* mantiene la atención de los mercados

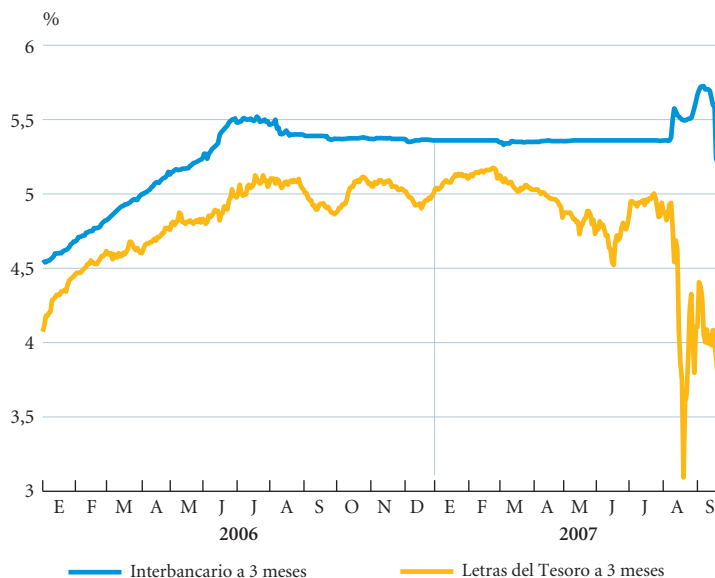
En septiembre ha continuado el desarrollo de la crisis hipotecaria *subprime* en Estados Unidos y su impacto en el resto del mundo a través de los mercados financieros. El secretario del Tesoro, Henry Paulson, declaró que la crisis será larga. También el comisario de Economía de la Unión Europea, Joaquín Almunia, coincidió con esta apreciación al comentar que la volatilidad en los mercados explica la decisión de rebajar las previsiones de crecimiento económico. Es decir, reconoció que el contagio del mercado financiero a la economía real es un hecho. El mercado interbancario de Estados Unidos continuó tensionado, como puede verse

en el gráfico siguiente, y se mantuvo la situación de iliquidez.

Mientras los inversores se refugiaban en la deuda pública comprando letras del tesoro norteamericano, los bancos redujeron sus posiciones en el mercado interbancario y tenían dificultades para emitir papel de renta fija. Por ejemplo, en Estados Unidos, el saldo de pagarés con garantía real del mercado de renta fija privada disminuyó en 251.300 millones de dólares en pocas semanas. A 25 de julio había un saldo vivo de 1,18 billones de dólares, mientras que el 19 de septiembre se había reducido a 0,93 billones de dólares. Es decir, papel emitido por diferentes empresas o corporaciones que venció y que no pudo refinanciarse en los merca-

### SE MANTIENE LA ILIQUIDEZ EN EL MERCADO INTERBANCARIO DE ESTADOS UNIDOS

Tipos de interés en el mercado interbancario y de las letras del Tesoro a 3 meses en EEUU

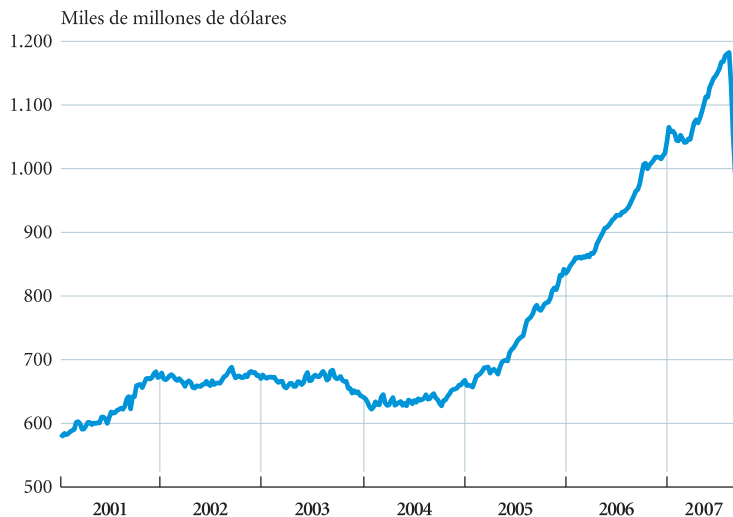


FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.



## LOS INVERSORES NO QUIEREN COMPRAR PAPEL COMERCIAL DE EEUU

Saldo vivo de pagarés garantizados con activos (\*)



NOTA: (\*) Asset backed securities.

FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

dos porque era excesivamente caro por la ampliación de los diferenciales de crédito.

Otra muestra de los problemas provocados por la crisis hipotecaria la constituye la trayectoria del banco inglés Northern Rock. El 13 de septiembre se hizo público que había solicitado fondos de emergencia al Banco de Inglaterra con el visto bueno del Tesoro del Reino Unido por valor de 3.000 millones de libras esterlinas (4.376 millones de euros). El motivo fue la dificultad de obtener fondos en el mercado interbancario, pues este banco financió sus operaciones crediticias en más de un 75% en el mismo, en vez de hacerlo a través de depósitos. Tras conocerse la noticia, las acciones del banco se desplomaron un 32%. En el año 2000, el Northern Rock entró a formar parte del índice de bolsa FTSE 100 que representa a las 100 mayores compañías por capitalización que cotizan en Londres. A pesar de sus pocas oficinas, el notable impacto de su crisis de liquidez en el sistema financiero se debe al fuerte desarrollo de la innovación financiera, que permite trans-

mitir el riesgo de forma muy rápida. El 14 de septiembre, día siguiente de conocerse la noticia, se formaron largas colas de clientes que deseaban retirar todos sus ahorros. Al cabo de dos días el banco había perdido unos 2.000 millones de libras esterlinas. El lunes día 17 de septiembre, la cotización volvió a desplomarse un 35%, de 438 peniques a 283 peniques. Ese mismo día el Ministro de Economía anunció que el gobierno británico y el Banco de Inglaterra garantizaban todos los depósitos en el Northern Rock sin ningún límite.

### Los bancos centrales y la receta contra la crisis

Desde el inicio de la crisis se plantearon dos enfoques sobre la forma de abordarla. Por una parte, los bancos centrales de Estados Unidos y el Banco Central Europeo inyectaron liquidez en el sistema interbancario para intentar normalizar una situación de riesgo elevado en la que los bancos tenían miedo de prestarse, por el

**El banco inglés Northern Rock se ve obligado a solicitar un préstamo de emergencia al Banco de Inglaterra.**

**Mientras la Reserva Federal y el Banco Central Europeo inyectan liquidez en el sistema, el Banco de Inglaterra adopta inicialmente una postura más pasiva.**

**El pánico por la pérdida de confianza de los clientes de Northern Rock obliga al Banco de Inglaterra a un cambio de actitud, poniendo en marcha una estrategia más proactiva en la resolución de la crisis.**

riesgo de impago, al no conocerse la situación real de quien tenía el riesgo *subprime* concentrado en su balance. Con sus acciones, estos dos bancos centrales engrasaban la máquina financiera, vital en la economía actual, pues todos los negocios empiezan y acaban en una institución financiera que es el motor del crédito.

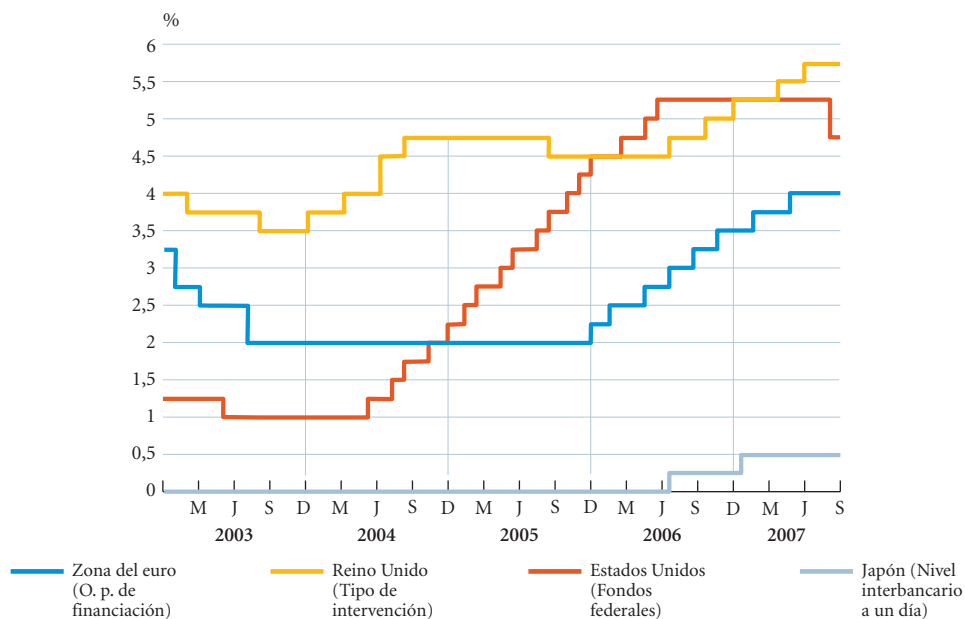
Sin embargo, en un primer momento el Banco de Inglaterra adoptó lo que se conoce en la jerga bancaria como una posición de halcón, al ser reacio a inyectar dinero. Como comentó el gobernador Mervyn King en su carta al Tesoro, el 12 de septiembre, la inyección de liquidez era ineficiente, pues invitaba a un aumento del denominado riesgo moral. El riesgo moral es un concepto económico que expresa la posibilidad de que una persona o institución cambie su conducta por el hecho de estar asegurada. En el caso que nos ocupa, facilitar liquidez a las instituciones bancarias, paliando el problema de la crisis, puede provocar un comportamiento más arriesgado en el futuro, ya que cuen-

tan con que en caso de crisis los bancos centrales los rescatarán. La consecuencia es una mala asignación de riesgos que planta la semilla de futuras crisis financieras.

Pero las colas de clientes para retirar los depósitos del Northern Rock, por el pánico que sentían los clientes ante el riesgo de perder sus ahorros, hicieron cambiar la posición del Banco de Inglaterra. Éste, el 19 de septiembre, decidió utilizar la estrategia de inyección de liquidez practicada por la Reserva Federal y el BCE. A pesar de que la ley británica prevé actualmente una garantía del 100% de un primer tramo de 2.000 libras esterlinas (2.868 euros) depositado en una cuenta de una institución financiera y del 90% sobre un segundo tramo de 31.000 libras esterlinas (44.463 euros), esta garantía fue insuficiente para controlar el pánico que se produjo por parte de los clientes que desconfiaban de la situación. En el momento en que las imágenes aparecieron en la televisión y ante los rumores de que

## LA RESERVA FEDERAL MUEVE FICHA

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTES: Bancos centrales y elaboración propia.

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

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2006</b>									
Agosto	2,98	3,23	3,62	5,25	5,42	0,44	4,73	4,94	1,61
Septiembre	3,03	3,34	3,72	5,25	5,38	0,44	4,75	5,03	1,74
Octubre	3,23	3,50	3,80	5,25	5,37	0,44	4,75	5,13	1,85
Noviembre	3,31	3,60	3,86	5,25	5,37	0,48	4,93	5,23	1,90
Diciembre	3,50	3,68	3,92	5,25	5,36	0,53	5,00	5,29	2,02
<b>2007</b>									
Enero	3,56	3,75	4,06	5,25	5,36	0,55	5,16	5,49	2,15
Febrero	3,55	3,82	4,09	5,25	5,36	0,57	5,25	5,57	2,21
Marzo	3,75	3,89	4,11	5,25	5,35	0,67	5,25	5,55	2,26
Abril	3,81	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	4,08	4,73	4,76	5,25	5,51	0,99	5,75	6,61	2,84
Septiembre (1)	4,15	4,72	4,69	4,75	5,21	1,00	5,75	6,37	2,76

NOTAS: (1) Día 21.

(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: 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%), 18-09-07 (4,75%).

(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.

si no se hacía algo también podría afectar a otras instituciones más pequeñas, el Banco de Inglaterra afirmó que debido al empeoramiento de la situación procedía al cambio de su estrategia siendo un ejemplo de una acción decisiva en el momento y en la justa medida.

Mientras tanto, la Reserva Federal (Fed) en su reunión del 18 de septiembre decidió rebajar el tipo oficial de referencia 50 puntos básicos del 5,25% al 4,75% y el tipo de descuento, que es el tipo de interés que utilizan los bancos para descontar activos con el banco central, del 5,75% al 5,25%. En su nota de prensa, el Comité Federal del Mercado Abierto destacó cua-

tro aspectos: 1) Aunque el crecimiento de la economía se mantenía moderado, la restricción crediticia podía potencialmente agravar la crisis en el mercado de la vivienda y afectar el crecimiento del conjunto de la economía. 2) La acción de la Fed debe leerse en el contexto de prevenir algunos de los efectos adversos de las disrupciones de los mercados financieros. 3) Confirmó la existencia de riesgos inflacionistas. 4) El banco central afirmó que los siguientes movimientos de tipos estarían sujetos a los diferentes datos económicos que se fueran conociendo.

Otras instituciones norteamericanas intervinieron para atajar la crisis, entre ellos

**La Reserva Federal de Estados Unidos baja el tipo de interés oficial en su reunión del 18 de septiembre, del 5,25% al 4,75%.**

**Otras agencias norteamericanas se movilizan para intentar estabilizar el mercado hipotecario *subprime*.**

**El impacto de la bajada de tipos de la Fed sobre las bolsas es espectacular, provocando subidas importantes.**

**El dólar se desploma contra el euro alcanzando un mínimo histórico.**

el regulador de la Federal National Mortgage Association, conocida popularmente como Fannie Mae y Freddie Mac. Éstas son dos agencias cuasigubernamentales, cuyo objetivo es financiar la compra y venta de hipotecas residenciales convencionales, así como de hipotecas aseguradas por la Federal Housing Administration, que es una división del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano de Estados Unidos. Creadas por el Congreso de los Estados Unidos, tienen como misión ayudar a las familias facilitándoles la accesibilidad a la propiedad de una vivienda.

Estas empresas, que cotizan en la bolsa, reguladas federalmente y esponsorizadas por el gobierno, compran hipotecas a los prestamistas en todo el país. Posteriormente, las titulizan para venderlas a inversores de varias maneras. La titulación consiste en convertir determinados

activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado. Freddie Mac no está respaldado por el gobierno de los Estados Unidos, pero la corporación tiene una especial autorización para pedir prestado al Tesoro. La administración Bush les ha autorizado a comprar unos 20.000 millones de dólares de hipotecas *subprime* para estabilizar el mercado. Las dos agencias poseen o garantizan el 40% de los préstamos residenciales en Estados Unidos.

