

Informe Mensual



NÚMERO 307

¿Cuáles son los efectos de la política fiscal? Pág. 20

El debate sobre qué herramienta fiscal utilizar para aumentar el crecimiento y estabilizar el ciclo no está cerrado

Reglas de política fiscal: ¿útiles, factibles y creíbles? Pág. 42

Cómo controlar la tendencia del gasto público a crecer y a generar déficit

Cinco lecciones de una década de consolidación fiscal en Europa Pág. 31

Reflexiones sobre la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y otras medidas de rigor presupuestario

Los presupuestos de 2050 son de color gris Pág. 66

El progresivo envejecimiento de la población pesará enormemente sobre los presupuestos públicos del futuro

Previsiones

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

	2006	2007	2008	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL								
	Previsiones			Previsiones				
Producto interior bruto								
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	3,0	2,1	3,2	3,1	3,1	3,3	3,0
Zona del euro	2,9	2,5	2,1	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
Precios de consumo								
Estados Unidos	3,2	2,6	2,4	2,0	2,4	2,6	2,4	2,9
Japón	0,2	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,2
Reino Unido	2,3	2,4	2,1	2,7	2,9	2,6	1,8	2,2
Zona del euro	2,2	2,0	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	2,5
<i>Alemania</i>	1,7	2,0	2,0	1,4	1,8	1,8	2,1	2,5
<i>Francia</i>	1,7	1,3	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	1,8
ECONOMÍA ESPAÑOLA								
	Previsiones			Previsiones				
Agregados macroeconómicos								
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 Δ PIB)	5,1	4,7	3,6	5,3	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
Producto interior bruto	3,9	3,8	2,9	4,0	4,1	4,0	3,8	3,4
Otras variables								
Empleo	3,2	3,0	2,1	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,1	8,1	8,3	8,5	8,0	8,0	8,0
Índice de precios de consumo	3,5	2,6	3,1	2,6	2,4	2,4	2,4	3,4
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	1,5	0,9					
MERCADOS FINANCIEROS								
	Previsiones			Previsiones				
Tipos de interés internacionales								
Fed Funds	5,0	5,0	4,3	5,3	5,3	5,3	5,1	4,6
Repo BCE	2,8	3,9	4,0	3,3	3,6	3,8	4,0	4,0
Bonos EEUU 10 años	4,8	4,6	4,5	4,6	4,7	4,8	4,6	4,3
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,3	4,6	3,8	4,0	4,4	4,3	4,3
Obligaciones 10 años	3,8	4,3	4,7	3,8	4,1	4,4	4,4	4,4
Tipos de cambio								
\$/Euro	1,26	1,37	1,42	1,30	1,32	1,35	1,39	1,43

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 **Coyuntura internacional**
 - 8 Estados Unidos
 - 12 Japón
 - 14 Brasil
 - 16 Argentina
 - 18 Materias primas
- 20 *¿Cuáles son los efectos de la política fiscal?*
- 23 **Unión Europea**
 - 23 Zona del euro
 - 26 Alemania
 - 27 Francia
 - 28 Italia
 - 29 Reino Unido
- 31 *Cinco lecciones de una década de consolidación fiscal en Europa*
- 34 **Mercados financieros**
 - 34 Mercados monetarios y de capital
- 42 *Reglas de política fiscal: ¿útiles, factibles y creíbles?*
- 45 **Coyuntura española**
 - 45 Actividad económica
 - 50 Mercado de trabajo
 - 55 Precios
 - 60 Sector exterior
 - 64 Sector público
- 66 *Los presupuestos de 2050 son de color gris*
- 68 Ahorro y financiación

Qué hacer con el Estado

Como cualquier otra disciplina científica, la economía avanza descubriendo las limitaciones de las ideas anteriores. Y también aprendiendo qué parte de las conclusiones del pasado continúan siendo válidas en el presente. De todas formas, hay que reconocer que buena parte de los temas de política económica que se debaten hoy ya generaban polémica hace más de doscientos años, cuando la ciencia económica hacía sus primeros balbuceos. Estas idas y venidas revelan las dificultades que existen para extraer conclusiones firmes sobre asuntos sujetos a múltiples influencias y percibidos bajo muchos enfoques. Entre los temas que de forma más recurrente han tratado de resolver los pensadores de la ciencia económica se halla el papel del Estado en la economía, un asunto central en la organización de la sociedad.

El resultado no es excesivamente estimulante. Los mercantilistas creían que el gobierno generalmente beneficia a la economía, por lo menos cuando apoya a la producción interior destinada a la exportación. La doctrina posterior de Adam Smith certificaba el daño que la actuación del Estado era capaz de hacer al libre funcionamiento del mercado. Los keynesianos consideraron que el gobierno puede contribuir a mejorar los resultados económicos y que la intervención es buena. Los economistas de la «elección pública» están convencidos que el Estado suele estropear las cosas. Los partidarios de las «expectativas racionales» creen que a menudo la política económica es una especie de ilusión, que no puede hacer mucho para cambiar la realidad.

No es extraño, pues, que el papel del Estado en la economía siga sujeto a polémica. Apenas existen ya países en los que el Estado administre al cien por cien la economía. China, la estrella de las economías emergentes, fundamenta su fulgor en la progresiva retirada del Estado de la dirección de la economía. Pero en las economías avanzadas persiste el debate sobre el alcance del peso del sector público, la extensión de las políticas características de Estado del bienestar —educación, sanidad, vivienda, etc.— y la actuación del sector público en el ámbito de la política económica. Asuntos controvertidos que tienen que ver con cuestiones tan discutidas como las propuestas de rebajar impuestos, los efectos de la política fiscal, los impulsos proteccionistas en Europa o en Estados Unidos, qué debe y qué no debe subvencionar el presupuesto público, el grado de libertad de los parlamentos a la hora de confeccionar los presupuestos, la composición del gasto y el peso de los diferentes impuestos, etc.

El tamaño que debe alcanzar el Estado en términos de ingresos y gastos también sigue siendo objeto de debate, pero en general hay coincidencia en que los déficit públicos no son deseables. Antes, excepto en las épocas de guerra, los estados acostumbraban a equilibrar sus cuentas. Pero desde los setenta los déficit se convirtieron en prácticamente una constante, llegando en ocasiones a extremos desmesurados. La pretensión de salvar la caída de la demanda apretando el acelerador del gasto público se reveló errónea. Puede que en el corto plazo el impulso fiscal consiguiera empujar la actividad, pero este estímulo se acababa pagando caro, en inflación, asignación incorrecta de los recursos productivos o incluso en recesión. Esta constatación ha permitido afianzar la idea de que el excesivo déficit acaba dañando a la economía. Hoy, los parlamentos entienden el problema, a pesar del atractivo político que presenta elevar el gasto público. En la Unión Europea, el Tratado de Maastricht, a principios de los noventa, elevó la estabilidad presupuestaria de los distintos estados miembros a la categoría de cuestión de interés común. Las normas de política fiscal se han extendido y se considera que ayudan a mejorar los resultados de la economía. No se trata tanto del tamaño del Estado como de la ortodoxia de sus cuentas.

RESUMEN EJECUTIVO

Por un lado, los países emergentes crecen de forma notable, el petróleo y otras materias primas se disparan mientras que las bolsas y los beneficios empresariales escalan a máximos.

Por otro, la crisis inmobiliaria de Estados Unidos, derivada en crisis o turbulencia financiera, no amaina y plantea el riesgo de recesión.

En este contexto, el diagnóstico de la economía mundial es incierto, si bien cabe mantener un moderado optimismo.

¿Una economía dual?

¿Cómo está la economía mundial? Diagnóstico a la carta. ¿Queremos ser optimistas? Tomemos el fuerte crecimiento de los países emergentes, con China a la cabeza (más del 11%), seguida de India (9%) y Rusia (8%). Este grupo de países tira de la economía global y la mantiene en la etapa de expansión más intensa y prolongada desde los años setenta. Sumemos el precio del petróleo y otras materias primas; el barril bien podría alcanzar los 100 dólares antes de que finalice el año. ¿Problemas de oferta?, ¿de crisis geopolíticas? Sí, pero también un indiscutible tirón de la demanda. Añadamos el nuevo récord de inversión extranjera directa en 2006, año en el que los flujos crecieron casi un 40%. ¿Que el dato es muy retrasado? Pues tomemos las principales bolsas internacionales —excepto Japón— que se hallan en zona de máximos, con unas empresas que están ganando más dinero que nunca. ¿Hace falta explicitar la conclusión?

¿Que somos pesimistas por naturaleza? No hay problema. Vayamos al sector de la vivienda en Estados Unidos. Llanto y crujir de dientes. Las ventas caen, la actividad de edificación se frena y los precios retroceden. Y no se ve luz al final del túnel. Pocos esperan que el mercado se estabilice antes de unos cuantos meses. Se trata de una crisis que ya empieza a ser larga y que ha provocado una peligrosa sacudida en el sector financiero. La ingeniería aplicada en la dilución del riesgo de las hipotecas de baja calidad crediticia se ha desplomado en el momento en que ha aumentado la morosidad. La desconfianza ha hecho mella entre los inversores, han subido las primas de riesgo y las condiciones de crédito

se han endurecido. Los grandes bancos de inversión de Estados Unidos, y algunos de más allá, reconocen pérdidas cuantiosas. La economía americana pende de un hilo, ya que si la crisis se contagia al gasto de consumo privado, el resultado podría rozar la recesión. Un escenario en el que difícilmente podría prosperar el resto de la economía mundial.

¿Qué diagnóstico escoger? La economía mundial se encuentra en una encrucijada ciertamente delicada. ¿Serán capaces los emergentes de tirar de la economía mundial, incluso con una economía americana renqueante? Así lo cree el Fondo Monetario Internacional (FMI), en su análisis de otoño. La previsión de crecimiento mundial en 2008, del 4,8%, es apenas una décima menor que la efectuada en abril, si bien en julio la previsión se corrigió al alza hasta el 5,2%. Ello a pesar de que los economistas de Washington no esperan que Estados Unidos, la principal economía del planeta, crezca más allá del 1,9%. Los riesgos de esta previsión son claramente a la baja, sobre todo si el problema inmobiliario de Estados Unidos no se recompone antes de mediados del próximo año.