### **El impacto de las medidas en los mercados de capitales**

Tras la bajada del tipo de interés en Estados Unidos, se produjo una subida espectacular de las bolsas: el S&P 500 subió un 2,9% y el Nasdaq, un 2,7%. La noticia se produjo a las ocho y cuarto de la tarde,

## **ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES**

21-09-2007

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	13.860	5,9	11,2	20,2
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.529	5,7	7,8	16,0
<i>Nasdaq</i>	2.678	6,2	10,9	19,7
Tokio	16.313	2,6	-5,3	3,0
Londres	6.454	6,0	3,7	9,4
Zona del euro	4.376	4,8	6,2	13,5
<i>Francfort</i>	7.794	5,0	18,2	30,7
<i>París</i>	5.701	5,2	2,9	9,5
<i>Amsterdam</i>	545	7,7	10,0	13,9
<i>Milán</i>	39.970	2,6	-3,5	4,5
<i>Madrid</i>	14.451	1,5	2,2	15,8
Zurich	8.897	3,4	1,3	6,3
Hong Kong	25.844	18,9	29,4	46,7
Buenos Aires	2.113	7,7	1,1	28,2
São Paulo	57.810	16,0	30,0	66,0

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

FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

19-09-2007

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2006	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	115,6	1,0	-3,0	-0,7
Libra esterlina	0,495	-1,9	-3,1	-6,0
Franco suizo	1,173	-2,8	-3,9	-5,9
Dólar canadiense	1,001	-6,2	-16,5	-11,9
Peso mexicano	10,947	-1,8	1,2	-1,3
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,408	4,5	6,6	10,1
Yen japonés	162,8	5,6	3,6	9,4
Franco suizo	1,652	1,7	2,6	4,0
Libra esterlina	0,697	2,5	3,4	3,7
Corona sueca	9,191	-2,1	1,6	-0,4
Corona danesa	7,454	0,1	0,0	-0,1
Zloty polaco	3,756	-2,4	-2,0	-5,5
Corona checa	27,50	-0,6	0,0	-3,3
Forint húngaro	249,9	-4,5	-0,5	-9,6

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

FUENTE: Bloomberg.

cuando los mercados europeos ya habían cerrado sus sesiones, pero al día siguiente el Eurostoxx 50 subió un 2,9% apuntándose a la ola de optimismo en los mercados de renta variable.

Los tipos de interés divergieron. Mientras el tipo de interés a 2 años de la deuda pública, que es más sensible a movimientos de los tipos directores, caía 11 puntos básicos, hasta el 3,95%, el bono a largo plazo con vencimiento a 30 años subía del 4,74% al 4,80%. Pero el impacto más grande fue en el mercado de las divisas, con el cambio euro-dólar cotizando un máximo histórico de 1,418 el 27 de septiembre. El motivo era la expectativa del mercado de que la Fed siga bajando el tipo oficial y se estrechen los diferenciales de tipos de interés entre las dos divisas. El euro se apreció contra el dólar un 4,5% en tan solo un mes. Excepto contra el yen japonés, el dólar se

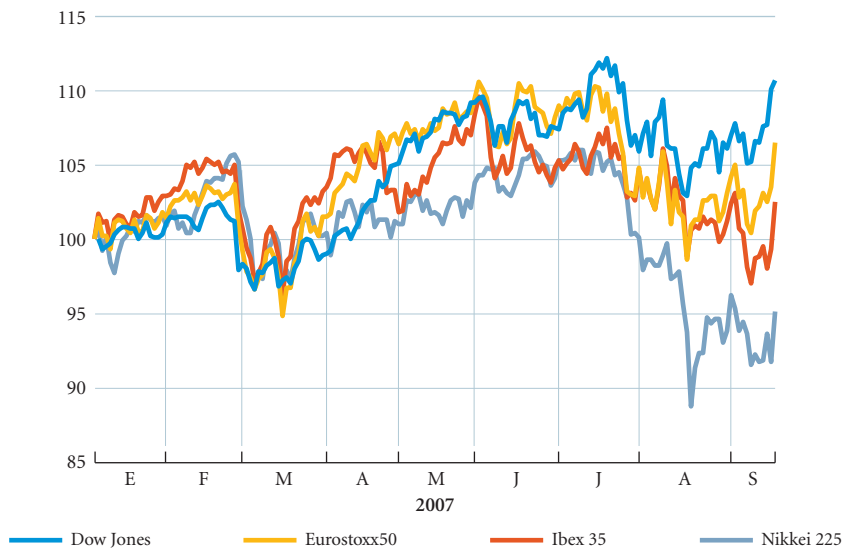
depreció contra todas las divisas. Por ejemplo, el dólar canadiense alcanzó la paridad con el dólar de Estados Unidos, algo que no sucedía desde hacía 31 años, en 1977.

Las subidas de las bolsas que se produjeron durante las 48 horas siguientes a la bajada de tipos de la Reserva Federal se consolidaron. A finales de septiembre, sólo la bolsa japonesa está un 5% por debajo del punto de salida del 1 de enero. Respecto a los tipos de interés a corto en Estados Unidos, éstos cayeron 30 puntos básicos en el plazo de 3 meses, respecto al mes de agosto. Desde el inicio de la crisis puede observarse cómo la curva de tipos de interés de la deuda pública se ha positivizado. La curva de tipos de interés del 20 de julio tenía menor pendiente que la actual curva. Puede observarse cómo la bajada del tipo oficial por parte de la Fed ha incidido en mayor medida en el tramo

**Las actuaciones de los bancos centrales logran estabilizar los mercados financieros.**

## LAS BOLSAS SE RECUPERAN GRACIAS AL BALÓN DE OXÍGENO DE LA RESERVA FEDERAL

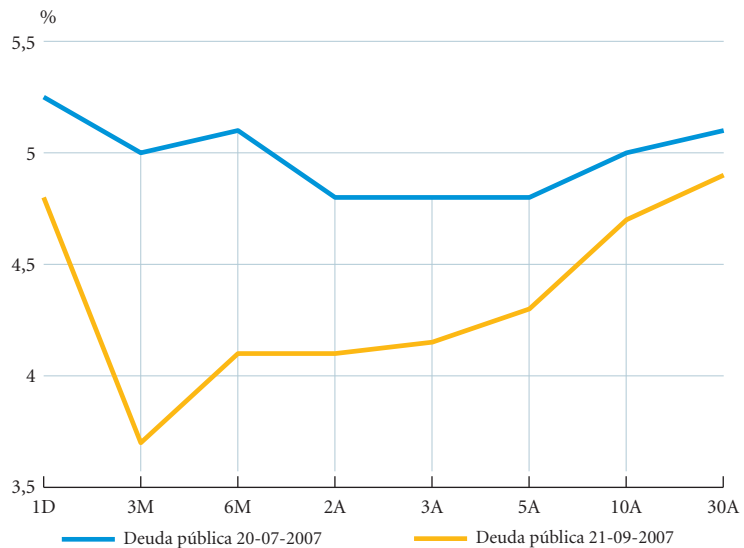
Evolución de las bolsas en base 1-1-2007 = 100



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

## LA CURVA DE TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESTADOS UNIDOS SE POSITIVIZA

Curva de tipos de interés de la deuda pública de Estados Unidos



NOTAS: D = Día, M = Meses, A = Años.

1D es el tipo oficial del banco central.

FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

corto de la curva (de 3 meses a 2 años), algo normal, pues los mercados descuentan incluso alguna bajada adicional por parte de la Fed. En cambio, los bonos de la deuda pública con vencimientos más lejanos no pueden bajar tanto las rentabilidades porque los inversores deben cubrirse del riesgo potencial de mayor infla-

ción en un futuro, pues en última instancia una bajada de tipo de interés oficial, es decir, una política monetaria más laxa, tiene como objetivo relanzar o apuntalar al consumo e inversión en una economía. Por otra parte, el propio comunicado de la Fed confirmó la existencia de un riesgo inflacionista.

## EL EURO ALCANZA MÁXIMOS HISTÓRICOS ANTE EL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

## El euro en Europa Central y del Este: ¿cabe esperar nuevas incorporaciones?

Con la expansión de la Unión Europea (UE) hacia el este, varios países se han convertido en posibles candidatos a incorporarse a la Unión Económica y Monetaria (UEM) y utilizar el euro como moneda. Oficialmente, todos los nuevos socios de la UE se han comprometido a adoptar la moneda única, ya que ninguno de ellos ha podido acogerse a cláusulas de exclusión voluntaria (o *opt-out* en inglés), tal como en su día negociaron el Reino Unido y Dinamarca.<sup>(1)</sup> En este recuadro repasamos cuáles son los criterios para ingresar en la UEM, en qué posición se encuentran los nuevos miembros de Europa Central y del Este, y cuán probable es que se produzcan nuevas incorporaciones en un futuro próximo.

Desde el lanzamiento del euro en 1999 con once países, se han producido dos nuevas incorporaciones en el club: Grecia ingresó en 2001 y Eslovenia hizo lo propio en 2007 como alumno adelantado de los países ex comunistas.

(1) Además, cabe recordar que los ciudadanos suecos decidieron en referéndum retrasar el ingreso de su país en la zona del euro.

Además, la Comisión Europea ya ha dado luz verde para la entrada de Malta y Chipre a partir de 2008. Tal como en su día España tuvo que hacer los deberes para ingresar en el euro, los países candidatos a acceder a la zona del euro tienen que cumplir con los requerimientos macroeconómicos del Tratado de Maastricht.

Recordemos que para ingresar en la zona del euro es necesario: (i) que la tasa de inflación no supere en 1,5 puntos porcentuales la media de los tres países con inflación más baja; (ii) que el déficit público sea inferior al 3% del PIB y el nivel de deuda pública sea inferior al 60% del PIB; (iii) que los tipos de interés a largo plazo no superen en un 2% a la media de los tres países con inflación más baja; y (iv) que la moneda del país candidato participe en el mecanismo de tipos de cambio con el euro (mantener una cotización central fija con una banda de fluctuación del 15%, conocido como ERM II) durante al menos dos años. Además, estos criterios se tienen que satisfacer de forma sostenible a criterio de la Comisión Europea, para asegurarse de que la convergencia de un nuevo miembro con la UEM se ha producido de una forma sólida y no solamente puntual y que, por tanto, la pérdida de la autonomía en la política monetaria no va a suponer un coste excesivo y no va a contrarrestar los beneficios de ingresar en la UEM.

En la siguiente tabla examinamos hasta qué punto los países de Europa Central y del Este cumplen con los criterios de Maastricht, según la evaluación que hace la Comisión Europea cada dos años, o a requerimiento de un estado miembro (caso de Lituania en mayo de 2006, cuando su solicitud de ingreso fue denegada). Estas evaluaciones siguen vigentes en julio de 2007. Curiosamente, los criterios que no permiten a ninguno de los países considerados acceder de momento al euro parecen seguir un patrón regional.

#### CUMPLIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONVERGENCIA

País	Criterios incumplidos	Fecha de evaluación
Lituania	I	Mayo de 2006
Estonia	I	Diciembre de 2006
Letonia	I, TDC	Diciembre de 2006
Hungría	Todos	Diciembre de 2006
Polonia	DD, TDC	Diciembre de 2006
Eslovaquia	I, DD, TDC	Diciembre de 2006
República Checa	DD, TDC	Diciembre de 2006

NOTA: I = Inflación, TDC = Tipo de cambio, Int = Tipos de Interés, DD = Déficit y deuda.

FUENTES: Comisión Europea, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros.

En los tres países bálticos el principal problema es la inflación. El valor de referencia se encontraría en julio de 2007 en un 2,3%, mientras que la inflación se sitúa en un 4,3% en Lituania, en un 4,9% en Estonia, y en un 7,5% en Letonia. Estos países tienen un tipo de cambio fijo con el euro, con lo que de hecho siguen la política monetaria del BCE. Sus economías padecen claros signos de sobrecalentamiento (los *tigres bálticos* llevan varios años creciendo por encima del 7%), y parecen necesitar una política monetaria más restrictiva para poder bajar la inflación a niveles aceptables para cumplir el criterio de Maastricht. Sin embargo, al mantener el tipo de cambio fijo, la única opción que les queda es profundizar en las reformas estructurales. Las finanzas públicas están bien saneadas, con lo que los tres países bálticos también cumplen con creces con los criterios de déficit y de deuda, y de tipos a largo plazo.

En cambio, los países de Europa central (República Checa, Eslovaquia, Polonia y Hungría) padecen varios problemas de fondo para cumplir con los objetivos de Maastricht, lo que sugiere que aún están lejos de adoptar el



euro. El principal problema es fiscal: gobiernos débiles y coaliciones inestables en los cuatro países en los últimos años han hecho que no haya sido posible una contención del gasto: como resultado todos los países tienen unos niveles de déficit por encima del 3% del PIB, y todos suspenden el criterio fiscal. Por otro lado, sólo la República Checa y Polonia tienen la inflación bajo control y cumplen con el criterio de Maastricht, gracias a la adopción de regímenes de política monetaria con objetivos explícitos de inflación. Sin embargo, ninguno de los cuatro países de este grupo cumple con el criterio del tipo de cambio: todos estos países, a excepción de Eslovaquia, tienen tipo de cambio flexible y no participan en el ERM II. En este grupo, Hungría recibe una mención especial porque no cumple ningún criterio, el déficit fiscal se situó en el 9,5% del PIB en 2006, y la inflación superó el 8% a mitades de 2007.

Por último, cabe mencionar que las dos recientes incorporaciones a la UE, Rumania y Bulgaria, también tienen muy lejana la adopción del euro. Ninguno de los dos países ha sido evaluado aún por la Comisión Europea. Rumania sólo cumpliría a día de hoy el criterio fiscal, y aunque ha sido capaz de rebajar su tasa de inflación del 10% al 4% en 2 años, resta por ver si este descenso se puede prolongar y es sostenible. Bulgaria cumpliría además el criterio de tipos de interés a largo plazo, y tiene un tipo de cambio fijo con el euro aunque no participa en el ERM II. Sin embargo, la inflación ha estado por encima del 5% en los últimos años. Para estos dos países, el proceso de convergencia con Europa sólo acaba de empezar.