En definitiva, no es descabellado mantener un cauto optimismo, conscientes de los peligros que acechan. Buena parte de la confianza que se respira en los mercados se fundamenta en la actuación que se espera de los banqueros centrales. La Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, ya demostró, el pasado 18 de septiembre, que estaba dispuesta a acudir en defensa de la estabilidad del sistema financiero cuando recortó el tipo de interés de referencia en medio punto, hasta el 4,75%. Y no será el último recorte. Por su parte, el

Banco Central Europeo ha interrumpido *sine die* la escalada del tipo de referencia, ahora en el 4%. Todos los bancos centrales se han esforzado por facilitar liquidez en el mercado interbancario, en el que las entidades han manifestado una gran reticencia a prestarse entre sí, y donde más se nota la restricción crediticia.

En el caso de Estados Unidos, el precio a pagar por el salvamento efectuado por el banco central está siendo el desplome del dólar, especialmente frente al euro y al dólar canadiense. Esto es bueno para los exportadores estadounidenses, que con su actividad pueden contribuir a hacer más llevadero el retroceso inmobiliario. Además, la industria también se beneficia del hecho de que los consumidores no encuentren importaciones tan baratas y opten por consumir más producto nacional. De hecho, en los últimos meses, el enorme déficit de la balanza comercial de Estados Unidos con el exterior ha empezado a reducirse de forma clara.

Para la zona del euro, el problema es que buena parte del ajuste del dólar recae sobre la moneda propia. Hacia finales de octubre, el cambio frente al euro toca los 1,44 dólares y puede tener todavía recorrido a la baja. Ello contrasta con la relativa estabilidad de monedas de países beneficiarios del gran déficit exterior americano, como la china. Jean-Claude Juncker, el portavoz de los ministros de economía y finanzas de la eurozona, considera que no es de recibo que Europa tenga que cargar con las consecuencias de los desequilibrios globales. Detrás tiene a los empresarios manufactureros, cuyas ventas al exterior pierden competitividad a pasos agigantados. Pero la sangre no llega al río. Alemania, la gran potencia exportadora mundial, no parece afectada por la fortaleza de la moneda común y mantiene su ritmo de exportación. Por otra parte, una divisa fuerte representa un paraguas que protege algo de la subida de los precios de las materias primas. En los últimos meses, la subida del precio

del crudo corre paralela a la remontada del cambio euro-dólar.

Al final, el paisaje de la economía europea está dominado por una trayectoria de suave desaceleración del crecimiento, aunque todavía se percibe un fondo de fortaleza. Esto es válido, salvando los distintos grados de expansión, para Alemania, Francia y España, mientras que Italia se muestra más débil; el Reino Unido, por el contrario, está sorprendiendo por su fortaleza. El anuncio de que el producto interior bruto británico creció un 3,3% interanual en el tercer trimestre, batiendo al de por sí vigoroso 3,1% del segundo trimestre, barrió de un plumazo las especulaciones sobre el alcance de la desaceleración de la actividad. A pesar de que no se dispone del detalle por componentes, los indicadores permiten vaticinar que el consumo de los hogares ha sido, una vez más, el motor de la expansión de la actividad de las islas británicas.

Economía española: sigue la desaceleración

En el caso de la economía española, como se ha comentado, los indicadores que se van conociendo van en la dirección de una cierta pérdida de impulso. Existe consenso en que la desaceleración se prolongará a lo largo del próximo año; las discrepancias residen en el alcance de la misma. El FMI cree que el crecimiento se desacelerará hasta el 2,7% en 2008, frente a la previsión contenida en los presupuestos del Estado para el próximo ejercicio, 3,3%. Esta banda de previsión, en cualquier caso, da como resultado una economía que crece a un ritmo todavía considerable, cercano a su potencial.

Dos elementos son clave en esta evolución: la creación de empleo y el vigor de las empresas. El empleo, fuente principal de alimento de la renta familiar, puede pulsarse a través de la encuesta de población activa, que para el tercer trimestre de este año arroja una leve pérdida de ritmo. En dicho

La actuación de los bancos centrales ha provocado un notable retroceso del dólar que favorece la actividad americana...

...pero complica la situación de la economía europea, que todavía se muestra flexible, dentro de una tónica de leve moderación.

En España, la banda de previsiones de crecimiento para 2008 va del 2,7% al 3,3%.

La creación de empleo se mantiene a un ritmo anual del 3% y alcanza un total de 20,5 millones de personas con empleo, una parte creciente de las cuales son extranjeras.

La situación de las empresas sigue siendo buena, con una alta rentabilidad sobre recursos propios.

Los riesgos están en los eventuales efectos de la crisis hipotecaria estadounidense y en la subida del precio del petróleo, que puede afectar a la actividad y a los precios.

periodo, el número de personas con empleo aumentó en 143.300, frente al incremento de 202.500 en el mismo trimestre del año anterior. De todas formas, en los doce últimos meses hasta septiembre, se crearon 615.000 puestos de trabajo netos, hasta alcanzar la cifra de 20,51 millones, máximo histórico. Se trata de un aumento interanual del 3,1%, tres décimas menos que en el trimestre anterior. La mayor parte de esta creación de empleo correspondió a los servicios, que aumentaron sus filas en 544.500 ocupados en el último año, con una variación anual del 4,2%. La construcción elevó el nivel de su ocupación en 127.400 trabajadores, con un incremento anual del 4,9%, que, no obstante, presenta una acusada ralentización. La industria recortó ligeramente el empleo en los últimos doce meses, aunque a un menor ritmo que anteriormente. Finalmente, el sector agrario siguió perdiendo efectivos.

Los trabajadores extranjeros absorbieron más de la mitad del empleo creado en los doce últimos meses, el 53,4%, lo que explica que el flujo de entrada de extranjeros al país apenas se ralentice. De esta forma, el número de ocupados de nacionalidad extranjera subió hasta el 13,9% del total en dicho tercer trimestre. La participación de los trabajadores extranjeros se eleva ya hasta el 24,5% en la construcción, el 18,0% en la agricultura, el 12,6% en los servicios y el 9,1% en la industria.

El buen momento que todavía presenta el mercado laboral continúa atrayendo nuevos efectivos a la población activa, es decir, la ocupada o que busca activamente trabajo. Así, el número de trabajadores activos aumentó el 3,0% en los doce últimos meses. Al aumentar la población activa ligeramente más que el total de empleos creados en el trimestre, la tasa de paro ascendió levemente hasta el 8,0%, situándose cerca del mínimo del segundo trimestre y colocándose una décima por debajo del tercer trimestre del año anterior. En cambio, el paro de la población extranjera era

del 11,8%, casi un punto porcentual más que un año antes.

Por lo que se refiere a la situación de las empresas, los datos recopilados por la central de balances del Banco de España, correspondientes a la primera mitad de 2007, reflejan un panorama de buena salud. Las empresas siguen generando robustos excedentes, base para la expansión de la inversión y del empleo. En un entorno de fortaleza general se observan, no obstante, señales de desaceleración en algunos sectores, como la construcción, transportes y comunicaciones y el comercio; en cambio, la industria mostraba un gran vigor. La rentabilidad ordinaria del activo neto se colocó en un notable 8,0%, algo por encima de la media histórica. Con relación a los recursos propios, la rentabilidad ordinaria se situó en el 11,5%, casi un punto porcentual más que en el primer semestre de 2006.

Este panorama de desaceleración se halla ahora sujeto a los eventuales efectos indirectos de la crisis hipotecaria de los Estados Unidos. Ya antes de la misma, el crecimiento del crédito había empezado a frenarse ante la pérdida de pulso del sector inmobiliario. En todo caso, no existe restricción de crédito y la situación del sistema bancario español es de las más saneadas del continente. El peligro proviene más bien de los efectos de una eventual ralentización de la economía europea o mundial.

Otro riesgo lo constituye la trayectoria del precio del petróleo. Los máximos históricos de octubre de 2007 supondrán una intensa subida del índice de precios de consumo en los últimos meses del año, y complicarán la situación de determinadas ramas de actividad en una economía donde, por razones de competencia, no es fácil repercutir el aumento de los costes en el precio final.

29 de octubre de 2007

CRONOLOGÍA

2006

- 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 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.
- 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%.
- octubre 9** El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un récord histórico (14.164,5) con un alza del 13,7% en relación con el final del año 2006.
- 19** El Consejo Europeo acuerda la adopción del **Tratado de Lisboa**, que sustituiría a la Constitución Europea.
- 29** El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 89,74 dólares por barril. El **euro** cotiza a 1,439 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999. El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (15.738,1) con una ganancia acumulada del 11,3% con relación al final de diciembre de 2006.

AGENDA

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).

Diciembre

- 4** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 5** Índice de producción industrial (octubre).
- 6** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 14** IPC (noviembre). Balanza de pagos (septiembre). IPC armonizado de la UE (noviembre).
- 18** Encuesta de coste laboral (tercer trimestre). Ingresos y gastos del Estado (noviembre).
- 26** Precios industriales (noviembre). Comercio exterior (octubre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

El FMI reduce su previsión de crecimiento global para 2008 al 4,8%.

Los países emergentes sostienen el crecimiento mundial

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe de perspectivas de la economía mundial de octubre, rebajó sus previsiones de crecimiento para 2008 del 5,2% al 4,8%, debido principalmente a los efectos de la crisis inmobiliaria e hipotecaria de Estados Unidos. No obstante, la expansión mundial sigue siendo sólida gracias a los países emergentes, que muestran una mayor fortaleza macroeconómica y más estabilidad política que en anteriores ocasiones. China es por primera vez el principal contribuyente al crecimiento mundial.

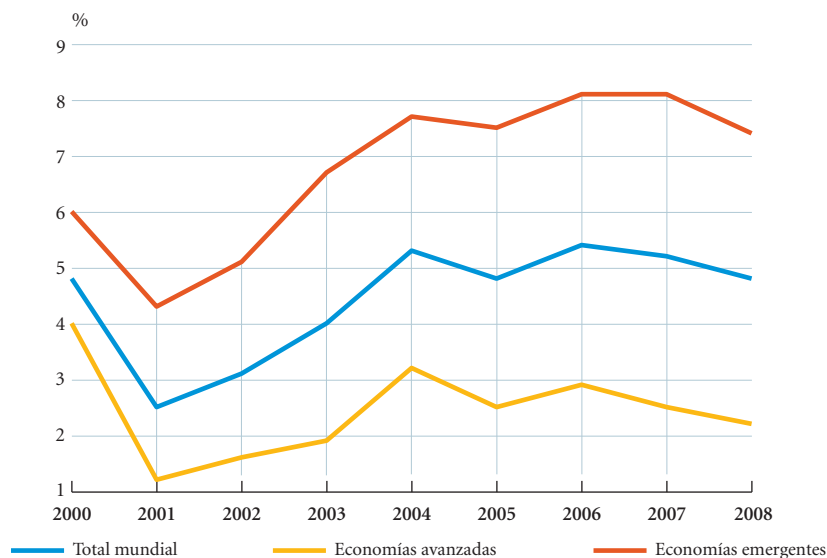
Las tendencias inflacionistas parecen controladas en las economías avanzadas, aun-

que se han producido repuntes en las economías emergentes, a causa de los precios de la alimentación, mientras que preocupa la trayectoria alcista de los precios de las materias primas.

Aumentan, empero, los riesgos a la baja para este escenario central. Un mayor deterioro de las condiciones de crédito, una mayor volatilidad en los mercados financieros, una persistencia de la debilidad del sector inmobiliario que afecte a los distintos sectores económicos y los desequilibrios globales, en especial la incapacidad para gestionar los flujos monetarios que éstos generan, reducirían el crecimiento. Sin embargo, el riesgo que supone un petróleo caro parece ahora menor que en el pasado.

EL CRECIMIENTO MUNDIAL ES SÓLIDO PERO LOS RIESGOS SON A LA BAJA

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: 2007 y 2008 son previsiones.
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje

	2005	2006	2007 (1)	2008 (1)
PIB				
Estados Unidos	3,1	2,9	1,9	1,9
Japón	1,9	2,2	2,0	1,7
Alemania	0,8	2,9	2,4	2,0
Francia	1,7	2,0	1,9	2,0
Italia	0,1	1,9	1,7	1,3
Reino Unido	1,8	2,8	3,1	2,3
España	3,6	3,9	3,7	2,7
Zona del euro	1,5	2,8	2,5	2,1
Economías avanzadas	2,5	2,9	2,5	2,2
Total mundial	4,8	5,4	5,2	4,8
<i>Países en desarrollo</i>	<i>7,5</i>	<i>8,1</i>	<i>8,1</i>	<i>7,4</i>
<i>América Latina</i>	<i>5,6</i>	<i>6,3</i>	<i>5,8</i>	<i>5,2</i>
<i>Europa del Este y Central</i>	<i>4,6</i>	<i>5,5</i>	<i>5,0</i>	<i>4,3</i>
<i>Rusia</i>	<i>6,4</i>	<i>6,7</i>	<i>7,0</i>	<i>6,5</i>
<i>China</i>	<i>10,4</i>	<i>11,1</i>	<i>11,5</i>	<i>10,0</i>
Precios al consumo				
Estados Unidos	3,4	3,2	2,7	2,3
Japón	-0,3	0,3	0,0	0,5
Alemania (2)	1,9	1,8	2,1	1,8
Francia (2)	1,9	1,9	1,6	1,8
Italia (2)	2,2	2,2	1,9	1,9
Reino Unido (2)	2,0	2,3	2,4	2,0
España (2)	3,4	3,6	2,5	2,8
Zona del euro (2)	2,2	2,2	2,0	2,0
Economías avanzadas	2,3	2,3	2,1	2,0
<i>Países en desarrollo</i>	<i>5,2</i>	<i>5,1</i>	<i>5,9</i>	<i>5,3</i>
Tasa de paro (3)				
Estados Unidos	5,1	4,6	4,7	5,7
Japón	4,4	4,1	4,0	4,0
Alemania	9,1	8,1	6,5	6,3
Francia	9,7	9,5	8,6	8,0
Italia	7,7	6,8	6,5	6,5
Reino Unido	4,8	5,4	5,4	5,4
España	9,2	8,5	8,1	8,2
Comercio mundial en volumen (4)	7,5	9,2	6,6	6,7
Precio del petróleo (\$/barril) (5)	41,3	20,5	6,6	9,5

NOTAS: (1) Previsiones de octubre 2007.

(2) Índice de precios de consumo armonizado.

(3) Porcentaje de población activa.

(4) Bienes y servicios.

(5) Media de precios spot de las calidades Brent, Dubai and West Texas Intermediate oil. El precio medio del petróleo en dólares por barril previsto es de 68,52 en 2007 y 75,00 en 2008.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

La previsión de crecimiento en EEUU para 2008 sufre una notable reducción hasta el 1,9%, pero las economías emergentes compensan.

El FMI cree necesaria una generalización de los beneficios de la globalización y la tecnología que reduzca las desigualdades.

En Estados Unidos, el endurecimiento del crédito puede tener consecuencias duraderas, con unos inversores más escépticos que antes.

Por áreas geográficas, Estados Unidos es donde más a la baja evolucionan las previsiones, con una rebaja del crecimiento para 2008 del 2,8% esperado en julio al 1,9% ahora. Este recorte es debido a las continuadas dificultades en el mercado inmobiliario que se espera intensifiquen el declive de la inversión en construcción. Precios energéticos más altos, precios de inmuebles a la baja y un mercado de trabajo que, aunque resistente, se está ralentizando, debilitarán el gasto de consumo. Los países que más ganan con el comercio con Estados Unidos, a saber, Canadá, México y Asia Oriental, también sufren revisiones a la baja.

En Japón, la proyección de crecimiento también se ha reducido del 2,6% al 2,0% para 2007 y del 2,0% al 1,7% para 2008 por la revisión bajista del producto interior bruto (PIB) del segundo trimestre, por la dependencia de un crecimiento global a la baja y por la apreciación del yen.

Para Europa, también se revisan a la baja las previsiones de casi todos los países. Alemania, después de crecer un 2,4% en 2007, reduce sus expectativas de avance del PIB para 2008 al 2,0%. La perspectiva de crecimiento para Francia e Italia en 2008 se rebaja al 2,0%.

En el frente inflacionista, el encarecimiento de los precios de la alimentación debe ser absorbido paulatinamente por la adaptación de la oferta, pero el proceso será largo y marcará tendencia en los índices, por lo que los bancos centrales, que normalmente se fijan en los componentes subyacentes para sus diagnósticos, deberán mirar más de cerca los índices generales. Las políticas monetarias estaban tendiendo a reducir los niveles de liquidez, pero han tenido que ser adaptadas al nuevo escenario de encarecimiento del riesgo de crédito.

Desde una perspectiva más a largo plazo, el FMI observa que el crecimiento de la

productividad de los últimos años se ha apoyado en una combinación de progreso tecnológico, creciente apertura comercial, libre circulación de capitales entre países y unos más robustos marcos macroeconómicos y sistemas financieros. Dicho esto, el crecimiento del comercio y la introducción de nuevas tecnologías han dejado atrás a amplios sectores de la sociedad y las desigualdades han aumentado de forma indeseable, no tanto entre países ricos y pobres sino en el seno de cada país. La respuesta, según el FMI, no está en reducir la tecnología o el comercio sino en mejorar los sistemas educativos, hacer los mercados de trabajo más eficientes y crear medidas de protección social que amortigüen el impacto del cambio económico sin obstruirlo.

Estados Unidos: un aterrizaje suave que puede ir para largo

Las andanzas de la actividad macroeconómica siempre pretenden dirigirse hacia los caminos que llevan al crecimiento y hacia los que llevan al control de los precios. Unas veces nos ocupamos más de lo uno y otras más de lo otro, y los últimos datos apuntan a que ahora es prioritario ocuparse del riesgo de menor crecimiento que del riesgo de presiones inflacionistas. El crecimiento bascula sobre las oportunidades de inversión que se presentan a los empresarios, o que éstos vislumbran, para la fabricación de bienes o la prestación de servicios de forma eficiente y sobre la capacidad de los consumidores para comprarlos.

Desde el año 2000, las oportunidades de inversión no parece que hayan sido muchas, cuando un ciclo excepcionalmente bueno de beneficios empresariales no ha conseguido animar a la inversión en equipo como lo hacía otras veces. Así, en el gráfico siguiente se observa que mientras en la segunda mitad de los años noventa, épo-

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB real	3,1	2,9	2,4	2,6	1,5	1,9	–	...	–
Ventas al por menor	6,6	6,2	5,4	5,0	3,4	4,0	3,7	3,8	5,0
Confianza del consumidor (1)	100,3	105,9	104,4	106,8	109,9	106,7	111,9	105,6	99,8
Producción industrial	3,2	4,0	5,1	3,5	2,5	1,7	1,7	1,6	1,9
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	53,8	50,9	50,8	55,2	53,8	52,9	52,0
Venta de viviendas unifamiliares	6,5	–18,0	–23,3	–21,9	–24,6	–20,1	–10,5	–21,2	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,7	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7
Precios de consumo	3,4	3,2	3,4	1,9	2,4	2,7	2,4	1,9	2,8
Balanza comercial (3)	–714,4	–758,5	–777,7	–758,5	–746,4	–731,5	–722,9	–712,9	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,6	5,2
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,6	81,9	79,3	78	78	76

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.

ca de la «nueva economía», el crecimiento de la inversión superaba al crecimiento de los beneficios, después de 2001 han sido siempre los buenos resultados empresariales los que han estado un paso por delante de la inversión en equipo y software.

La recuperación del sector inmobiliario también queda para más adelante, con unos precios que, según el índice Case-Schiller de Standard&Poor's, bajaron en julio un 4,5% interanual. Las viviendas vendidas también siguieron a la baja, retrocediendo en agosto un 12,8% y un 21,2% interanual para los inmuebles de segunda mano y los nuevos, respectivamente. Pero es la oferta donde más negras están las cosas últimamente, con unas viviendas iniciadas que en septiembre descendieron un 30,8% interanual.

La economía americana tiene, empero, sus fortalezas. En primer lugar, el ciclo de beneficios ha facilitado que las empresas estén relativamente poco apalancadas y, en segundo lugar, el mercado de trabajo

sigue dando muestras de vigor, lo que apoya al consumo. La constatación de todo ello, junto con las bajadas de tipos de interés de la Reserva Federal, hace que la economía de los Estados Unidos se aleje de cataclismos súbitos.