Así pues, no parece muy probable que veamos nuevas incorporaciones en la UEM en un futuro próximo. Al fin y al cabo, para cada país la decisión crucial es la velocidad óptima de adopción del euro, y cómo distribuir los costes y los beneficios de dicha adopción a lo largo del tiempo. Entre los beneficios a largo plazo de estar en la unión se incluyen: políticas macroeconómicas más estables y creíbles (sobre todo la política monetaria), el aumento del comercio con los demás países de la UEM y, por último, una bajada de tipos de interés que permita un incremento de la inversión, el empleo y la renta per cápita. Por otro lado, la pérdida de autonomía en la política monetaria y cambiaria puede ser crítica cuando un país está experimentando un proceso de transformación y de reformas estructurales, aunque, tal como hemos visto, en algunos países la adopción de un tipo de cambio fijo con el euro ha funcionado bien. El coste político de llevar a cabo una consolidación fiscal, que inicialmente puede restar unos puntos porcentuales de crecimiento, requiere de gobiernos que estén por la labor y tengan un fuerte apoyo. Según el Fondo Monetario Internacional, el camino más apropiado para los países de Europa Central debería ser por este orden: la contención fiscal y la profundización en las reformas, la reducción de la inflación y el ingreso en el ERM II.<sup>(2)</sup> Este es un camino que, en el mejor de los casos, podría llevar al ingreso en la zona del euro en un plazo de cinco años.

Por último, cabe recordar que la Comisión Europea se ha mostrado inflexible a la hora de evaluar a los nuevos entrantes, señalizando que los próximos candidatos se deben presentar con los deberes muy bien hechos o no tomarse la molestia de pedir el ingreso. En el caso de Lituania, el motivo oficial para no autorizar su entrada en el euro en mayo de 2006 fue que la inflación se encontraba 0,1 puntos porcentuales por encima del valor de referencia. Para razonar esa decisión, además, la Comisión Europea juzgó que la posición de la economía lituana no era sostenible y que las proyecciones de la inflación anticipaban una aceleración de los precios en el futuro inmediato, como así ha acabado sucediendo. Por tanto, el «no» a Lituania sugiere que, desde la perspectiva de Bruselas, tampoco hay prisa para ampliar la zona del euro. La moneda única es un proyecto con profundas implicaciones en la vida económica y política de los países implicados, y la experiencia muestra que debe avanzar sin prisas, pero sin pausa.

(2) Véase Schadler, S. *et al.*, *Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration*, *Occasional Paper 234*, Fondo Monetario Internacional, Washington DC, 2005.

# COYUNTURA ESPAÑOLA

## Actividad económica

### La construcción se desacelera, pero la industria y los servicios mantienen el pulso

Después de un fuerte ritmo de avance de la economía en el segundo trimestre, pero un poco inferior al del primer trimestre, los primeros datos de los meses veraniegos apuntan a una continuación de la misma tónica. Con todo, la desaceleración de la actividad económica parece ser suave, a pesar de las convulsiones en los mercados financieros internacionales a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos.

La producción industrial presentó un perfil de ligera ralentización al principio del tercer trimestre. La confianza en la industria continuó flexionando a la baja,

deteriorada por el fortalecimiento del euro. No obstante, el nivel de actividad era elevado. Las industrias extractivas de productos energéticos, la fabricación de material electrónico, de maquinaria y equipo mecánico y de vehículos de motor experimentaban un gran dinamismo. Por el contrario, la fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos, la industria del tabaco, las coquerías y refino del petróleo y la producción y distribución de energía eléctrica y gas redujeron su nivel de actividad en julio con relación al mismo mes del año anterior.

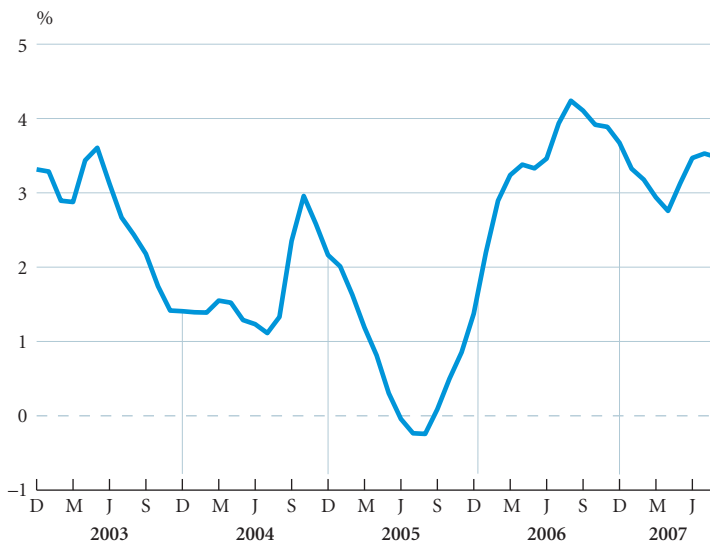
Las perspectivas industriales eran relativamente favorables, a juzgar por un incremento anual del 8,5% en el mes de julio de las entradas de pedidos. Las ramas de los bienes intermedios, de consumo

**La economía mantiene una senda de desaceleración suave.**

**Perspectivas industriales relativamente favorables a pesar de la apreciación del euro.**

### BUEN TONO DE LAS VENTAS AL POR MENOR EN EL VERANO

Variación intermensual anualizada del índice de comercio al por menor (\*)



NOTA: (\*) Serie de ciclo-tendencia corregida de diferencias de calendario, a precios constantes.  
FUENTES: INE y elaboración propia.

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	3,5	3,8	6,0	3,7	5,1	4,3	1,4	1,6
Índice de producción industrial (2)	0,7	3,9	4,2	4,6	4,2	2,5	1,3	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-4,8	-2,7	-2,3	-0,3	2,3	1,2	0,0	-1,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,2	80,5	80,3	81,6	80,6	81,3	-	82,1
Importación bienes interm. no energ. (5)	1,6	10,5	13,8	12,1	8,1	8,2	15,8	...
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	7,3	8,5	5,7	8,5	4,8	-2,1	3,7	-2,7
Indicador de confianza en la construcción (3)	22,4	14,2	14,7	15,0	10,7	15,7	15,0	6,0
Viviendas (visados obra nueva)	6,2	18,6	50,5	0,2	8,0	-15,0	-37,1	...
Licitación oficial	18,5	31,3	19,1	55,1	15,2	-2,1	20,0	...
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista	4,4	5,0	5,9	5,2	6,2	4,5	4,7	5,5
Turistas extranjeros	6,6	4,0	2,3	2,5	5,3	0,1	1,8	3,0
Ingresos turismo	6,0	5,6	4,9	3,1	5,8	2,0	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,2	-1,2	-3,3	-6,4	-4,1	-6,5	7,2	-4,0
Tráfico aéreo pasajeros	9,2	6,7	4,6	7,1	9,5	7,1	11,4	10,4
Consumo de gasóleo automoción	5,1	5,4	3,9	4,9	5,8	3,3	...	...

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.

duradero y de equipo presentaban tasas de aumento superiores al 10% de los nuevos pedidos con relación a julio de 2006.

En cambio, el panorama se ha ensombrecido para la construcción, o por lo menos así se deduce de la evolución de indicadores adelantados como una fuerte caída de la confianza de las empresas en agosto y una reducción anual del consumo de cemento en este mismo mes. Diversas señales muestran el progresivo enfriamiento del mercado de la vivienda. Así, otro indicador avanzado como los visados de obra nueva cayó el 37,1% en julio en relación con doce meses antes. Con todo, representa 448.991 visados en los siete prime-

ros meses del ejercicio, un nivel todavía elevado. Por otra parte, el crédito hipotecario continúa ralentizándose, afectado por la subida de los tipos de interés, pero todavía ostenta tasas de crecimiento anuales muy altas. Un contrapunto lo constituye la licitación oficial, con un alza anual del 20,0% en julio, que apunta a una mejora de la obra civil.

Afortunadamente, los servicios siguen expandiéndose notablemente en general. Así, la cifra de negocios de las empresas del sector aumentó un 8,8% en julio en relación con el mismo mes del año precedente. Las ramas más activas eran los servicios a empresas, el comercio, transporte,

**Fuerte caída de la confianza de la construcción en agosto.**

**Temporada turística más bien discreta.**

tecnologías de la información y el turismo. La temporada turística está resultando más bien discreta. En julio-agosto las pernoctaciones en establecimientos hoteleros se elevaron un 1,2% con relación al mismo periodo de 2006, un 0,4% las de residentes y un 1,8% las de no residentes. Por otro lado, la confianza en el sector de los servicios se recuperó en agosto hasta el nivel de febrero-marzo.

Desde la óptica de la demanda, los primeros datos del tercer trimestre apuntan hacia un crecimiento del consumo privado algo menos potente. Así, las ventas al por menor presentan un ritmo de avance robusto y la importación de bienes de consumo registró un fuerte incremento en julio. No obstante, las ventas de automóviles se han mostrado débiles en los meses cálidos del año, con una caída inter-

anual en agosto. Además, la confianza de los consumidores no despegó.

En cuanto a la inversión de bienes de equipo, parece que sigue creciendo a ritmos elevados. La producción de bienes de equipo ascendió el 7,0% en el mes de julio sobre el mismo mes del año pasado, aunque la matriculación de vehículos industriales continúa mostrando altibajos.

Por lo referente al sector exterior, los datos disponibles del comercio de bienes de julio indican altos ritmos de crecimiento anuales, si bien superiores en las importaciones. De este modo, el sector exterior va a seguir contribuyendo negativamente al crecimiento del producto interior bruto, pero probablemente cada vez menos si se consolida la moderación de la demanda nacional.

## La confianza de los consumidores no despegó.

### INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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.

## Mercado de trabajo

### Se aminora el ritmo de creación de empleos

En agosto es habitual que descienda el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social. No obstante, este año ha sorprendido la intensidad del descenso experimentado en dicho mes, lo que apunta a la pérdida de dinamismo del mercado laboral después de un periodo de un vigor extraordinario.

Así, la tasa de crecimiento interanual del número total de trabajadores afiliados a la Seguridad Social fue del 2,5% en agosto, frente al 3,6% en el primer trimestre. Esta desaceleración del ritmo de creación

de ocupación correspondió a los asalariados, ya que los no asalariados aumentaron el 2,9% en agosto, frente a una tasa anual del 2,5% en los tres primeros meses del año. Por sectores, se constata que la ralentización presenta una mayor intensidad en la construcción, habiendo pasado a una tasa anual del 2,1%, desde el 6,1% en el primer trimestre. De este modo, tanto los servicios como la industria ya muestran tasas de variación anuales superiores a la construcción.

A pesar de la moderación de la creación de ocupación en los últimos meses, el mercado laboral conserva un notable tono. En los últimos doce meses el número

**Este año se intensifica el habitual descenso del número de afiliados a la Seguridad Social en agosto.**

**Tanto los servicios como la industria ya presentan tasas de aumento anuales mayores que la construcción.**

### INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

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

(\*\*\*) En el INEM.

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

### Primera caída interanual del número de contratos indefinidos desde el comienzo de la última reforma laboral.

ro de afiliados a la Seguridad Social se elevó en 464.416 personas. De este incremento, el 29,7% correspondió a extranjeros. Por otra parte, el ritmo de aumento de las mujeres afiliadas en los últimos doce meses, del 3,9%, fue más del doble del de los hombres, el 1,6%, que concuerda con la desaceleración en la construcción, que emplea mayormente personal masculino.

El menor vigor del mercado laboral también se manifestó en una caída de los contratos registrados en el servicio público de empleo en agosto del 2,7% en relación con el mismo mes del año anterior. Más llamativo fue el descenso del 8,9% de los contratos indefinidos respecto a agosto de 2006, puesto que no se producía una bajada interanual desde el comienzo de la última reforma laboral. No obstante, la contratación indefinida inicial se elevó el 26,7% con relación a agosto del año pasado. En cambio, se redujeron las conversiones de otro tipo de contratos en indefinidos, al no tener esta modalidad ningún tipo de incentivo desde el final de 2006. Por su parte, los contratos temporales dis-

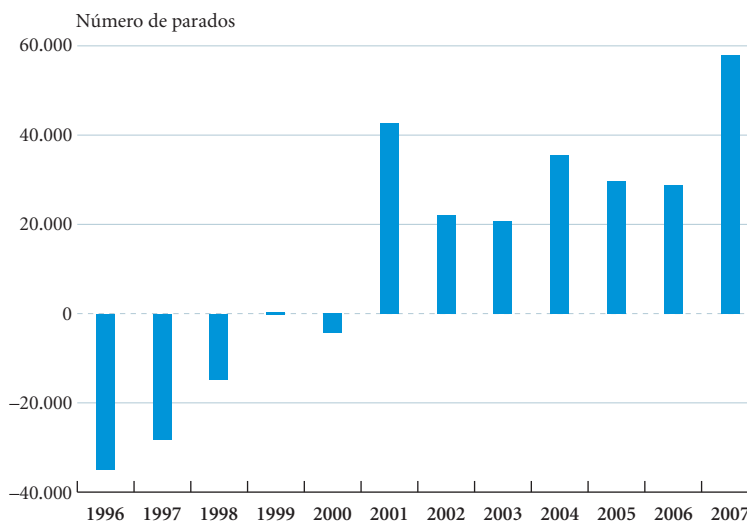
minuyeron el 2,0% respecto al mismo mes del año precedente. En conjunto, los contratos estables supusieron el 9,9% del total de la contratación, una participación apreciable.

### Fuerte elevación del paro registrado en el verano

El paro registrado en las oficinas públicas de empleo ascendió en agosto en 57.958 personas hasta 2.028.296. Este aumento mensual dobló el anotado en el mismo mes de 2006 y, de hecho, constituyó un máximo histórico, influido por una climatología desfavorable. El incremento del paro registrado en agosto afectó a todos los grandes sectores económicos, y sólo se redujo en el colectivo sin empleo anterior. Fue en la construcción donde se registró el mayor incremento relativo del paro registrado, el 9,6%, seguido por la industria y los servicios. El aumento del desempleo se dejó sentir en la mayoría de las comunidades autónomas, excepto en Castilla y León y Cantabria.

#### AUMENTO RÉCORD DEL PARO REGISTRADO EN AGOSTO

Variación mensual del paro registrado en agosto de cada año



FUENTES: Instituto de Empleo y elaboración propia.