Se encara el aterrizaje suave, pero el problema radica en que se toca el suelo con suavidad, el rebote hacia arriba no existe y entonces la recuperación para 2008 podría ser también suave o retrasarse. La creación de empleo de los últimos doce meses hasta septiembre fue de 1.629.000 nuevos puestos de trabajo, lo que denota una desaceleración respecto a los 2.400.000 que se crearon en el mismo periodo del año anterior. Asimismo, la tasa de desempleo, pese a un tímido repunte, sigue en un bajo 4,7% de la población activa. En el mismo sentido se mueven también las ventas minoristas, que en septiembre aumentaron un 5,0% interanual.

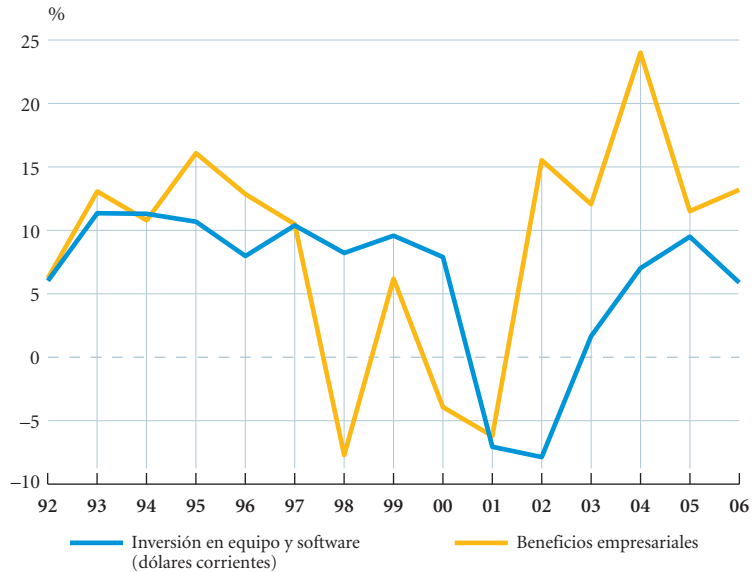
Por el lado de la oferta, la producción industrial continuó con su perfil bajo, cre-

El mercado inmobiliario sigue a la baja con unos precios que retroceden un 4,5%...

...pero el mercado de trabajo y las ventas minoristas sólo sufren desaceleraciones moderadas.

LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES NO ESTIMULAN LA INVERSIÓN COMO ANTES

Variación interanual



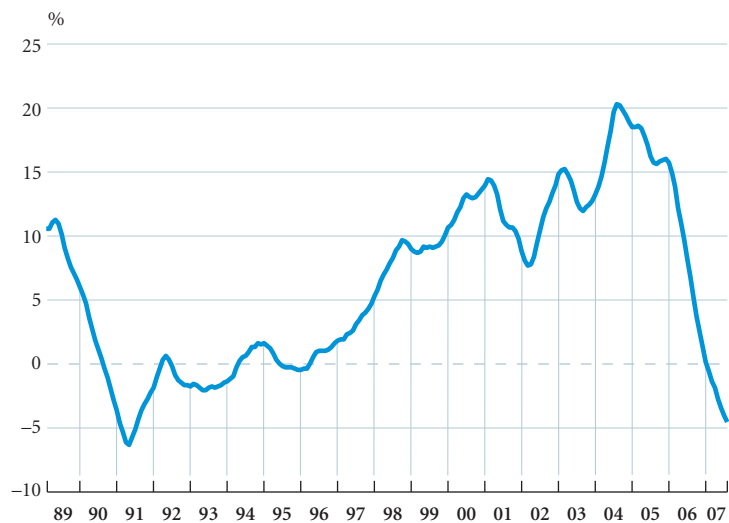
FUENTES: Bureau of Economic y elaboración propia.

ciendo en septiembre un tibio 1,9% interanual, en línea con lo visto durante la mayor parte de este ciclo expansivo. El sentimiento empresarial sigue un patrón muy

parecido al del mercado de trabajo. El índice de actividad del sector de manufacturas del Institute for Supply Management descendió ligeramente hasta el nivel

ESTADOS UNIDOS: BAJA EL PRECIO DE LOS INMUEBLES

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



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

de los 52,0 puntos mientras que el índice de servicios hizo lo mismo, con algo más de parsimonia si cabe, hasta el nivel de los 54,8 puntos. Estando ambos por encima del nivel de 50, donde se igualan quienes ven mejoras y quienes ven lo contrario, con los componentes de nuevos pedidos en niveles algo más altos y con los empleos repuntando al alza, la visión empresarial no percibe un riesgo inmediato.

Los riesgos inflacionistas quedan relegados a un segundo plano respecto a los de desaceleración del consumo. El índice de precios al consumo (IPC) repuntó en septiembre hasta avances del 2,8% interanual, pero no supone peligros inmediatos ya que el índice subyacente, que en Estados Unidos excluye del general la alimentación y la energía, repitió los avances del 2,1% del mes previo.

Sin embargo, el panorama inflacionista presenta sombras en el horizonte. Unos dicen que la globalización, permitiendo importar productos a bajo coste, ha actuado de freno de la inflación. En este

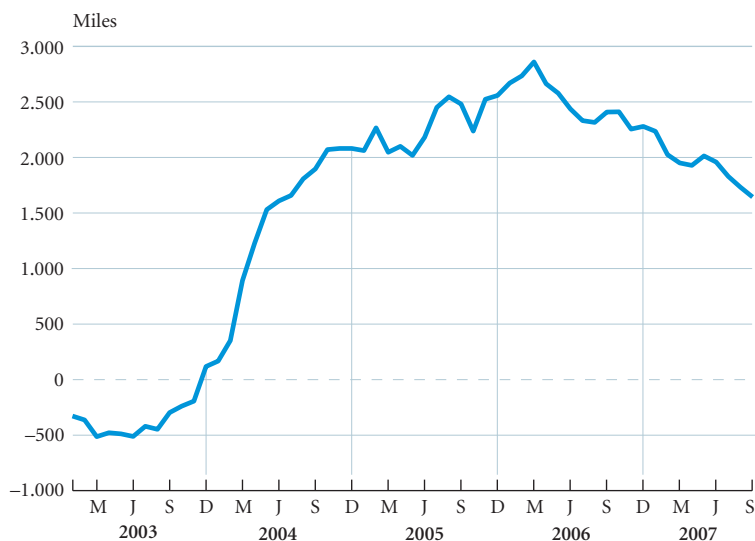
sentido, los incrementos de costes salariales en China, principal exportador mundial a Estados Unidos, y la depreciación del dólar hacen que este freno ya no lo sea tanto. Otros pueden pensar que el principal factor de contención de los precios ha estado en la disciplina de los bancos centrales, ayudados por los avances en la fabricación de equipos relacionados con las tecnologías de la información que han permitido hacer más con menos consiguiendo que el motor de la economía suba de vueltas sin recalentarse.

El problema es que los precios de la inversión en equipo, que equivale al 9,2% del PIB, subieron un 0,7% interanual en el segundo trimestre cuando a principios de 2000 bajaba más del 2,0%. En el caso de los bienes de consumo duradero, que son un 10,7% de la economía, la tendencia es también claramente al alza con unos precios que aún descienden pero mucho menos que antes. Todo ello, con los niveles de crecimiento actuales, no implica tanto que los precios puedan dispararse como una disminución del poten-

Los precios no son un problema inmediato pero importaciones y bienes tecnológicos menos baratos dan la señal de alerta.

ESTADOS UNIDOS: EL EMPLEO SE RALENTIZA CON PARSIMONIA

Empleos creados en los últimos 12 meses



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

LA TECNOLOGÍA YA NO ES TAN BARATA

Variación interanual de los precios de la inversión en equipo y software



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

El déficit comercial se corrige pero la estabilidad del dólar es una variable clave.

cial de crecimiento de la economía. Con ello, la capacidad de maniobra de la Reserva Federal, en su política de tipos de interés para apoyar consumo e inversión, quedaría reducida.

Bajo la égida de un dólar débil y de un consumo que se desacelera, el déficit comercial de bienes y servicios siguió corrigiendo y en septiembre fue de 57.586 millones de dólares, un 15% inferior al máximo de agosto de 2006. Un descenso que excluyendo el petróleo llega ya al 23%. Con las exportaciones manteniendo el ritmo de crecimiento y con las importaciones en franca desaceleración, el mayor riesgo aquí es que una intensificación de la depreciación del dólar llegue a dificultar la hasta el momento fácil financiación del déficit por cuenta corriente.

Japón: donde los cautos pagan por los pródigos

La vida es a menudo injusta, y los acontecimientos económicos no se sustraen a

esta realidad. La prueba de ello es que Japón, país prudente y ahorrador de los que ya no se encuentran, está entre los más afectados por los excesos de la frenética economía americana, con sus endeudados consumidores y sus hipotecas basura. Es paradójico que mientras la bolsa americana había recuperado a mediados de octubre la práctica totalidad del 9% cedido durante la crisis del crédito, el índice Nikkei de la bolsa de Tokio apenas ha recuperado tres cuartas partes del 16% que perdió.

La economía nipona sigue con una de las expansiones más largas de su historia reciente. Pero si bien los modestos ritmos de crecimiento son lógicos debido a la demografía decreciente, el problema principal radica en la gran dependencia de la demanda externa. En el segundo trimestre, el superávit exportador aportó dos tercios del crecimiento del 1,7% interanual que experimentó el PIB. La cosa no acaba aquí, ya que el avance de la inversión en equipo, el otro gran puntal de la actividad, depende casi en exclusiva de los

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
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	4,4	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	24,0	25,0	23,0	23,0	–	23,0	–
Viviendas iniciadas	3,9	4,5	–0,8	5,4	–1,9	–2,7	–23,4	–43,3	...
Tasa de paro (2)	4,4	4,1	4,1	4,0	4,0	3,8	3,6	3,8	...
Precios de consumo	–0,3	0,2	0,6	0,3	–0,1	–0,1	0,0	–0,2	...
Balanza comercial (3)	10,2	9,4	8,9	9,4	10,2	11,1	11,1	11,7	...
Tipo interbancario 3 meses (1)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	86,2	81,1	80,7	79,2	77,6	75,7	74,5	77,9	78,3

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. Promedio de 2000 = 100.

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

sectores dirigidos a la exportación. En este sentido, los pedidos de maquinaria de agosto se incrementaron en un 5,5% interanual, señalando una recuperación inversora. Pero mientras los originados por la demanda interna crecieron un magro 0,7%, los destinados al exterior avanzaron un 10,5%.

En los últimos años, el peso de las exportaciones hacia Estados Unidos, con relación al total de ventas al exterior, se ha reducido notablemente, pasando de un máximo del 38% a finales de los años ochenta al 23% de 2006. Sin embargo, este descenso se ha compensado con creces por las exportaciones redirigidas hacia China, Hong Kong y Corea del Sur, que a su vez también venden a Estados Unidos. Así, por efectos directos o indirectos sobre las exportaciones y la inversión, Japón presenta una dependencia del consumo privado americano mayor de lo que parece. Una intensificación de la desaceleración de éste último podría acabar con la duradera pero frágil expansión nipona.

Esta sincronización poco deseable se ve reforzada con la evolución reciente del mercado inmobiliario japonés que, pese a no haber experimentado las alzas de precios que han sido norma en otros países avanzados, también parece en estos momentos seguir la estela americana. En septiembre, aunque en el área de Tokio los precios presentaron aumentos del 7,5% interanual, las ventas de inmuebles descendieron un rotundo 32,3%. La situación en el lado de la oferta también fue de debilidad, con descenso del 43,3% interanual de las viviendas iniciadas en todo el país.

Por otra parte, el consumo interno siguió sin dar síntomas de vigor, con un índice de confianza que en el tercer trimestre descendió de 44,3 a 43,9 puntos, el nivel más bajo desde inicios de 2004. Las ventas minoristas de agosto repuntaron para ganar un modesto 0,5% interanual, pero las ventas de automóviles de septiembre perdieron el 4,9%. El problema es que aunque la tasa de paro, a pesar de las últimas subidas, está en un relativamente bajo 3,8% de la población activa, el mer-

Ante la atonía de la demanda interna, la dependencia del crecimiento en el exterior, especialmente de Estados Unidos, es alta.

JAPÓN: SIN LAS EXPORTACIONES, POCO CRECIMIENTO QUEDA

Contribución a la variación interanual del PIB



NOTA: Serie de ciclo-tendencia.

FUENTES: Instituto de la Economía Inmobiliaria de Japón y elaboración propia.

Los precios siguen bajando y el fin de la deflación se retrasa, pero las exportaciones siguen al alza.

cado de trabajo no logra estimular la demanda interna a causa del estancamiento de los salarios, una de las primeras cuestiones que Yasuo Fukuda, el nuevo primer ministro, debe abordar.

La situación en el frente de los precios sigue siendo fría, con un IPC que, en agosto, vio como el índice general descendía un 0,2% interanual mientras que el subyacente, que excluye los alimentos frescos pero incluye la energía, cedía un 0,1%. A su vez, el índice general de Tokio retrocedió en septiembre otro 0,1% interanual. El tantas veces anunciado final del largo periodo deflacionista sigue así retrasándose y sembrando dudas sobre la fortaleza de la economía.

Lo que no decepciona es el sector exterior, con un superávit comercial que en agosto llegó a los 1,4 billones de yenes, cerca de un 80% por encima del mismo mes del año anterior, fruto de una aceleración de las exportaciones y de una lenta

ralentización de las importaciones. En este sentido, la reciente apreciación del yen que, desde el inicio de los problemas del crédito en Estados Unidos, ha ganado un 5% respecto al dólar americano es un riesgo a tener en cuenta, aunque la capacidad de la industria para compensar estas apreciaciones de divisa con ganancias en competitividad ha sido de forma consistente uno de los puntos más sólidos de la economía del sol naciente.

Brasil sube un poco más

Una de las principales incógnitas de la crisis financiera de este verano radica en los efectos que puede tener sobre las economías emergentes. Si en otras épocas éstas eran un factor de riesgo, ahora actúan como soporte de la actividad global, con unas cuentas mucho más sólidas y equilibradas que en etapas anteriores. Brasil, a pesar del peso de los intereses de su deuda externa, es un buen ejemplo de ello,

con un PIB que creció un 5,6% interanual en el segundo trimestre y elevó así el tono de su ciclo expansivo. El consumo privado mantuvo el tono, creciendo un 5,7% y la inversión se aceleró con fuerza hasta avanzar un 13,8% interanual. Por su parte, el sector exterior vio como se relanzaban las exportaciones, que después de cierta ralentización renovaban su ímpetu y se incrementaban en un 13,0%, aunque con las importaciones manteniendo tasas de crecimiento cercanas al 19%. El con-

sumo público repuntó, pero siempre con ritmos de crecimiento inferiores a los del sector privado.

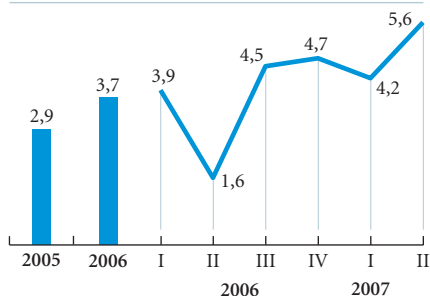
En los últimos indicadores de actividad, la producción industrial de agosto mantuvo el tono con un avance del 6,5% interanual, pero lo más significativo fue que la producción industrial de bienes de capital se incrementó en un 21,0%, con lo que se registra el cuarto trimestre consecutivo de crecimiento en la zona del 20% denotando el dina-

El crecimiento brasileño del 5,6% ya supera el objetivo gubernamental del 5%.

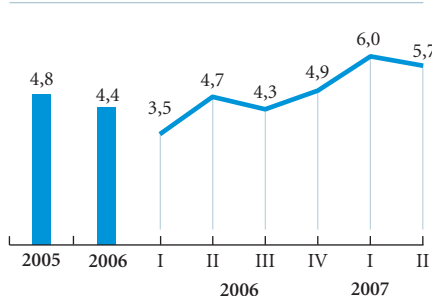
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

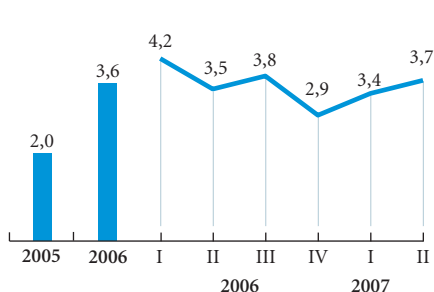
PIB



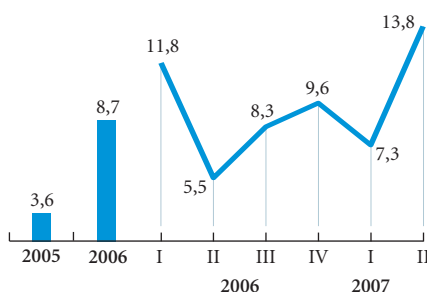
Consumo privado



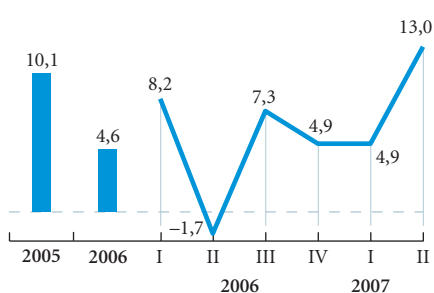
Consumo público



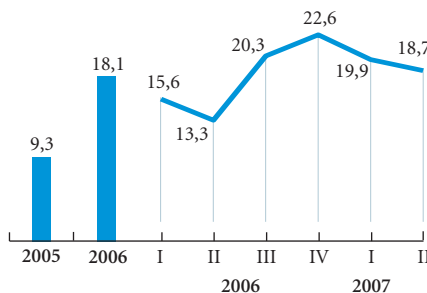
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

BRASIL: 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	Septiembre
PIB real	2,9	3,7	4,5	4,7	4,2	5,6	–	...	–
Producción industrial	3,1	2,8	2,8	3,2	3,8	5,7	6,9	6,5	...
Tasa de paro São Paulo (*)	17,0	15,9	16,0	14,3	15,2	15,6	15,0	15,0	...
Precios de consumo	6,9	4,2	3,8	3,1	3,0	3,3	3,7	4,2	4,1
Balanza comercial (**)	40,8	46,3	42,4	46,3	45,8	47,4	45,1	44,1	43,1
Tipo SELIC del banco central (***)	19,1	15,1	14,4	13,4	12,9	12,3	11,5	11,5	11,3
Reales por dólar	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	1,9	2,0	1,8

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

La inflación repunta hasta el 4,1%, pero el paro sigue cerca del 15%.

mismo inversor que domina en 2007. La demanda emuló la fuerza de la oferta, con unas ventas minoristas que en agosto crecieron un 9,9% interanual, con la venta de automóviles de septiembre avanzando al 19,8%.

La inflación siguió con su leve repunte y en septiembre los precios crecieron un 4,1% interanual, cifra que, a la vista de la reciente aceleración de la actividad, se antoja más bien moderada. Si bien el incremento de los precios mayoristas hasta el 6,9% apunta a nuevos aumentos en el índice general, los valores siguen muy por debajo de la norma de 2004, cuando la economía avanzaba con mayor lentitud. El tipo de cambio siguió apreciándose, pero sus efectos a corto plazo parece que son más de control de los precios que de pérdida de competitividad, ya que el punto de partida es el de una divisa barata. El saldo positivo de la balanza comercial de los doce meses hasta septiembre se redujo ligeramente hasta los 43.100 millones de dólares.

Dentro de este contexto benigno, el déficit del sector público de los últimos doce meses hasta agosto bajó hasta el 2,1% del PIB gracias a un mayor ahorro gubernamental y a una reducción relativa de los

intereses de la deuda. Pero la tasa de paro en el distrito de São Paulo siguió en agosto anclada en el 15,0% de la población activa, lo que supone un mantenimiento en niveles aún excesivamente altos en un país cuyos fuertes niveles de desigualdad económica suponen un lastre a largo plazo.