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Agosto 2007

	Parados	Variación sobre diciembre 2006		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	65.341	3.847	6,3	3.728	6,1	3,2
Industria	276.997	-5.151	-1,8	-8.015	-2,8	13,7
Construcción	250.883	14.112	6,0	22.296	9,8	12,4
Servicios	1.218.721	-6.148	-0,5	21.978	1,8	60,1
Primer empleo	216.354	-1.237	-0,6	4.632	2,2	10,7
<b>Por sexos</b>						
Hombres	799.785	-4.489	-0,6	31.415	4,1	39,4
Mujeres	1.228.511	9.912	0,8	13.204	1,1	60,6
<b>Por edades</b>						
Menores de 25 años	226.321	-15.691	-6,5	-3.234	-1,4	11,2
Resto de edades	1.801.975	21.114	1,2	47.853	2,7	88,8
<b>TOTAL</b>	<b>2.028.296</b>	<b>5.423</b>	<b>0,3</b>	<b>44.619</b>	<b>2,2</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: INEM y elaboración propia.

En los últimos doce meses el paro registrado subió el 2,2%. No obstante, su evolución fue diversa por sectores. En la construcción, el desempleo se incrementó el 9,8%, mientras que en la industria se redujo el 2,8%. En la agricultura los parados registrados aumentaron notablemente, y en menor medida en los servicios. El incremento del paro afectó en mayor medida a los hombres, con un alza del 4,1%, que a las mujeres, con una subida del 1,1%. Sin embargo, el colectivo femenino suponía el 60,6% del total. Cabe señalar, por otro lado, que los jóvenes parados disminuyeron el 1,4%, frente a un crecimiento del 2,7% de los mayores de 25 años.

### Suave desaceleración de los costes laborales

Los costes laborales mostraron una cierta ralentización en el segundo trimestre de 2007. El coste laboral medio por trabajador y mes se situó en 2.283 euros, con un alza interanual del 3,9%, una décima me-

nos que en el trimestre anterior, según la encuesta trimestral de coste laboral del Instituto Nacional de Estadística.

Por otro lado, los costes laborales por hora de trabajo efectiva subieron el 4,2% en el segundo trimestre en relación con el mismo periodo de 2006. Este crecimiento superior se debió a un descenso del 0,3% en el número de horas trabajadas. De acuerdo con esta medida, el incremento anual de los costes laborales bajó en la industria, mientras que se mantuvo en la construcción y se elevó en los servicios.

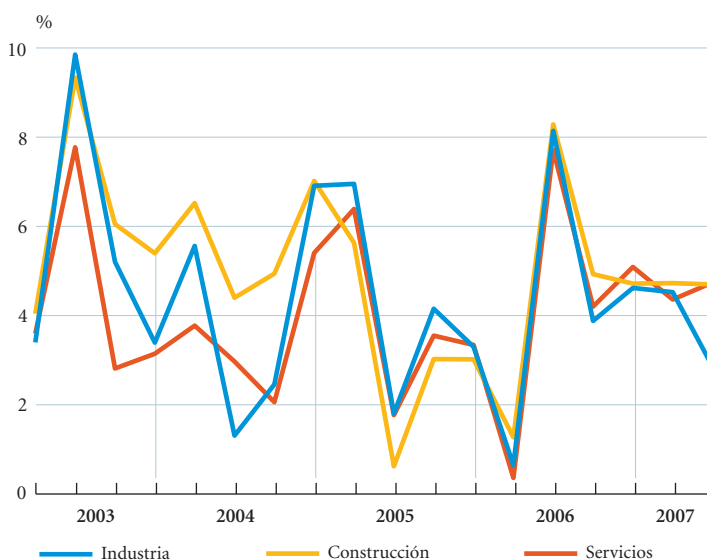
La ganancia media por trabajador y mes se moderó hasta una tasa interanual del 3,8%. Dado que la tasa de inflación anual permaneció en el 2,4% en el segundo trimestre, el poder adquisitivo de los trabajadores ascendió el 1,4%, cuatro décimas menos que en el primer trimestre, pero que se contrapone al periodo de 2004-2006 en que se produjo una pérdida de poder adquisitivo.

**Descenso de los jóvenes parados registrados en los últimos doce meses.**

**Los trabajadores aumentan el poder adquisitivo, pero menos que en el primer trimestre.**

## MODERACIÓN DE LOS COSTES LABORALES EN LA INDUSTRIA

Variación interanual del coste laboral por hora efectiva



FUENTES: Encuesta trimestral del coste laboral y elaboración propia.

## INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006				2007	
			I	II	II	IV	I	II
<b>Incremento pactado en convenios (*)</b>	3,2	3,3	3,1	3,2	3,2	3,3	2,9	2,9
<b>Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)</b>	2,8	3,0	2,5	2,5	3,1	3,4	2,8	2,9
<b>Encuesta trimestral de coste laboral</b>								
Costes salariales								
Total	2,6	3,4	3,0	3,1	4,0	3,7	4,3	3,8
Industria	2,7	3,6	3,8	3,1	4,1	3,6	3,7	3,1
Construcción	2,3	3,7	3,8	3,1	4,2	3,9	5,5	3,9
Servicios	2,9	3,7	3,0	3,4	4,3	4,0	4,5	4,3
Ganancia media por hora trabajada	3,2	4,2	0,0	7,1	4,4	5,0	4,6	4,2
Otros costes laborales	3,6	3,6	4,4	4,9	2,6	2,6	3,2	4,0
Jornada laboral (***)	-0,6	-0,6	3,0	-3,8	-0,3	-1,3	-0,2	-0,3
<b>Jornales agrarios</b>	3,1	2,8	2,9	2,6	3,2	2,4	3,1	2,5
<b>Coste laboral en la construcción</b>	4,3	4,4	4,2	4,5	4,5	4,5	1,5	1,4

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

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

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

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



## Precios

### El IPC se mantiene en el nivel mínimo desde marzo de 2004

Gracias una vez más al favorable comportamiento de los carburantes y lubricantes, la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) se mantuvo en el 2,2% en agosto, la menor cota desde marzo de 2004. Los alimentos no elaborados también contribuyeron a la moderación de la inflación en agosto. En cambio, el núcleo más estable de la inflación, la denominada «subyacente», que excluye los productos energéticos y los alimentos frescos, repuntó levemente en agosto hasta el 2,5%.

El precio de los carburantes profundizó su bajada interanual en agosto al compa-

rarse con el máximo histórico registrado en el mismo mes de 2006, cuando el precio del petróleo alcanzó un récord. De este modo, los carburantes y lubricantes disminuyeron el 4,2% en relación con agosto del año pasado y contribuyeron negativamente con casi una décima a la variación interanual del IPC general.

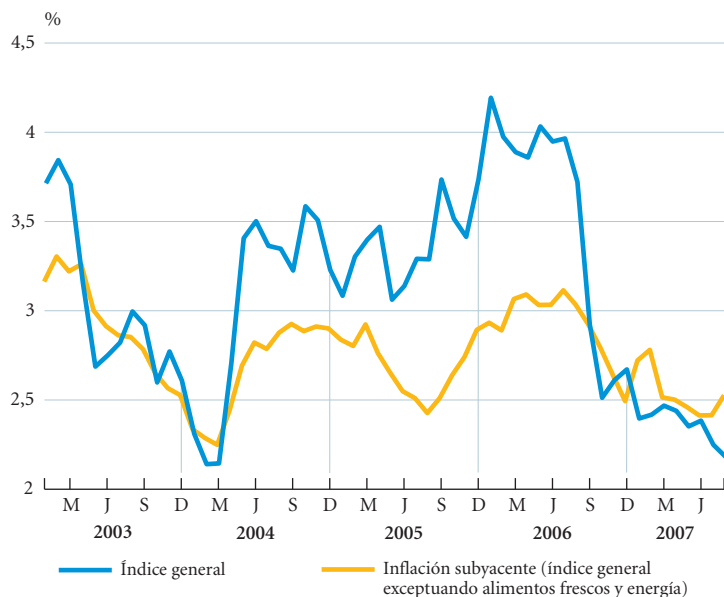
Asimismo, los alimentos no elaborados continuaron impulsando el IPC a la baja al disminuir su tasa de variación interanual hasta el 4,0%, desde el 4,7% de julio, pero en menor medida que los carburantes. La desaceleración de los alimentos frescos se debió sobre todo a la evolución de los precios de la carne y del pescado. Por el contrario, las patatas y los huevos experimentaron repuntes.

**Los alimentos no elaborados también contribuyen a la moderación de la inflación en agosto...**

**...aunque las patatas y los huevos experimentan repuntes.**

### LA INFLACIÓN SUBYACENTE TIENDE A REPUNTAR LEVEMENTE

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	0,1	1,4	2,2
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.

En cambio, los alimentos elaborados tomaron una senda alcista en agosto, subiendo el 2,8% en los últimos doce meses, 6 décimas más que en julio. La principal explicación de este comportamiento desfavorable se halla en los aceites, que

desaceleraron su caída. Igualmente, la leche contribuyó a la remontada al ascender hasta el 4,7% desde el 2,7% anotado en julio. Esta subida responde a limitaciones en la oferta por parte de los principales productores a causa de malas condi-

### LOS CARBURANTES PRESIONAN A LA BAJA SOBRE EL IPC EN AGOSTO

Variación interanual de los precios de los carburantes y lubricantes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Agosto

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2006	2007	2006	2007	2006	2007
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	103,3	0,2	0,3	2,2	1,9	4,6	2,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	107,1	-0,4	0,0	0,6	5,7	1,7	6,5
Vestido y calzado	93,9	-0,6	-0,7	-12,0	-12,3	1,1	1,0
Vivienda	104,0	0,1	0,1	5,2	3,4	6,4	3,1
Menaje	102,5	0,1	0,0	1,3	1,2	2,7	2,6
Medicina	98,1	0,0	0,0	1,3	-2,5	1,5	-2,2
Transporte	102,5	0,2	-0,5	6,1	4,2	4,8	-0,1
Comunicaciones	100,3	0,1	-0,1	-0,9	1,1	-1,2	0,5
Ocio y cultura	101,3	1,2	1,3	1,5	1,1	0,5	-0,9
Enseñanza	103,6	0,0	0,0	0,4	0,6	3,9	4,5
Hoteles, cafés y restaurantes	106,8	0,8	0,8	4,9	5,5	4,4	5,0
Otros	103,4	0,1	0,0	3,2	2,5	3,9	3,1
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	103,1	-0,3	0,3	2,0	2,6	3,6	2,8
Alimentos sin elaboración	105,0	0,9	0,2	2,2	1,6	5,4	4,0
Conjunto no alimentario	102,2	0,2	0,1	1,8	1,1	3,6	1,8
Bienes industriales	99,3	0,0	-0,4	0,1	-1,6	3,2	-0,2
<i>Productos energéticos</i>	102,1	0,2	-0,8	10,9	5,8	8,2	-2,2
<i>Carburantes y combustibles</i>	101,6	0,3	-1,0	12,9	6,8	9,3	-3,8
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,3	-0,1	-0,3	-3,3	-4,0	1,5	0,5
Servicios	105,1	0,5	0,6	3,7	3,9	3,9	3,9
Inflación subyacente (**)	102,3	0,1	0,2	0,8	0,9	3,0	2,5
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>102,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>2,2</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ciones climatológicas, entre otros factores. Asimismo, el pan avivó su subida hasta un 6,4% interanual.

Igualmente, los servicios se aceleraron livianamente hasta mostrar una tasa de variación interanual del 3,9%, lo que muestra la persistencia de tensiones inflacionistas de fondo. En este sentido, el turismo y la hostelería se elevaron hasta el 4,5% con relación a agosto de 2006, una décima más que en julio.

Por el contrario, los bienes industriales sin productos energéticos, sometidos a la fuerte disciplina de la competencia internacional, sólo aumentaron sus precios el 0,5% en el último año, una décima menos que en julio, anotando la inflación mínima desde abril de 2004. Cabe señalar que los equipos informáticos redujeron sus precios el 20,2% en los últimos doce meses. Los precios del vestido y del calzado disminuyeron en agosto a consecuencia de las habituales rebajas. No obstante,

## EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA EUROZONA MARCA EL NIVEL MÍNIMO DESDE ENERO DE 2004

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



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

**Perspectiva de una remontada del IPC a partir de septiembre hasta alrededor del 3% al final del ejercicio...**

**...debido al efecto base del petróleo y a las tensiones de las materias primas agrícolas.**

**Los precios industriales anotan la menor tasa de inflación interanual desde marzo de 2004.**

la intensidad de éstas fue similar al año anterior, de manera que la tasa de variación interanual permaneció en el mismo nivel de julio, el 1,0%.

¿Se ha agotado el combustible de las bajadas del IPC? Es lo más probable. A partir de septiembre las contribuciones de los carburantes dejarán de ser negativas, dada la evolución reciente del precio del crudo, al compararse en cambio con un periodo de caídas en 2006. Además, las tensiones en los precios de las materias primas agrícolas mundiales, en particular los cereales, a consecuencia tanto de restricciones en la oferta como de una fuerte demanda por parte de los países emergentes, se transmitirán al precio de los alimentos. Por tanto, en el último trimestre seguramente el IPC tenderá a repuntar hasta alrededor del 3% hacia el final del ejercicio.

Por otro lado, la tasa de inflación armonizada con la Unión Europea bajó una décima hasta el 2,2% en agosto, en el mis-

mo nivel que el IPC general. De esta forma, el diferencial de inflación con el área del euro se situó en el 0,5%, la cota mínima desde enero del año 2004.

### **Moderación de los precios mayoristas en verano**

En los meses veraniegos los precios mayoristas industriales han mostrado contención. Tanto los precios a la salida de fábrica como los precios industriales importados han presentado tasas de inflación relativamente bajas, mucho menores que las registradas un año antes. El descenso de la inflación en este periodo se debió mayormente al reflujó de los precios petrolíferos desde agosto del año pasado. No obstante, los precios de los bienes intermedios todavía presentaban una tasa de inflación notable. Esto, junto con los recientes máximos históricos anotados por el precio del crudo, auguran tensiones inflacionistas en los próximos meses.

## INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

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

El índice general de los precios industriales marcó una tasa de inflación interanual del 2,3% en agosto, la menor desde marzo del año 2004. La mayoría de los componentes se mostraron moderados, con la excepción de los bienes de consumo no duradero. Dentro de éstos es destacable el alza de los precios de los productos alimenticios y bebidas, que repuntó desde el 2,5% en julio hasta el 3,7% en agosto, al trasladar las empresas el encarecimiento de las materias primas agrarias.

Los bienes de consumo duradero y los bienes de equipo, presionados por la competencia de los mercados internacionales, no variaron sus tasas de inflación anuales. Los precios energéticos, por su parte, profundizaron su caída interanual

al compararse con los de agosto de 2006, cuando los precios del oro negro marcaron un máximo histórico.