Argentina sigue a toda máquina

La expansión argentina mantiene su perfil alto, con un PIB que en el segundo trimestre del año creció un 8,7% interanual. El consumo privado, con avances similares, y en especial la inversión, que creció un 13,1%, siguieron siendo los principales soportes de la actividad mientras que el sector público interrumpió su repunte. Por su parte, el sector exterior estabilizó sus descensos, lo que no es poco a la vista de la fuerte demanda interna. Así, las exportaciones mantuvieron su ritmo de avance y crecieron al 8,1% aunque las importaciones siguieron avanzando a tasas cercanas al 20%.

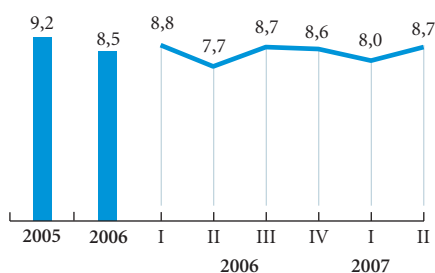
Los indicadores de demanda más recientes siguieron corroborando la fortaleza del actual ciclo expansivo. Las ventas mi-

Argentina crece al 8,7% gracias al consumo privado y en especial a la fuerza de la inversión.

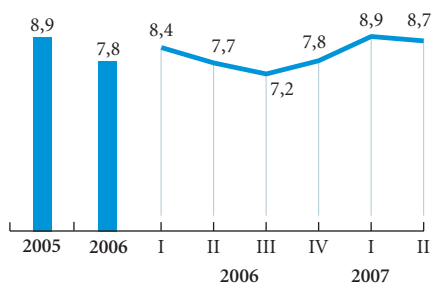
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ARGENTINA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

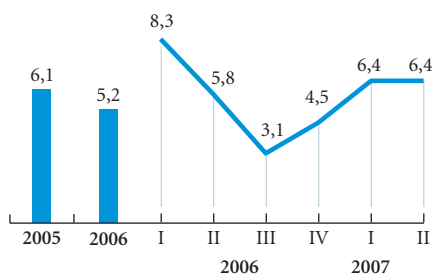
PIB



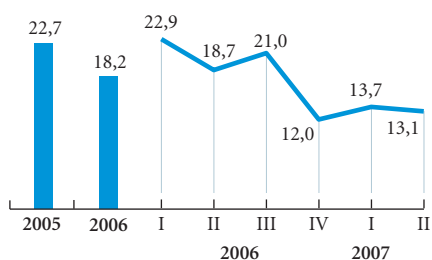
Consumo privado



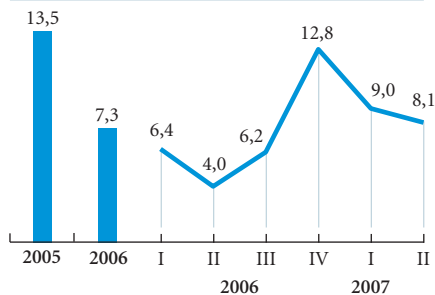
Consumo público



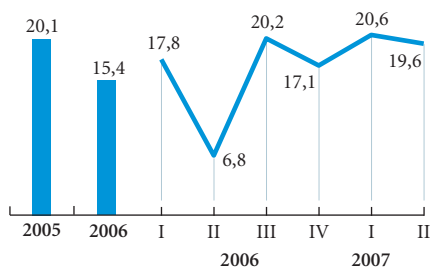
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

noristas de la región de Buenos Aires crecieron en agosto un 26,3% interanual y las ventas en grandes almacenes del mismo siguieron disparadas con un avance del 36,3%. La persistencia de las subidas ha hecho que, en términos reales, descontando la inflación, y tomando la media de los últimos doce meses, este indicador supere ya en un 5% los niveles máximos de 1999 previos a la crisis de 2002. La venta de automóviles de los últimos doce me-

ses hasta septiembre se incrementó en un 35% interanual, encaramándose hasta el 80% de su máximo histórico.

En el lado de la oferta las cosas no son tan aceleradas. La producción industrial se estancó en agosto, con la continuada debilidad del acero y con un sector químico en franco retroceso que contrasta con la fuerza del automóvil y de las industrias minerales. Por su parte, el Indicador Sin-

La demanda sigue creciendo con una intensidad notable y muchos indicadores superan ya los máximos previos a la crisis de 2002.

ARGENTINA: 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	Septiembre
PIB real	9,2	8,5	8,7	8,6	8,0	8,7	–	...	–
Producción industrial	7,6	7,3	9,5	6,2	5,7	3,3	–0,6	0,0	...
Tasa de paro (*)	11,6	10,2	10,2	8,7	9,8	8,5	–	...	–
Precios de consumo	9,6	10,9	10,6	10,1	9,5	8,8	8,6	8,7	8,6
Balanza comercial (**)	11,7	12,3	11,6	12,3	11,6	11,2	10,7	10,2	...
Tipo interbancario 3 meses (***)	6,2	9,9	10,2	10,5	9,7	9,4	12,1	12,9	12,8
Pesos por dólar	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,1

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

(***) Valor.

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

La producción industrial se estanca por la debilidad del acero y de la industria química.

tético de la Actividad de la Construcción de agosto se incrementó en un 5,9% interanual y el de actividad industrial repuntó con fuerza llegando a avances del 9,8%, que señalan una recuperación de la industria en los próximos meses.

La inflación del 8,6% de septiembre, alta en comparación con el resto de la región, constituye un riesgo persistente que puede agravarse a la vista de los precios globales de la alimentación y el petróleo y llegar a dañar la competitividad de las exportaciones, aunque el superávit comercial sigue estable. Los precios alimenticios en Argentina se aceleraron hasta el 12,3% y los mayoristas hicieron lo propio hasta crecer un 13,7%. Por su parte, la tasa de paro del segundo trimestre bajó hasta el 8,5% de la población activa, nivel todavía elevado no muy coherente con los actuales ritmos de crecimiento.

La inflación persiste en el 8,6% y alimentos y petróleo no ayudan, mientras que el paro es del 8,5%.

Materias primas: ¿dónde está el límite?

La evolución de las materias primas ha sido objeto de abundantes titulares en los últimos tiempos. A pesar de la volatilidad que es propia de estos mercados, la tendencia de fondo es de ascenso, aunque el movimiento parecía haberse detenido en ciertos momentos del mes de octubre.

Durante gran parte del mes de octubre, los mercados de materias primas se han visto dominados por la preocupación de que una demanda fuerte en 2008 no fuese capaz de verse satisfecha por una oferta con abundantes cuellos de botella. A esta lectura se le sumaban diferentes episodios de carácter más puntual como, por citar un ejemplo significativo, la incertidumbre geoestratégica que una hipotética incursión turca en la zona norte de Irak ha estado induciendo. Este movimiento al alza alcanzaba al petróleo –que anotaba máximos históricos por encima 89 dóla-

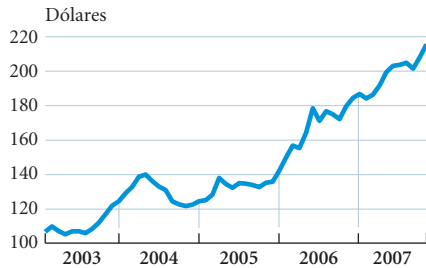
res por barril de calidad *Brent* y 92 dólares por barril de calidad *West Texas*, ambos para entregas a un mes— pero también a los metales (con el oro cerca de sus máxi-

mos en casi 30 años) y las materias primas agrícolas (con el trigo en máximos históricos y el café en sus cotas más altas desde 1999).

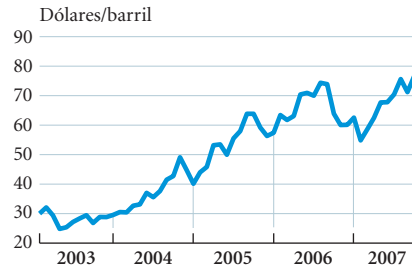
Las materias primas continúan su rally.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

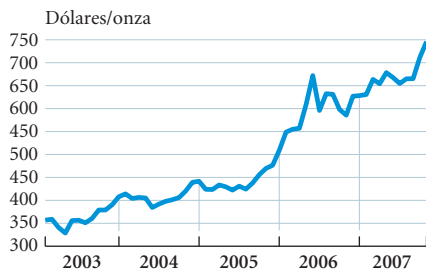
Índice «The Economist»



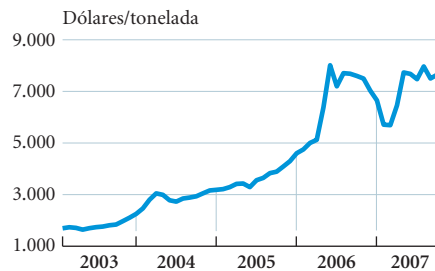
Petróleo Brent



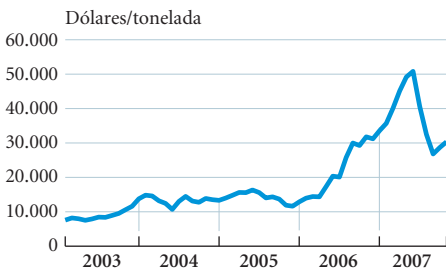
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
Índice «The Economist» en dólares (*)										
General	3,4	27,5	30,5	33,2	21,8	17,7	15,9	15,2	20,9	20,1
Alimentarias	-1,8	10,8	8,4	20,2	16,5	18,9	23,2	29,0	41,4	35,6
Industriales	9,8	46,1	55,5	46,5	26,9	17,0	10,1	4,4	4,7	7,3
<i>Agrícolas no alimentarias</i>	-2,4	12,4	12,7	2,0	4,5	3,1	2,1	6,0	15,6	21,9
<i>Metales</i>	16,6	62,0	76,2	66,2	36,2	21,8	12,7	4,0	1,6	3,4
Índice «The Economist» en euros (*)										
	3,3	26,0	25,0	22,7	11,6	9,8	6,9	8,0	11,2	6,7
Petróleo (**)										
Dólares/barril	55,3	66,4	71,0	61,0	58,7	68,7	75,8	71,3	76,7	82,2
Tasa de variación	45,5	20,1	14,3	5,6	-6,7	-2,6	1,7	-3,6	19,8	36,6
Oro										
Dólares/onza	445,3	604,4	621,7	614,2	649,6	667,8	665,9	666,1	712,3	754,6
Tasa de variación	8,7	35,7	41,3	26,4	17,2	6,4	5,2	5,4	19,0	28,7

NOTAS: (*) Tasa de variación interanual.