Respecto a los precios de importación de productos industriales, en julio su tasa de variación interanual se replegó hasta el 0,8% con el fortalecimiento del euro, según los datos proporcionados por la encuesta del Instituto Nacional de Estadística a las empresas importadoras. Tanto los bienes de capital como los de consumo tenían tasas de inflación muy bajas, mientras que la de los bienes intermedios disminuyó hasta el 4,2%. La reciente apreciación del euro es un factor que contrarrestará en parte las previsibles alzas de los precios en los próximos meses.

**El fortalecimiento del euro favorece un descenso de la inflación anual de los bienes industriales importados.**

## Sector exterior

**El crecimiento del desequilibrio comercial, tras varios meses ralentizándose, sorprende al alza.**

### El déficit comercial da un disgusto

Durante los siete primeros meses de 2007 el déficit comercial se cifró en 54.878 millones de euros, un valor un 9% mayor al existente en idéntico periodo de 2006. En comparación, la ampliación del desequilibrio comercial era sólo un 7% mayor en el primer semestre, lo que indica que la tendencia a la desaceleración del déficit comercial puede haberse detenido. Los datos de saldo acumulado de doce meses, que aproximan mejor la tendencia de

fondo, validan esta valoración, toda vez que su ritmo de crecimiento repuntó cuatro décimas porcentuales y se situó en el 9,8% en julio. La tasa de cobertura, por su parte, empeoró tres décimas en el periodo enero-julio de 2007 respecto un año antes, situándose en el 66,1%.

Tras este empeoramiento comercial se encuentra el redoblado dinamismo importador, que bate un comportamiento de las exportaciones de por sí positivo. Así, las compras al exterior crecen, en valor, un

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-julio 2007

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	22.775	-4,8	14,1	3.927	-13,5	3,7	-18.848	17,2
Bienes de consumo	44.192	5,6	27,3	39.047	5,9	36,5	-5.145	88,4
<i>Alimenticios</i>	8.715	9,5	5,4	12.402	5,3	11,6	3.687	142,3
<i>No alimenticios</i>	35.477	4,4	21,9	26.645	1,8	24,9	-8.832	75,1
Bienes de capital	16.998	10,3	10,5	9.903	-1,0	9,3	-7.095	58,3
Bienes intermedios no energéticos	77.893	13,1	48,1	54.103	12,2	50,6	-23.790	69,5
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea 25	96.465	8,0	59,6	76.188	7,3	71,2	-20.277	79,0
<i>Zona del euro</i>	80.793	8,5	49,9	61.130	8,2	57,1	-19.663	75,7
Otros países	65.392	7,8	40,4	30.791	7,5	28,8	-34.601	47,1
<i>Rusia</i>	4.814	11,1	3,0	1.113	41,9	1,0	-3.702	23,1
<i>EEUU</i>	5.599	9,6	3,5	4.527	2,2	4,2	-1.071	80,9
<i>Japón</i>	3.651	8,2	2,3	824	7,0	0,8	-2.827	22,6
<i>América Latina</i>	8.202	0,0	5,1	6.128	4,1	5,7	-2.074	74,7
<i>OPEP</i>	11.983	-6,6	7,4	2.847	11,8	2,7	-9.136	23,8
<i>Resto</i>	31.143	16,1	19,2	15.352	8,0	14,4	-15.791	49,3
<b>TOTAL</b>	<b>161.857</b>	<b>7,9</b>	<b>100,0</b>	<b>106.979</b>	<b>7,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-54.878</b>	<b>66,1</b>

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

8% interanual en enero-julio mientras que las exportaciones avanzan un meritorio, pero inferior, 7,4%. En términos reales, la distancia entre importaciones y exportaciones es más acusada, ya que las primeras crecen un 7% interanual mientras que las segundas se sitúan en una tasa de incremento del 4%, siempre en términos del periodo enero a julio.

La evolución sectorial de los flujos comerciales muestra un vigor que afecta sin prácticamente excepción alguna a todos los sectores económicos. Por lo que se refiere a las ventas al exterior, los tres grandes sectores exportadores –bienes de equipo, automóvil y alimentación, que juntos equivalen a más de la mitad de las exportaciones españolas– están creciendo por encima del 5% interanual en los siete primeros meses de 2007. Desde la óptica de las importaciones la dinámica es similar. Los dos primeros sectores importadores, los bienes de equipo y el sector de automoción, exhiben un dinamismo notable, con crecimientos interanuales de 10% y 8%, respectivamente. La nota diferencial la aporta, tanto desde la perspectiva de las exportaciones como de las importaciones, el sector de productos energéticos cuyos flujos con el exterior, escapando a la tendencia general, han caído en términos interanuales en enero-julio del presente 2007.

Por lo que se refiere a la evolución de los principales mercados exteriores, el elemento más significativo sigue siendo el buen tono de la Unión Europea (UE) y, en especial, de los países de la eurozona. Tanto las exportaciones como importaciones a la zona del euro superaron en dinamismo las de los flujos comerciales en su conjunto. Este resultado es especialmente apreciable en los casos de Francia y Alemania, dos mercados que representan aproximadamente un tercio de las exportaciones e importaciones totales españolas. Fuera de la Unión, cabe destacar el

buen comportamiento exportador hacia las economías emergentes, destacando los casos de Rusia, Brasil, Argentina, India y China. Por lo que se refiere a las compras al exterior, nuestro proveedor no comunitario más dinámico continúa siendo China, seguido a distancia de Turquía y Marruecos. No obstante, cabe recordar que a pesar de este vigor comercial, las economías emergentes siguen teniendo un peso relativamente poco importante respecto a los mercados europeos.

### **Balanza de pagos: notable ampliación del déficit de rentas**

En junio, se registró un déficit por cuenta corriente de 7.683,3 millones, un 26% mayor al contabilizado un año antes. Los dos responsables principales de la ampliación del desequilibrio fueron los aumentos del déficit de la balanza comercial y el de la balanza de rentas. La cuenta de transferencias corrientes también aportó su grano de arena, ya que hace un año estaba en superávit mientras que en junio se situó en déficit. Por su parte, la ampliación del superávit de servicios fue insuficiente para compensar la evolución anterior.

En términos acumulados de doce meses, que aportan una perspectiva de carácter más tendencial, la visión negativa de los últimos datos queda en parte enmendada. Así, el déficit de la balanza corriente acumulado en los doce meses hasta junio es prácticamente idéntico al registrado el mes pasado. Además, la cifra muestra una tendencia a cierta desaceleración (en junio creció un 25%, dos puntos menos que en mayo). La noticia más significativa es, no obstante, que la aportación de la balanza de rentas supera ya a la de la balanza comercial. La importancia de este dato queda resaltada cuando se recuerda que el déficit comercial es aproximadamente el triple del desequilibrio de rentas.

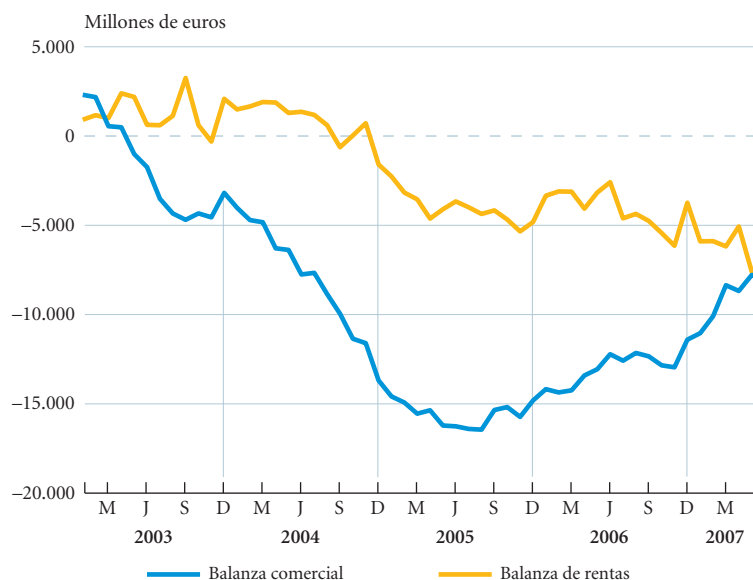
**Los «motores» de la exportación (bienes de consumo, automóvil y alimentación) aprovechan el buen contexto internacional.**

**Las exportaciones a los emergentes avanzan a buen ritmo.**

**La ampliación del déficit corriente se estabiliza en los últimos doce meses.**

## EL DESEQUILIBRIO DE LA BALANZA DE RENTAS YA PESA MÁS QUE EL COMERCIAL

Variación absoluta interanual del acumulado de los doce meses



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## BALANZA DE PAGOS

Junio 2007

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo	% variación anual	Saldo	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-40.687	6,1	-82.470	-7.959	10,7
Servicios					
<i>Turismo</i>	11.849	1,6	27.632	362	1,3
<i>Otros servicios</i>	-3.229	5,9	-5.481	13	-0,2
<b>Total</b>	8.620	0,1	22.151	375	1,7
Rentas	-13.412	64,2	-26.229	-8.922	51,6
Transferencias	-4.724	40,9	-7.124	-3.677	106,7
<b>Total</b>	<b>-50.203</b>	<b>21,7</b>	<b>-93.672</b>	<b>-20.183</b>	<b>27,5</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>2.156</b>	<b>11,4</b>	<b>6.396</b>	<b>90</b>	<b>1,4</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-22.249	-44,6	-37.624	3.096	-7,6
Inversiones de cartera	92.963	-26,6	164.636	33.318	25,4
Otras inversiones	-3.093	-89,0	-10.514	-10.798	-
<b>Total</b>	<b>67.621</b>	<b>15,8</b>	<b>116.498</b>	<b>25.616</b>	<b>28,2</b>
Errores y omisiones	-182	-94,1	-6	6.507	-99,9
Variación de activos del Banco de España	-19.393	21,4	-29.216	-12.030	70,0

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.



En el ámbito financiero, el elemento más destacado de la evolución reciente es que las entradas de inversión en cartera, sin perder plenamente su dinamismo, han visto ralentizar su ritmo de crecimiento a la mitad respecto a las cifras de un mes

atrás (siempre en términos de acumulado de doce meses). También está cediendo en intensidad el flujo de salidas de inversión directa, que cae hasta junio un 8% interanual (aumentaba al 7% interanual en los doce meses hasta mayo).

**El aumento del desequilibrio de la balanza de rentas ya supera al de la balanza comercial.**

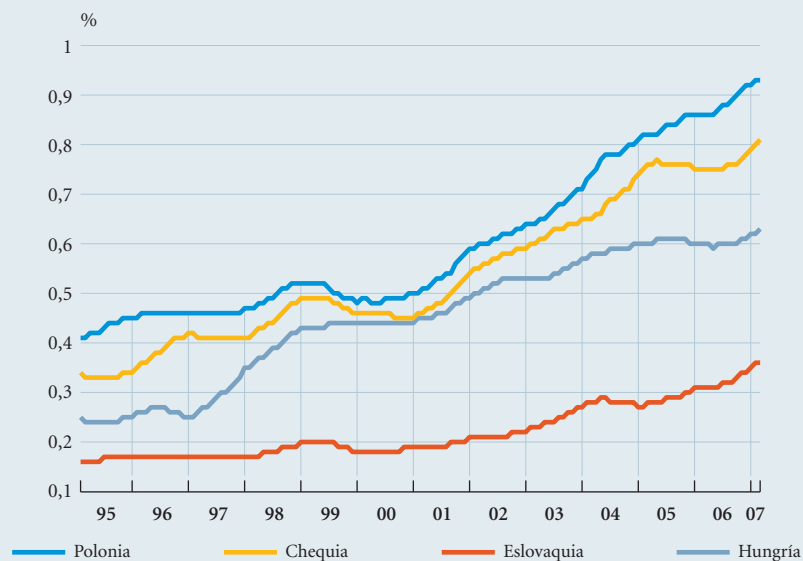
## Polonia queda más cerca de lo que parece

La expansión de la Unión Europea (UE) hacia el este es un hecho irreversible que debería ampliar nuestro horizonte de miras. Entre otras cosas, porque se ha puesto en marcha una dinámica imparable, con importantes consecuencias para nuestro comercio e inversión. Como pasa a menudo, esto representa a la vez una oportunidad y un riesgo. Oportunidad, porque más comercio permite sacar lo mejor de nosotros y gozar de lo mejor de los demás, tal como ya descubrieran atenienses, venecianos y, algo más tarde, los economistas clásicos. Pero también es riesgo, ya que los nuevos miembros son competidores que nos disputan clientes e inversión directa.

Cuatro países de la Europa Central se erigen como los más relevantes al hablar de comercio (véase gráfico adjunto), todos ellos miembros de la UE desde 2004: Hungría, atenazada por sus rigideces internas, la antigua Checoslovaquia y, especialmente, Polonia, cuyos flujos comerciales con España son igual a la totalidad del resto de nuevos miembros.

### LOS VIENTOS DEL COMERCIO SOPLAN FUERTE DESDE EL ESTE

Participación de las exportaciones de los últimos 12 meses en el total mundial



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

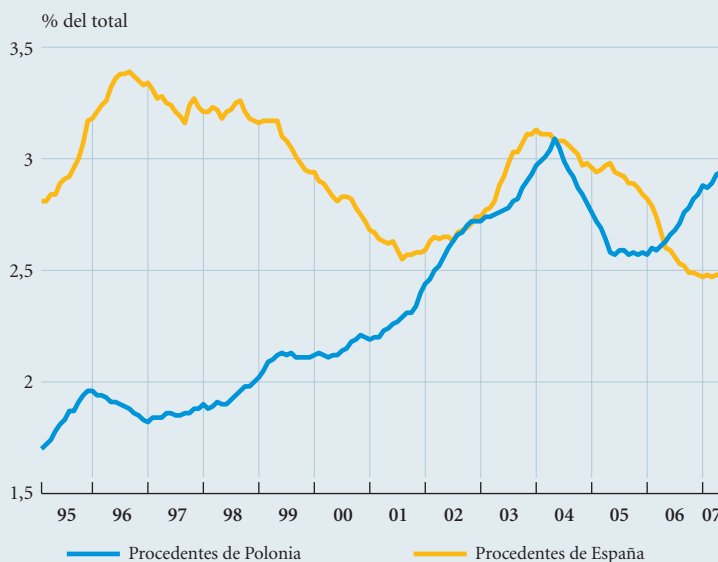
El primer aspecto a constatar es que, tras su adhesión a la UE, ha habido un aumento de la apertura comercial de todos estos países, con exportaciones e importaciones ganando peso en relación con sus PIB, que a su vez crecen a fuerte ritmo. Simultáneamente, su competitividad se ha beneficiado del aumento de la inversión extranjera directa. En términos del capital extranjero acumulado por estas inversiones, la suma del total de los nuevos miembros pertenecientes a Europa Central y Oriental en 1991 llegaba al 7% del capital extranjero acumulado en España. En 1995 ya rozaba el 30% y en 2005, tras la adhesión, alcanzaba el 71%. En parte a causa de estas inversiones, la cuota de las exportaciones de estos países respecto al total mundial ha aumentado, al contrario de lo sucedido en el conjunto de los países de la zona euro.

Un segundo rasgo destacado es que la irrupción de los nuevos miembros de Europa Central y Oriental en el comercio europeo ha sido harto desigual. Vivimos en la era de internet y de las autopistas de la información. Sin embargo, en cuestión de comercio, aspectos tan prosaicos como la geografía y la historia tienen su importancia, y de ellas se benefician Polonia y los países de la antigua Checoslovaquia. En el competitivo mercado alemán, la penetración de los productos de estos países avanza, en parte, en detrimento de los países de la zona del euro, aunque merece la pena señalar que las exportaciones españolas han mantenido el tipo, como se pone de manifiesto en el gráfico siguiente. Podría parecer que si la distancia geográfica sigue pesando lo suyo, también hace de amortiguador, dejando los retos y las oportunidades para más adelante. Nada más lejos de la realidad, porque el proceso de integración comercial avanza con rapidez. Los intercambios comerciales de Polonia, República Checa y Eslovaquia con España en relación con su creciente comercio exterior total han pasado del 9% en 2000 al 12,5% en 2006, mientras que el peso del comercio con Alemania, aunque con un punto de partida más alto, ha descendido del 32% al 27%.

El tercer aspecto concierne a nuestra competitividad, o sea, a la capacidad para conservar a nuestros clientes o ganar de nuevos. En la teoría del comercio internacional, cada socio se especializa en lo que sabe hacer relativa-

### LAS FORTUNAS DISPARES DE ESPAÑA Y POLONIA

Importaciones de bienes de Alemania (\*)



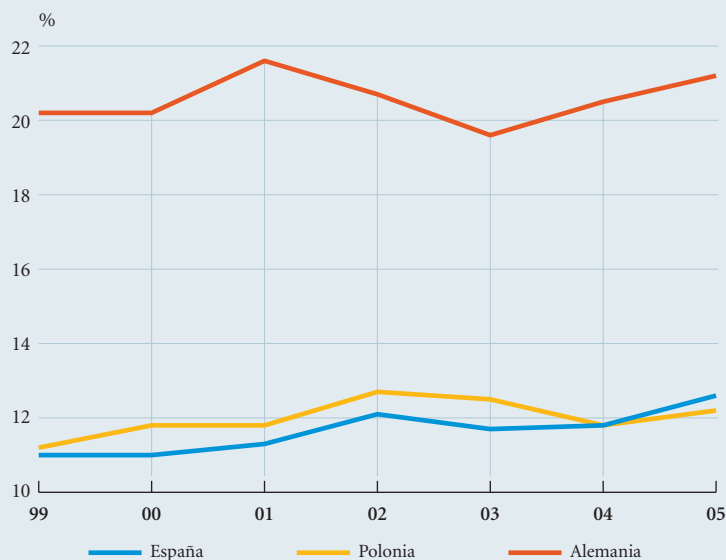
NOTA: (\*) Medias móviles de 12 meses.

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

mente mejor. En este sentido, España y Polonia son muy parecidos entre sí y, a la vez, distintos de Alemania. Los germanos son complementarios de los polacos y ven en éstos unos eficaces proveedores de productos que ellos no fabrican. Nosotros, en cambio, somos competidores de Polonia y, hoy por hoy, la contienda no se presenta fácil. Tal y como muestra el gráfico previo, mientras las exportaciones polacas han avanzado significativamente en el mercado alemán, las españolas han cedido algo en su cuota de mercado.

### ESPAÑA SE PARECE MÁS A POLONIA QUE A ALEMANIA

Peso de las exportaciones de alto contenido tecnológico en el total



FUENTES: UN ComTrade y elaboración propia.

Para mantener el tipo en los mercados internacionales, es fundamental mejorar la competitividad. Ésta es difícil de medir y hay que matizar siempre los resultados de las distintas medidas utilizadas. Una manera fácil de hacerlo es fijarse en cómo se colocan en el mercado global los productos que indican mejor los avances competitivos. Estos son, por lo general, los que captan un mayor contenido tecnológico como maquinaria y equipos electrónicos, instrumentos de precisión, farmacia o aeronaves. Alemania, cuyos productos de alto contenido tecnológico equivalían en 2005 al 21% del total de sus exportaciones, destaca claramente sobre España y Polonia, que presentan un balance parecido, algo más del 12% de las exportaciones, en este crucial sector de la tecnología.

Si bien no es preciso rasgarse las vestiduras, dado que entre 2002 y 2005 las exportaciones españolas con un alto contenido tecnológico crecieron un 60%, ritmo similar al de las alemanas, la complacencia no es aquí buena compañera. El punto de partida de Alemania es mucho más alto, mientras que Polonia, con quien competimos más directamente, vio como sus exportaciones tecnológicas crecían un 113% en el mismo periodo, recordándonos con ello que España debe tomarse muy en serio el reto de la competitividad en tecnología.

## Sector público

### Los Presupuestos Generales del Estado para 2008

El proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para el año 2008 reafirma como prioridad de la política económica un modelo de crecimiento equilibrado, sostenible y competitivo. Para ello, mantiene la estabilidad presupuestaria, al mismo tiempo que impulsa la productividad y desarrolla medidas para la mejora del bienestar y de la cohesión social.

El PGE reconoce un escenario de ligera desaceleración económica, como se puede apreciar en el cuadro adjunto. En 2008 el crecimiento del producto interior bruto (PIB) en términos reales disminuye 5 décimas hasta el 3,3%, un nivel que de todas formas supera al consenso de previsiones de los analistas. El consumo final nacional se ralentiza de modo similar hasta un crecimiento anual del 3,4%. La formación bruta de capital también se modera, si bien presenta una expansión superior, del 4,6%. Los bienes de equipo se incrementan el 7,9%, mientras que la construcción lo hace el 3,8%. El sector exterior disminuye su aportación negativa al crecimiento del PIB hasta 6 décimas. Lógicamente, la creación de empleo también se aminora hasta el 2,2%, mientras que la tasa de paro se reduce levemente hasta el 7,9% de la población activa.

Para el logro de sus objetivos, el PGE-08 presenta un gasto consolidado del Estado, Seguridad Social, organismos autónomos y entes públicos excluyendo los pasivos financieros de 314.522 millones de euros. Esta cantidad supone un aumento del 8,0% en relación con el año anterior, con

lo que tienen un carácter más bien expansivo, si los comparamos con el crecimiento del PIB nominal previsto del 6,7%. Este gasto consolidado no incluye tampoco el que efectúan las administraciones territoriales (comunidades autónomas y ayuntamientos) ni las actuaciones del sector público empresarial y fundacional u otros entes públicos como la Corporación de Radio y Televisión Española.

Los gastos consolidados corrientes suben el 7,3%, por encima del conjunto de la economía. La partida que se incrementa más son las transferencias corrientes, suben el 7,7%. A continuación, los gastos de personal, que ascienden el 6,9%. La partida que aumenta en menor medida son los gastos financieros, con un alza del 4,3%, por debajo de la expansión del PIB nominal. Con todo, suponen 16.679 millones de euros, el 1,5% del PIB.

Los gastos de capital consolidados, cifrados en 23.802 millones de euros, también crecen por debajo del PIB nominal, con un 5,2% de incremento. Tanto las inversiones reales como las transferencias de capital experimentan un ascenso similar.

En cambio, los activos financieros se elevan el 18,0% hasta 24.773 millones de euros. Este capítulo incluye la dotación al Fondo de Reserva de Pensiones por un montante de 6.814 millones de euros. Otras partidas importantes en este capítulo son una dotación de 2.451 millones de euros para la Sociedad Estatal de Infraestructuras del Transporte Terrestre, créditos al Fondo de Ayuda al Desarrollo de 2.342 millones de euros y una dotación al Ministerio de Industria, Turismo y Co-

**El proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2008 tiene por objetivos impulsar la productividad y la mejora del bienestar social...**

**...y se basa en un escenario de ligera desaceleración económica.**

**Los gastos consolidados suben el 8,0%, más que el conjunto de la economía.**

**Los gastos de capital crecen menos que el PIB nominal.**

**ESCENARIO MACROECONÓMICO 2006-2008**

	2006	2007	2008
<b>PIB y agregados (% variación real)</b>			
Gasto en consumo final nacional	4,0	3,9	3,4
<i>Gasto en consumo final nacional privado (*)</i>	3,8	3,4	3,1
<i>Gasto en consumo final de las AAPP</i>	4,8	4,8	4,4
Formación bruta de capital	7,0	5,8	4,6
Formación bruta de capital fijo	6,8	5,8	4,6
<i>Bienes de equipo</i>	10,4	9,9	7,9
<i>Otros productos</i>	4,6	2,7	2,6
<i>Construcción</i>	6,0	5,1	3,8
Variación de existencias (contribución al crecimiento del PIB)	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional	4,8	4,3	3,7
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,3	5,0
Importación de bienes y servicios	8,3	6,8	6,0
Saldo exterior (contribución al crecimiento del PIB)	-1,2	-0,8	-0,6
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>
PIB a precios corrientes (miles de millones de euros)	981,0	1.051,1	1.121,5
PIB a precios corrientes (% de variación)	8,0	7,1	6,7
<b>Precios y costes (% de variación)</b>			
Deflactor del PIB	4,0	3,2	3,3
Remuneración (coste laboral) por asalariado	3,0	3,1	3,1
<b>Mercado de trabajo</b>			
Empleo total (% de variación) (**)	3,2	2,8	2,2
Empleo (variación en miles) (**)	571,8	509,9	419,1
Tasa de paro (% de la población activa)	8,5	8,1	7,9
Productividad por ocupado (% de variación) (**)	0,7	1,0	1,1
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación (AAPP, % del PIB)</b>	<b>1,83</b>	<b>1,30</b>	<b>1,15</b>

NOTAS: (\*) Incluye a los hogares y a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

(\*\*) Empleo equivalente a tiempo completo, según la Contabilidad Nacional.

FUENTES: INE y Ministerio de Economía y Hacienda.

mercio para proyectos de investigación civil por valor de 2.245 millones de euros. En apariencia, estas operaciones tienen una naturaleza más cercana al gasto que a la inversión financiera.

Desde otro punto de vista, por políticas de gasto, la partida más importante continúa siendo el gasto social, que supone el 50,5% del total. Dentro del mismo, la principal rúbrica son las pensiones, que representan el 31,2% del gasto presupuestario y crecen el 7,2%. Cabe señalar la mejora de las pensiones mínimas. Las pen-

siones contributivas experimentan un alza del 6,5% si el titular tiene cónyuge a cargo y de un 5% el resto, salvo las pensiones de viudedad con cargas familiares, que aumentan el 22,3%.

Entre el resto de partidas del gasto social, la que experimenta la elevación más importante son los servicios sociales y promoción social, que sube el 24,8% hasta 2.288 millones de euros. Dentro de este epígrafe se incluye la atención a las personas en situación de dependencia, cuya dotación suma 871 millones de euros,

**PRESUPUESTOS CONSOLIDADOS DEL ESTADO, ORGANISMOS AUTÓNOMOS Y SEGURIDAD SOCIAL, Y OTROS ORGANISMOS PARA 2008**

Millones de euros

	Gastos	% var. (*)		Ingresos	% var. (*)
<b>Operaciones corrientes</b>			<b>Operaciones corrientes</b>		
Gastos de personal	31.290	6,9	Impuestos directos y cotizaciones sociales	220.046	8,1
Bienes corrientes y servicios	8.376	6,3	Impuestos indirectos	53.363	5,2
Gastos financieros	16.679	4,3	Tasas y otros ingresos	5.083	6,6
Transferencias corrientes	206.094	7,7	Transferencias corrientes	12.653	0,9
<b>Total</b>	<b>262.440</b>	<b>7,3</b>	Ingresos patrimoniales	5.826	33,5
<b>Operaciones de capital</b>			<b>Total</b>		
Fondo de contingencia	3.508	15,8		<b>296.972</b>	<b>7,6</b>
Inversiones reales	14.040	5,3	<b>Operaciones de capital</b>		
Transferencias de capital	9.761	5,1	Enajenación de inversiones reales	571	3,3
<b>Total</b>	<b>23.802</b>	<b>5,2</b>	Transferencias de capital	4.071	35,4
<b>Total operaciones no financieras</b>			<b>Total</b>		
Activos financieros	24.773	18,0		<b>4.642</b>	<b>30,4</b>
Pasivos financieros	34.893	3,3	<b>Total operaciones no financieras</b>		
<b>Total operaciones financieras</b>	<b>59.666</b>	<b>8,9</b>		<b>301.614</b>	<b>7,9</b>
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>349.415</b>	<b>7,5</b>			

NOTA: (\*) Variación respecto al presupuesto inicial de 2007.

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

**Fuerte aumento de las dotaciones para la situación de dependencia.**

más del doble del año precedente. También son destacables las asignaciones para la acogida e integración de los inmigrantes. Por otra parte, en el marco de la protección a la familia, el gobierno establece una nueva prestación de 2.500 euros por nacimiento o adopción de un hijo bajo la forma de un beneficio fiscal en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), excepto para los que no tengan derecho a él, para los que adquirirá la naturaleza de prestación de la Seguridad Social.

**Nuevas prestaciones para el nacimiento de un hijo y para el alquiler de viviendas.**

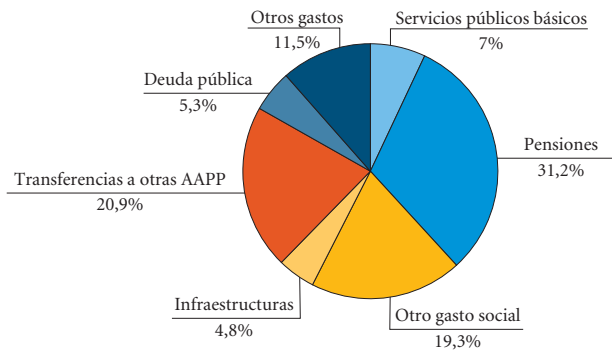
Otro punto novedoso es la política de la vivienda. La dotación para el acceso a la vivienda sube el 9,7%. Se potencia la vivienda protegida. Complementariamente, se fomenta el alquiler y como novedad se conceden 210 euros mensuales para el pago del alquiler a jóvenes ocupados con ingresos máximos de 22.000 euros brutos anuales, entre otras ayudas y deducciones fiscales.