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

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

¿Cuáles son los efectos de la política fiscal?

Una de las preguntas clásicas en economía, y en especial desde la Gran Depresión de 1929, es cuál debería ser el papel de la política fiscal para tratar de estabilizar el ciclo económico. Los principales instrumentos a los que tiene acceso la autoridad fiscal de un país son dos: el gasto público en el que incurre y los impuestos que recauda para financiar su actividad económica. En este recuadro examinamos cuál de las dos herramientas es más efectiva para aumentar el crecimiento de un país y estabilizar el ciclo económico. Como veremos, es difícil encontrar un consenso tanto a nivel teórico como empírico sobre qué herramienta utilizar.

Imaginemos una economía que crece anualmente a una tasa del 3%. De pronto, por cualquier motivo, el ritmo de crecimiento se ralentiza. ¿Qué debería hacer el gobierno? Keynes lo tendría claro: un aumento del gasto público estimula la economía a través de lo que se conoce como *efecto multiplicador*: Cuando el gobierno incrementa el gasto público crece el empleo, ya sea directamente contratando a más trabajadores, o indirectamente comprando o subcontratando a proveedores. Este empleo adicional provoca un impulso adicional de la demanda que a su vez crea más empleo. El resultado final es que un euro adicional de gasto público hace crecer el Producto Interior Bruto (PIB) en más de un euro. Sin embargo, un incremento del gasto público también puede tener efectos negativos sobre el crecimiento, con lo que es posible que en la práctica el multiplicador sea menor, o incluso negativo. Un incremento del gasto suele ir asociado a un incremento de la deuda del gobierno y de los tipos de interés a largo plazo, con lo que se reduce la inversión privada. Además, incrementos del gasto público reducen la demanda privada si el gobierno ofrece bienes y servicios públicos que sustituyen al consumo privado. Por último, si se incrementa el gasto público, los agentes privados pueden anticipar que van

a tener que pagar más impuestos en el futuro, y ello les puede llevar a incrementar el ahorro y reducir el consumo privado en el presente.

Es por ello que los economistas menos keynesianos lo tienen también claro, y proponen políticas fiscales de oferta para estimular el crecimiento. Dichas políticas conllevan una reducción de impuestos, que mejoran las decisiones de oferta laboral y de ahorro de los hogares. Por tanto, se ponen más factores de producción capital y trabajo a disposición de la economía, y se aumenta la producción. Además, una bajada de impuestos aumenta la capacidad de gasto del sector privado. Una tercera vía consiste en proponer que el gobierno debería actuar solamente a través de los llamados *estabilizadores automáticos* de la economía: por ejemplo, si un país se halla en la parte bajista del ciclo económico es probable que aumente la tasa de desempleo, y por tanto se disminuyan los ingresos (por menores cotizaciones sociales y recaudación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas) y se aumente el gasto (por ejemplo, los subsidios de desempleo). Es decir, se incurre en un déficit automático que suaviza el ciclo económico.

Tanto los partidarios de las políticas de oferta como de demanda suelen argumentar que éstas se pagan por sí solas: al estimular el crecimiento, se aumenta la recaudación impositiva y se cierra el déficit con facilidad. El mayor problema con el enfoque keynesiano parece ser que, en la práctica, los aumentos del gasto público de carácter transitorio se convierten en permanentes. Por otro lado, se suele reconocer que las políticas de oferta tienden a aumentar la desigualdad social.

A fin de saber cuál es el efecto agregado de los impulsos fiscales, es importante cuantificar todos estos canales, que operan en distintas direcciones. Cuando nos movemos al terreno empírico, los resultados varían mucho dependiendo de la metodología que se utilice, puesto que hay varios problemas asociados a la medición del impulso fiscal. El primero es la secuencia temporal de un impulso fiscal. Por ejemplo, no es lo mismo un incremento del gasto público que vaya acompañado simultáneamente de un incremento de los impuestos, que un incremento del gasto que se produce hoy, se financia mediante la emisión de deuda, y se deja para el futuro el incremento de los impuestos. Es decir, no es lo mismo un incremento del gasto manteniendo el déficit fiscal constante, que un incremento del gasto aumentando el déficit y la deuda del gobierno. El segundo problema es que es difícil distinguir incrementos de gasto público puros de los que se derivan de los llamados estabilizadores automáticos. Un tercer problema es la medición del efecto de las diferentes categorías de gasto público, ya que no tiene el mismo efecto el gasto corriente que la inversión, y en el caso de los EEUU, el gasto destinado a fines militares que el gasto civil, por ejemplo.

En la siguiente tabla presentamos los efectos estimados por varios economistas de incrementar el gasto público o disminuir los impuestos. Según el estudio de Henry *et al.* (2004), el efecto multiplicador es siempre más alto para un incremento del gasto público que en el caso de una reducción de impuestos: incrementar el gasto es más efectivo. Un multiplicador mayor que uno significa que por cada euro invertido en gasto público, el PIB aumenta en más de un euro. En términos cuantitativos, puede observarse que es en Estados Unidos donde la política fiscal tiene un efecto más fuerte, mientras que en el Reino Unido tiene un efecto más débil, mientras que España ocupa un puesto intermedio. Por otro lado, el estudio de Mountford y Uhlig (2005), que usa datos de EEUU, obtiene resultados muy diferentes y sugiere que la herramienta más poderosa de política fiscal es la reducción de impuestos, mientras que el aumento del gasto apenas tiene efectos y, además, éstos se vuelven negativos a muy largo plazo (no se incluye en la tabla). Ello está en consonancia con el estudio realizado por los catedráticos de la Universidad de Berkeley, David y Christina Romer, que sugiere que una reducción de los impuestos que reduzca la recaudación en un punto porcentual del PIB aumenta el PIB en tres puntos porcentua-

les.⁽¹⁾ Con esta ágil respuesta del PIB, una bajada de impuestos se financia a sí misma, puesto que al aumentar el PIB en el futuro, aumenta la recaudación.

En resumen, el debate sobre qué herramienta fiscal utilizar para aumentar el crecimiento y estabilizar el ciclo no está cerrado. Hay varios efectos a tener en cuenta cuando el gobierno aumenta el gasto o disminuye los impuestos, con resultados finales distintos. Las diferencias entre países posiblemente reflejen condiciones distintas. Por ejemplo, no es lo mismo aumentar el déficit cuando el nivel de deuda es bajo que cuando éste es excesivamente elevado, ya que en el segundo caso el incremento del tipo de interés va a ser mayor, deprimiendo la demanda privada. Del mismo modo, no tiene el mismo efecto aumentar los impuestos cuando éstos son bajos, que cuando la tasa media impositiva de la economía ya es elevada y tiene un importante efecto de distorsión. Por ello, las condiciones de cada país (por ejemplo, el nivel de deuda sobre el PIB, la distribución de la renta, y las distintas elasticidades de la economía) se deben examinar con cautela a la hora de decidir qué instrumento es el más efectivo.

LOS EFECTOS DE LA POLÍTICA FISCAL: LA EVIDENCIA NO ESTÁ CLARA

Estudio	País	Multiplicador			
		Gasto		Impuestos	
		Efecto	Horizonte	Efecto	Horizonte
Henry, Hernández de Cos y Momigliano (2004)	Alemania	1,2	1 año	0,6	1 año
		1,2	2 años	0,9	2 años
	Zona del Euro	1,1	1 año	0,3	1 año
		1,6	2 años	0,6	2 años
	Reino Unido	0,8	1 año	0,2	1 año
		0,5	2 años	0,3	2 años
	EEUU	1,9	1 año	1,0	1 año
		2,2	2 años	1,4	2 años
España	1,2	1 año	0,5	1 año	
	1,5	2 años	1,0	2 años	
Mountford y Uhlig (2005)	EEUU	0,4	1 año	0,2	1 año
		0,2	3 años	3,2	3 años
De Castro y Hernández de Cos (2006)	España	1,3	1 año	–	–
		1,0	3 años	–	–

NOTA: Los efectos están normalizados para que se puedan comparar. La columna «Gasto» se refiere a un incremento del gasto público del 1 por ciento del PIB. La columna «Impuestos» se refiere a una reducción de impuestos que provoque una caída inicial de la recaudación equivalente al 1 por ciento del PIB.

(1) Véase Romer, C. and D. Romer, «The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks,» Documento de Trabajo del NBER No. 13264. Cambridge, Massachusetts, Estados Unidos.

Zona del euro: niebla en el horizonte

A veces se critica que el análisis de coyuntura presente el defecto de lo que, en términos coloquiales, se denomina «conducir mirando por el retrovisor». Es decir, que dado que los datos se van conociendo con cierto retardo, el diagnóstico adolece de falta de actualidad. Esta tesis no reviste tintes alarmantes cuando la carretera se presenta despejada, es decir, cuando no se está cerca de una inflexión del ciclo, pero es más preocupante si la incertidumbre crece, como en la situación actual. En el momento presente, la principal preocupación radica en saber si los efectos de la crisis de las hipotecas *subprime* –y del ajuste de la construcción y el inmobiliario norteamericanos, por extensión– van a afectar de forma intensa a la economía de la eurozona. Por ello, seguidamente se van

a combinar ambas visiones, la actual, que emana de los últimos datos, y un análisis de carácter más prospectivo.

Por tanto, ¿qué nos dice «el retrovisor»? Los datos referidos al tercer trimestre de 2007 abundan en el diagnóstico de que la actividad en dicho periodo se recupera del bache relativo del segundo trimestre, pero sin abandonar la senda de la desaceleración económica. Así, la ralentización del segundo trimestre, debida a un comportamiento peor de lo esperado de la inversión (especialmente en construcción) y al estancamiento del consumo, va a dar paso a una cierta recomposición de la actividad.

En términos generales, los indicadores de consumo mantienen una tónica de debilidad pero en cambio la inversión ha re-

Los datos actuales de la eurozona confirman que aunque la desaceleración prosigue, su intensidad es moderada.