Una partida importante es el desempleo, a la cual se le adjudican 15.777 millones de euros, el 5,0% del presupuesto. Este epígrafe experimenta una subida del 9,0% a consecuencia de unas mayores prestaciones y del aumento del número de beneficiarios, en parte debido al alto nivel de rotación en el empleo.

Dentro del gasto de carácter económico, la partida más importante son las infraestructuras. Su asignación presupuestaria sube el 5,9% hasta 15.084 millones de euros. El incremento se eleva hasta el 9,4% si se añaden las del sector público empresarial. Las inversiones en infraestructuras se enmarcan en la aplicación del Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte y el Plan Hidrológico Nacional, que son planes de actuación a medio largo plazo. Para nuevas infraestructuras de carreteras se dispone de 2.552 millones de euros. Además, la Sociedad Estatal de Infraestructuras del Transporte Terrestre realiza-

## EL GASTO SOCIAL SUPONE MÁS DE LA MITAD DEL PRESUPUESTO

Distribución de los gastos de los presupuestos del Estado consolidados para 2008 por políticas (operaciones no financieras más activos financieros, en porcentaje del total)



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

rá inversiones en carreteras por 1.197 millones de euros. En la red ferroviaria el Estado invertirá 1.647 millones de euros y las empresas públicas 5.125 millones más, especialmente en la red de alta velocidad. Por su parte, las inversiones hidrológicas ascenderán a 2.012 millones de euros por el Estado y 2.465 millones más a cargo de las Sociedades de Aguas.

El impulso a la I+D+i está definida como una prioridad política. Según los PGE-08, en efecto, la partida destinada a investigación, desarrollo e innovación civil sube el 17,4% hasta 7.679 millones de euros, aunque sólo supone el 2,4% del total. Junto con la I+D+i militar representa el 0,83% del PIB, que todavía queda sensiblemente por debajo del nivel de inversión de los países más desarrollados.

Por otra parte, los servicios públicos básicos experimentan una elevación del 12,6% hasta 22.044 millones de euros, el 7,0% del presupuesto. La partida que sube más es la política exterior, con un alza del 51,3%. La cuantía global de la Ayuda Oficial al Desarrollo alcanza el 0,5% del PIB. La seguridad ciudadana e

instituciones penitenciarias se eleva el 9,0%, justicia el 7,8% y defensa el 5,9%.

En el otro lado del balance presupuestario, está previsto que los ingresos aumenten el 8,7%, 7,9% los no financieros. De este modo, los ingresos consolidados crecen un poco más que los gastos y el conjunto de la economía, si bien experimentan una lógica desaceleración en relación con el año anterior.

La presión fiscal (impuestos directos, indirectos y cotizaciones sociales) en términos de presupuestos iniciales supone el 24,4% del PIB en 2008. Esto supone una décima menos que en los presupuestos iniciales de 2007, pero 4 décimas por encima de 2006.

En la recaudación impositiva el principal incremento en términos de presupuestos iniciales se debe a los impuestos directos y cotizaciones sociales, que suben el 8,1%. En relación con el avance de liquidación de 2007, el IRPF se eleva el 5,2%. En 2008 se notan ya intensamente los efectos de la reforma fiscal que entró en vigor en enero de 2007. Además de la ac-

**Notable impulso al gasto en I+D+i, si bien todavía se sitúa por debajo de los países más avanzados.**

**La presión fiscal prevista se coloca en un nivel similar a 2007, pero se halla por encima de hace unos años.**

**Superávit de las administraciones públicas en 2008 del 1,15% del PIB, un poco inferior al previsto para 2007.**

tualización, en un 2%, de la tarifa, en esta ocasión también se han deflactado los importes de los mínimos personal y familiar y de las reducciones por rendimientos del trabajo. El impuesto de sociedades aumenta el 6,2% respecto al avance de liquidación una vez entre en vigor una nueva reducción gradual del tipo impositivo. Las cotizaciones sociales ascienden el 7,5% como consecuencia del aumento del número de cotizantes y de las bases de cotización. Los impuestos indirectos se incrementan el 5,2%, menos que el PIB nominal, acusando la ralentización del consumo.

Formalmente, los PGE-08 muestran un superávit consolidado en términos de contabilidad nacional equivalente al 1,15% del PIB. Este resultado procede de excedentes de la Seguridad Social del 0,60% del PIB, del 0,30% de la Administración Central y del 0,25% de las Comunidades Autónomas. Este superávit previsto de las administraciones públicas sería inferior al anticipado para 2007, estimado en el 1,3% del PIB. De esta manera, la ratio de la deuda de las administraciones públicas en relación con el PIB continuaría reduciéndose hasta colocarse en el 34,3% del PIB, la cota más baja de los últimos 20 años.



## Ahorro y financiación

### Se frena la expansión del crédito

El euríbor a doce meses, referencia para numerosas clases de créditos, especialmente los hipotecarios, continuó elevándose en agosto hasta el 4,67%, anotando el nivel máximo desde diciembre del año 2000. En el último año el euríbor a doce meses subió 105 puntos básicos, transmitiendo un alza similar del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo. Dado que existe la expectativa de que éste aumente hasta el 4,25% en los próximos meses, y a consecuencia sobre todo de las tensiones producidas en el mercado interbancario por la crisis de las hipotecas *subprime* estadounidenses, el euríbor a doce meses probablemente todavía se elevará un poco en septiembre en promedio mensual. No obstante, posiblemente ya habrá tocado techo.

Como es habitual, las entidades crediticias han seguido trasladando los incrementos de los tipos de interés interbancarios a las operaciones con sus clientes con un poco de retraso. Así, el tipo de interés promedio de los préstamos y créditos con el sector privado se colocó en el 5,63% en julio, con un ascenso de 102 puntos básicos en relación con el mismo mes del año anterior. Dado que en el mismo periodo la tasa de inflación bajó en 1,8 puntos porcentuales, el aumento ha sido más significativo todavía en términos reales.

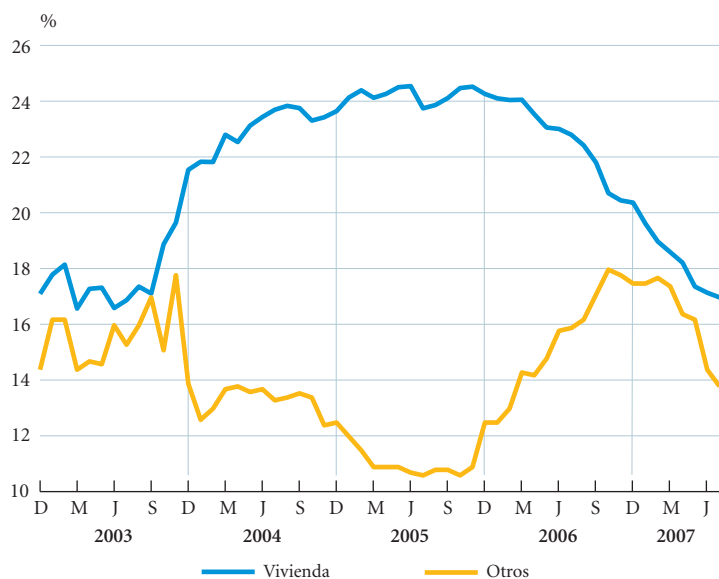
En este contexto, la financiación al sector privado continuó desacelerándose en julio, hasta presentar una tasa de variación interanual del 19,8%, 4,4 puntos menos que en diciembre de 2006. No obstante, todavía es un alto ritmo de crecimiento, muy

**El euríbor a doce meses probablemente toca techo en septiembre.**

**El crecimiento de la financiación al sector privado es muy superior al del conjunto de la eurozona.**

### SENSIBLE MODERACIÓN DE LA FINANCIACIÓN A LAS FAMILIAS

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



FUENTE: Banco de España.

**El impacto de las crisis por las hipotecas *subprime* probablemente acentuará la moderación de la financiación de las sociedades.**

superior al conjunto de la zona del euro, y refleja un notable dinamismo económico.

En lo que llevamos de año la mayor ralentización de la financiación ha sido experimentada por las empresas, que han pasado de un crecimiento anual del 27,9% en diciembre a uno del 22,7% en julio. Sin embargo, siguen presentando un mayor aumento interanual que los hogares. El impacto de la crisis en los mercados financieros internacionales desatada por las hipotecas *subprime* en Estados Unidos está dificultando la financiación de las empresas en los mercados de capitales, que había alcanzado una expansión espectacular, con lo que probablemente va a proseguir la moderación de la financiación de las sociedades.

El volumen de préstamos y créditos obtenido por las familias se elevó el 16,1% en los doce últimos meses hasta julio, 3,5 puntos porcentuales menos que en diciembre. Esta moderación ha sido debida sobre todo a la ralentización del crédito para la compra de viviendas. Los préstamos para esta finalidad han pasado a crecer en julio un 17,0% anual desde el 20,4% que presentaban al final del año pasado. Además de la subida de los tipos de interés, los elevados precios alcanzados por las

viviendas y recientemente un mayor rigor en la concesión de préstamos hipotecarios están ralentizando el crédito hipotecario.

En junio, con datos del Instituto Nacional de Estadística, el número de hipotecas constituidas descendió el 5,2% con relación al mismo mes del año anterior. En el conjunto del primer semestre el número de hipotecas registradas bajó el 1,7%. No obstante, el capital prestado en la primera mitad del año se elevó el 9,1% respecto al mismo periodo de 2006 al aumentar el importe medio por hipoteca el 11,1%.

Pero no únicamente se ralentizaron los préstamos para la adquisición de vivienda. El resto de préstamos, a pesar de las campañas comerciales para incentivar el crédito al consumo, experimentó una desaceleración similar en los últimos meses, como se puede apreciar en el gráfico anterior, en consonancia con la moderación del consumo.

Por otro lado, la subida de los tipos de interés en el último periodo se ha traducido en un ligero aumento de la morosidad. La tasa de dudosidad, es decir, el cociente entre el montante de créditos dudosos y el saldo del crédito total al sector privado del conjunto de las entidades se colocó en

**El número de hipotecas constituidas en el primer semestre cae el 1,7% en relación con el mismo periodo del año anterior.**

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Julio 2007

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	87.080	1.704	2,0	8.680	11,1	5,2
Deudores con garantía real (*)	1.023.880	100.904	10,9	178.182	21,1	61,0
Otros deudores a plazo	473.447	58.858	14,2	94.953	25,1	28,2
Deudores a la vista	35.223	1.110	3,3	4.747	15,6	2,1
Arrendamientos financieros	44.760	4.047	9,9	5.680	14,5	2,7
Créditos dudosos	13.184	2.325	21,4	2.654	25,2	0,8
<b>TOTAL</b>	<b>1.677.573</b>	<b>168.947</b>	<b>11,2</b>	<b>294.895</b>	<b>21,3</b>	<b>100,0</b>

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

el 0,79%. No obstante, se trata de un nivel bajo, que se sitúa cerca del mínimo histórico del 0,72% registrado al final de 2006.

### Ralentización del crecimiento de los depósitos bancarios

Los depósitos bancarios de las empresas y familias en las entidades de crédito también experimentaron una moderación en los últimos meses. Así, al final de julio mostraban un aumento del 20,8% respecto al mismo mes del año precedente, 4,5 puntos menos que al final del primer trimestre. El fuerte aumento de los depósitos en el último periodo ha sido estimulado por una considerable elevación de sus remuneraciones. El tipo de interés de los depósitos a plazo hasta un año superó la tasa de inflación anual en septiembre de 2006 y desde entonces se ha incrementado sensiblemente en términos reales.

La clase que ha experimentado un ascenso mayor en términos relativos fueron los de

moneda extranjera, impulsados por unos favorables diferenciales de tipos de interés. Sin embargo, sólo suponen el 3,7% del total. Los depósitos a plazo hasta dos años también han experimentado una fuerte expansión, favorecidos con el nuevo régimen fiscal del ahorro que eliminó la discriminación por plazos. En cambio, las cuentas a la vista y de ahorro únicamente aumentaron el 4,1% en los últimos doce meses, a causa de sus bajas retribuciones.

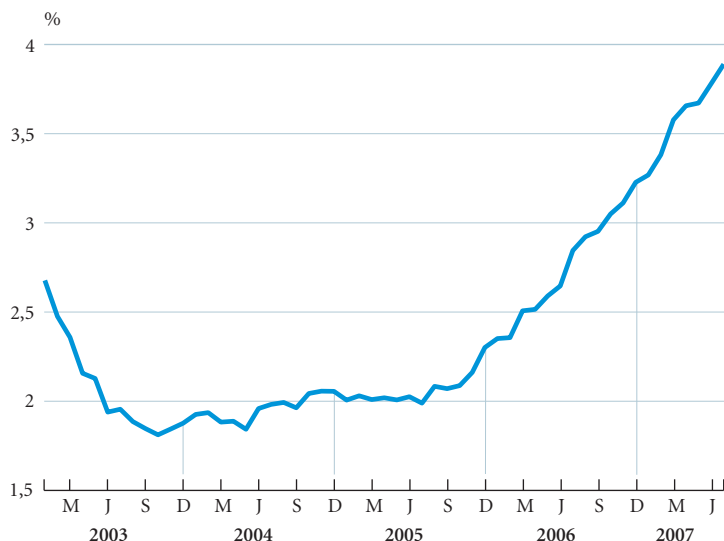
A pesar del fuerte aumento de los depósitos en los últimos meses, éste ha sido insuficiente para financiar el crecimiento de los créditos, por lo que las entidades financieras han debido recurrir sobre todo a la emisión de valores y a las titulizaciones. La crisis desatada por las *subprime* norteamericanas ha significado un contratiempo para esta vía de financiación, por lo que los depósitos han recobrado relevancia.

Los depósitos bancarios están representando una fuerte competencia para otros productos financieros de la cartera de las

**Fuerte aumento de las cuentas a plazo hasta dos años después de la entrada en vigor del nuevo régimen fiscal del ahorro.**

#### CONSIDERABLE AUMENTO DE LA RETRIBUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO

Tipo de interés efectivo de los depósitos a plazo hasta un año de los hogares (nuevas operaciones)



FUENTE: Banco de España.

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

Julio 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	435.986	-12.351	-2,8	17.186	4,1	35,0	
A plazo hasta 2 años	303.818	57.412	23,3	84.702	38,7	24,4	
A plazo a más de 2 años	381.258	48.409	14,5	84.883	28,6	30,6	
Cesiones temporales	80.052	-3.772	-4,5	10.283	14,7	6,4	
<b>Total</b>	<b>1.201.113</b>	<b>89.697</b>	<b>8,1</b>	<b>197.053</b>	<b>19,6</b>	<b>96,3</b>	
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>45.559</b>	<b>12.842</b>	<b>39,3</b>	<b>17.230</b>	<b>60,8</b>	<b>3,7</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.246.672</b>	<b>102.539</b>	<b>9,0</b>	<b>214.283</b>	<b>20,8</b>	<b>100,0</b>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**La rentabilidad anual media de los fondos de inversión en agosto dobla ampliamente a la inflación.**

familias, como los fondos de inversión. El patrimonio de la modalidad de los mobiliarios sufrió una bajada de 1.259 millones de euros en agosto, de acuerdo con cifras de la asociación de gestoras Inverco. Esta caída fue debida a las minusvalías que trajeron aparejadas las turbulencias en los mercados financieros, si bien también se registraron ventas netas de participaciones por 400 millones de euros. Las principales salidas de los fondos en agosto tuvieron lugar en los fondos globales y en la renta variable europea, mientras que se engrosaron los fondos de renta fija a corto plazo, más conservadores. Desde enero, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria ha aumentado el 0,7% hasta 256.081 millones de euros, gracias a las plusvalías obtenidas, ya que en los ocho primeros meses del año se registraron flujos negativos netos de participaciones por valor de 2.386 millones de euros.

**La crisis de las subprime no frena el crecimiento de los hedge funds españoles.**

A raíz de las convulsiones en los mercados financieros, la rentabilidad media de los fondos de inversión disminuyó en cierta medida en agosto. Con todo, el rendimiento promedio anual se situaba en el 5,0%, más del doble de la tasa de inflación. Los fondos emergentes encabezaban la clasificación con el 30,3%, segui-

dos de la renta nacional con el 21,8%. Sólo la renta variable japonesa presentaba pérdidas, del 5,4%.

En cuanto a los fondos de inversión libre, los *hedge funds*, que se colocaron en el ojo del huracán en el ámbito internacional en la crisis del verano, ésta no parece haber afectado su reciente andadura en el mercado español. Así, al final de agosto su patrimonio se situaba en 481 millones de euros, frente a 240 al final del primer semestre.

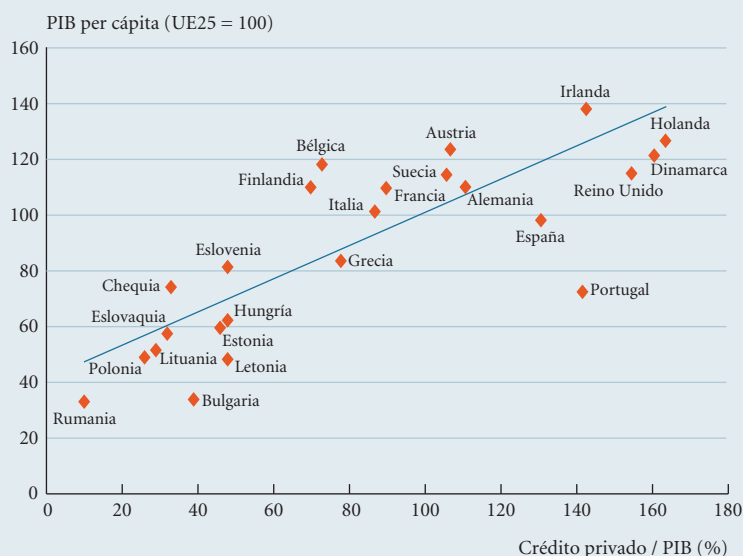
Por otra parte, otro instrumento financiero que goza del favor de los ahorradores son los seguros. En el primer semestre de 2007 las primas emitidas por el seguro directo se elevaron el 11,1% en relación con el mismo periodo del año anterior, hasta totalizar unos 28.700 millones de euros, según datos de ICEA. Las primas del ramo de vida fueron las más dinámicas, con un aumento del 18,9%, frente a un ascenso del 5,8% del resto. En este grupo los ramos más expansivos fueron los de salud y multirriesgos, que aumentaron sus primas el 9%. El ramo más importante por el volumen, el del automóvil, sólo subió el 3,6% debido a una intensificación de la competencia, que incidió en los precios de las primas.

**Vigorosa expansión de los seguros directos de vida en el primer semestre.**

## Desarrollo financiero en Europa Central y Oriental: clave para potenciar el crecimiento

El buen funcionamiento del sistema financiero es clave para el crecimiento económico, pues potencia la capacidad de ahorro de un país y facilita que las empresas inviertan en nuevas tecnologías o lleven a cabo proyectos de expansión. A principios de la década de los noventa, durante el periodo de transición de una economía planificada a una de mercado, los países de la Europa Central y Oriental (PECO) tendieron a privatizar y liberalizar su sistema financiero, a la vez que empezaron a modernizar el marco regulador, con el fin de hacerlo más competitivo. A continuación, se examina el nivel de madurez y desarrollo alcanzado por el sistema financiero de estas economías, apuntando cuál es su contribución al crecimiento y en qué aspectos puede mejorar su eficiencia y reducir sus riesgos.

### LOS SISTEMAS FINANCIEROS MÁS DESARROLLADOS ESTÁN EN LOS PAÍSES MÁS RICOS



FUENTES: Banco Mundial y Eurostat (datos para el 2005).

La contribución del sector financiero al crecimiento económico ha sido objeto de debate entre los economistas desde hace décadas. Mientras en 1988, por ejemplo, el premio Nobel Robert Lucas apuntaba que «el papel del sector financiero se exagera»,<sup>(1)</sup> ese mismo año el también laureado Merton Miller afirmaba que la proposición de que los mercados financieros contribuyen al crecimiento era una proposición demasiado obvia para merecer una discusión seria.<sup>(2)</sup> Aunque está claro que los sistemas financieros más desarrollados se encuentran en los países más ricos (véase el gráfico adjunto), la relación causal no lo está tanto. Por un lado, el desarrollo de los mismos puede ser el resultado de un aumento de la demanda de crédito generada por un aumento de la actividad económica. Pero, por otra parte, puede que una mayor capacidad del sector financiero de extender crédito genere una mayor actividad económica y, por consiguiente, un mayor crecimiento.

(1) Lucas, R. (1988). *On the mechanics of Economic Development*, Journal of Monetary Economics, pág. 6.

(2) Miller, M. (1988). *Financial Markets and Economic Growth*, Journal of Applied Corporate Finance, pág. 14.

Hoy en día numerosos estudios empíricos confirman la importancia del sector financiero para el crecimiento económico. Un estudio reciente de Bena y Jurajda para los países de la Unión Europea (UE) a 15 miembros muestra como la introducción del mercado único en 1992 benefició de manera especial a aquellas empresas de manufacturas situadas en países con sectores financieros más avanzados. En concreto, el estudio estima que el valor añadido de las empresas situadas en el país con el sector financiero más desarrollado, el Reino Unido, creció cerca de 3 puntos porcentuales más por año durante el decenio 1993-2003 de lo que hubiera crecido de contar con un sistema financiero de los menos desarrollados de la UE, como el de Grecia. Otras estimaciones, por ejemplo las de Levine y Zervos, implican que la tasa anual de crecimiento del producto interior bruto de los PECO podría ser un punto porcentual superior si el nivel de desarrollo de sus sistemas financieros fuera comparable al de los países de la UE-15.<sup>(3)</sup> Estas cifras dan una idea del potencial de apoyo al crecimiento que puede ofrecer a los PECO el desarrollo de sus sistemas financieros.

Ciertas características de estos países hacen que el desarrollo del sistema financiero sea especialmente importante. Por un lado, sus niveles de productividad tenderán a converger a los del resto de la unión. Para que este proceso se pueda llevar a cabo con éxito, la existencia de un sistema financiero que sea capaz de dar respuesta a las necesidades de inversión de las empresas en nuevas tecnologías es imprescindible. Por otro lado, el ingreso en el mercado común europeo también conlleva un importante aumento del comercio, como ya ha venido sucediendo durante los últimos años. Un sistema financiero que apoye a aquellas empresas que quieran internacionalizar su negocio es fundamental para maximizar su crecimiento y el de la economía en general.

#### INDICADORES DE MODERNIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Año 2005

	% de préstamos concedidos por bancos privados	% de préstamos concedidos por bancos extranjeros	Aplicación de la regulación de Basilea	Previsión de aplicar la regulación de Basilea II	Nivel de capitalización del sector bancario (*)
Bulgaria	99,6	78,0	✓	✓	15,3
República Checa	96,8	83,9	✓	✓	11,9
Estonia	100,0	99,3	✓	✓	11,7
Hungría	100,0	97,3	✓	✓	10,8
Letonia	94,5	62,8	✓	✓	10,1
Lituania	100,0	90,5	✓	✓	10,3
Polonia	79,5	69,2	✓	✓	14,5
Rumania	96,4	60,5	✓	✓	21,0
Eslovaquia	99,0	94,0	✓	✓	14,8
Eslovenia	...	31,9	✓	✓	10,5
<b>Media Europa Central y Oriental</b>	<b>96,2</b>	<b>81,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>13,1</b>
<b>Media UE-15</b>	<b>93,0</b>	<b>18,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>13,0</b>

NOTA: (\*) Ratio de capital (% activos) ajustado por riesgo utilizando las definiciones del Acuerdo de Basilea de 1988.

FUENTES: Banco Mundial, bancos centrales y elaboración propia.

(3) Bena, J., y Jurajda, S. (2007). *Financial Development and Growth in Direct Firm-Level Comparisons*. Centre for Economic Policy Research, Discussion Papers No. 6395; y Levine, R. y Zervos, S. (1998). *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, American Economic Review, vol. 88.

Para facilitar el desarrollo del sistema financiero, los PECO han efectuado una modernización sustancial de su marco regulador. Hasta la fecha se han llevado a cabo con éxito los procesos de privatización y liberalización del sector. Como muestra la tabla anterior, la casi totalidad de préstamos son extendidos por bancos privados que, en la mayoría de casos, son de propiedad extranjera. Además, todos los países ya siguen las pautas marcadas por el Acuerdo de Basilea de 1988, que garantiza que el sistema bancario esté suficientemente capitalizado. Asimismo, todos ellos también tienen previsto implementar el nuevo Acuerdo de Basilea que tiene como objetivo hacer el sistema financiero más transparente y seguro condicionando los requerimientos de capital al riesgo que cada entidad tome.

## INDICADORES DE EFICIENCIA BANCARIA E INSTITUCIONAL

Año 2005

	Desarrollo financiero	Eficiencia bancaria			Eficiencia institucional	
	Crédito privado (% PIB)	Margen de intermediación (**)	Gastos de explotación (**)	Créditos dudosos (% total)	Eficiencia del sistema legal (***)	Días para ejecutar una garantía contractual
Bulgaria	38,8	5,1	3,9	1,2	2,5	440
República Checa	33,1	3,0	1,8	4,3	3,5	820
Estonia	45,9	3,0	1,6	0,1	5,1	275
Hungría	48,0	3,4	2,9	2,8	4,2	335
Lituania	28,6	2,2	2,0	0,4	3,6	166
Letonia	48,3	3,0	2,2	0,4	3,8	240
Polonia	26,3	2,0	3,0	5,7	3,6	980
Rumania	10,1	4,0	4,8	8,3	3,1	335
Eslovaquia	31,7	2,5	2,0	2,1	3,6	565
Eslovenia	48,3	2,8	2,5	4,8	4,2	1.350
<b>Media Europa del Este</b>	<b>35,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>551</b>
<b>Media UE-15 (*)</b>	<b>116,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>5,3</b>	<b>416</b>

NOTAS: (\*) Excluyendo Luxemburgo.

(\*\*) Como porcentaje de activos que generan intereses.

(\*\*\*) Índice del 1 (más ineficiente) al 7 (más eficiente, neutral y transparente).

FUENTES: Banco Mundial, World Economic Forum, bancos centrales y elaboración propia.

Aunque sus sistemas financieros han rebajado sustancialmente los márgenes de intermediación y los gastos de explotación hasta llegar a niveles similares a los del resto de la Unión, aún existen dos áreas susceptibles de mejora. Primero, la eficiencia bancaria, que puede aumentar si los niveles de morosidad del crédito se siguen reduciendo al ritmo de los últimos años. Segundo, la eficiencia institucional, que también puede mejorar sustancialmente, en especial, en la seguridad jurídica y costes administrativos, aspectos fundamentales para que empresas e instituciones tengan un mayor acceso al crédito.

Sin duda, la modernización del sistema financiero de los países de la Europa del Este no sólo ha contribuido a su crecimiento económico durante los últimos años, sino que va a continuar haciéndolo durante las próximas décadas. Ahora bien, para sacar los máximos frutos del proceso de integración en la UE, la mejora de la eficiencia bancaria e institucional será clave.

## Publicaciones del Servicio de Estudios

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

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

Correo electrónico:

[publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica

### ■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versión inglesa del Informe Mensual

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2006

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

### ■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

### ■ "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](http://www.estudios.lacaixa.es)

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

Claudia Canals

#### 02/2006. Government Spending and Consumption-Hours Preferences

J. David López-Salido and Pau Rabanal

#### 03/2006. Outsourcing and your Collar's Color

Claudia Canals

#### 04/2006. The Employment of Older Workers

Maria Gutiérrez-Domènech

#### 05/2006. The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis

Claudia Canals and Marta Noguer

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

Pau Rabanal

#### 01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain

Maria Gutiérrez-Domènech

#### 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

#### 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

Octubre 2007

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Servicio de Estudios

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

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2006

### ACTIVIDAD FINANCIERA

Millones €

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

### PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

Empleados	25.241
Oficinas	5.186
Terminales de autoservicio	7.493
Tarjetas	9.007.335

### OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2007

Millones €

Sociales	256
Ciencia y medio ambiente	64
Culturales	54
Educativas	26
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>400</b>

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

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

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

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



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