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	Septiembre
PIB	1,6	2,9	2,9	3,3	3,2	2,5	–	...	–
Ventas al por menor	1,2	2,1	2,4	2,3	1,7	1,0	1,5	1,0	...
Confianza del consumidor (*)	–14	–9,0	–8	–7	–5	–2	–2	–4	–5
Producción industrial	1,3	4,0	4,1	4,0	3,9	2,7	3,9	4,4	...
Sentimiento económico (*)	97,9	106,9	108,2	109,9	110,0	111,6	111,0	109,9	107,1
Tasa de paro (**)	8,6	7,9	7,8	7,6	7,2	7,0	6,9	6,9	...
Precios de consumo	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1
Balanza comercial (***)	42,1	–10,4	–21,6	–13,1	–0,9	15,6	25,9	32,5	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	2,2	3,4	3,1	3,4	3,7	3,9	4,2	4,3	4,7
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.

El consumo sigue en una fase de cierta apatía, pero la inversión puede estar reviviendo.

montado en parte el vuelo. Así, la cifra de ventas minoristas del mes de agosto (avance del 1,0% interanual) apenas es mejor que el promedio del segundo trimestre. Adicionalmente, la confianza del consumidor ha cedido un par de puntos en el tercer trimestre. Aunque el mantenimiento de la tasa de paro en el 6,9% en agosto podría ayudar a mejorar el tono del gasto de las familias, la inflación, que se ha acelerado hasta el 2,1% interanual en septiembre, desde el 1,7% de agosto, podría actuar en contra. Dado que el tensionamiento de la inflación se debe exclusivamente al componente energético y que, vista la situación de los precios del petróleo, esta rúbrica seguirá acelerándose en meses venideros, la merma de la capacidad adquisitiva en términos reales del consumidor va a continuar.

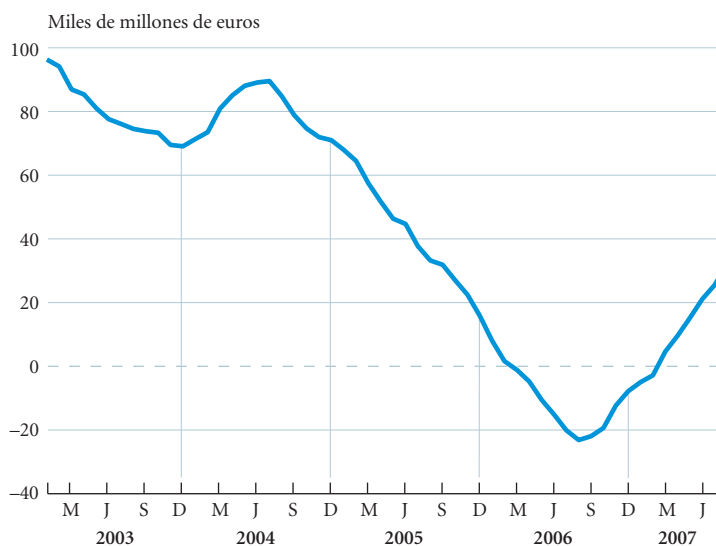
Frente a esta tesitura complicada del consumo, un indicador clave de la formación bruta de capital fijo, el componente de bienes de inversión de la producción industrial, saltó en julio y agosto a la zona de crecimiento interanual del 7%, batiendo

do el 4,7% del promedio del segundo trimestre. Desde la perspectiva de la oferta, lo más reseñable es que la producción industrial creció en agosto un 4,4% interanual, sumando un ascenso de dos puntos porcentuales respecto a junio, un movimiento al alza no esperado.

El último foco de atención es el sector exterior. Su importancia hasta la fecha como sostén de la actividad ha sido importante. Por ello preocupaba la fuerte apreciación del euro que, en términos de cambio efectivo nominal, se ha revalorizado un 2,2% interanual hasta agosto. A pesar de esta pérdida de competitividad internacional, las exportaciones de la eurozona siguen exhibiendo un dinamismo notable. En agosto, las ventas al exterior crecieron un 13% interanual, excelente registro que consolida el ritmo de crecimiento de meses precedentes. El dinamismo más moderado de las importaciones permite, a su vez, que el superávit comercial siga ampliándose, situándose en agosto en los 32.500 millones de euros en acumulado de doce meses. Un año atrás la

EL SECTOR EXTERIOR APOYA LA EXPANSIÓN DE LA ECONOMÍA DE LA EUROZONA

Balanza comercial, saldo acumulado de 12 meses



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

situación era de déficit comercial por valor de 21.900 millones de euros.

Este es el panorama presente, pero ¿qué nos espera más adelante? Para pasar de los datos actuales al futuro próximo disponemos de varias vías. La primera, conocer lo que piensan los analistas, incluyendo los organismos internacionales. En este sentido, tanto el último informe de Perspectivas Económicas del Fondo Monetario Internacional (FMI) como la previsión de crecimiento trimestral de la Comisión Europea apuntan a una segunda mitad de 2007 y un principio de 2008 en suave desaceleración. El Fondo, por ejemplo, apunta que este año la eurozona crecerá un 2,5% y un 2,1% el próximo 2008.

Un segundo ejercicio que ofrece pistas sobre el futuro es la comparación del actual episodio de turbulencias financieras con otros similares. En el informe del FMI comentado anteriormente se realiza un análisis de este tipo. Los resultados apuntan a que el impacto en términos de crecimiento —vía moderación de inversión y consu-

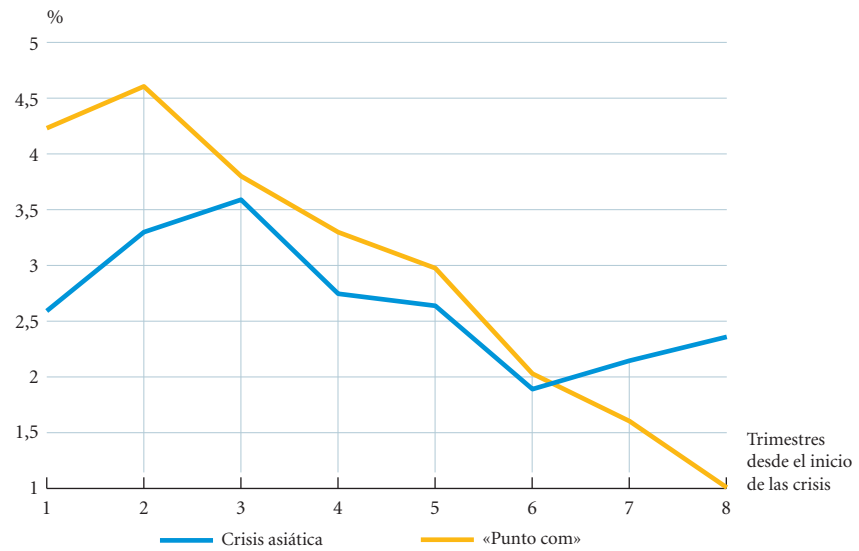
mo— puede ser relativamente bajo. Comparando cuatro crisis anteriores (el crack de 1987, la crisis rusa de 1998, la burbuja tecnológica de 2000 y la crisis del 11 de septiembre de 2001) se constata que sólo el pinchazo de las «punto com» de 2000 afectó sensiblemente a la actividad en Estados Unidos y al resto de países industrializados. El tipo de crisis fue una desaceleración rápida del crecimiento y de cierta magnitud seguida de un rebote también rápido.

Finalmente, la tercera opción habitual es simular el *shock* en un modelo macroeconómico. La Comisión Europea realizó recientemente una simulación del efecto de un «aterrizaje brusco» de Estados Unidos en la eurozona. Los cuatro canales por los cuales una desaceleración de Estados Unidos impacta en Europa son el menor dinamismo exportador, el descenso de los beneficios empresariales de las multinacionales europeas con actividad en Estados Unidos, la dilución del «efecto riqueza» por el ajuste bursátil y la caída de la confianza de empresarios y consumido-

El futuro preocupa, pero la experiencia apunta a que el descalabro económico es poco probable.

CRECIMIENTO DE LA EUROZONA TRAS DOS CRISIS FINANCIERAS

Crecimiento interanual del PIB de la eurozona durante los siguientes dos años al estallido de las crisis



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Alemania disfruta de una situación económica positiva.

La mejoría de la inversión en equipo y de la actividad industrial, rasgos destacados del tercer trimestre.

res. En definitiva, y suponiendo que Estados Unidos crezca del orden de un punto porcentual menos en 2008 debido a la crisis financiera, la zona del euro crecería aproximadamente medio punto menos. Cabe señalar que el ejercicio de la Comisión no analizaba específicamente la crisis hipotecaria sino una ralentización genérica. Pero significativamente, la revisión del propio Fondo de sus perspectivas de julio de 2007 anota un descenso de sus previsiones para 2008 de 0,9 puntos porcentuales para Estados Unidos y de 0,4 puntos porcentuales para Europa. En definitiva, con el mejor conocimiento disponible, el horizonte futuro para Europa es de un ajuste que, aunque relativamente moderado, no será insignificante.

Alemania: apacible otoño, ¿borrasca en primavera?

El otoño ha arrancado de forma apacible en Alemania. Con unas temperaturas suaves, lo climático se antoja una metáfora de lo económico. Porque actualmente

Alemania también disfruta de un momento económico benigno. Aunque los datos se refieren al final del verano (igualmente suave desde el punto de vista meteorológico), el único borrón apreciable en la coyuntura germana lo detenta el consumo, que no acaba de arrancar. Así, la caída de un 2,0% interanual de las ventas al por menor seguido de un descenso de cerca de tres puntos de la confianza del consumidor, nos recuerdan que el gasto de los hogares no acaba de recuperarse.

Por el contrario, la tendencia alcista del componente de bienes de equipo de la producción industrial hasta agosto apunta a que la inversión en equipo puede estar en cierta recuperación (no así la de construcción, que parece seguir flaqueando). Por lo que se refiere a la demanda externa, el buen momento exportador se mantiene. En agosto, las exportaciones crecieron un 12,5% interanual, lo que combinado con un dinamismo menor de las importaciones (avance interanual del 9,7%) facilitó que el superávit comercial germano alcanzase los 191.400 millones

LA INVERSIÓN EN EQUIPO REMONTA EL VUELO EN ALEMANIA

Variación interanual de la media móvil de 3 meses del componente de bienes de equipo de la producción industrial



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007		2007		
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
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	–1,0	–1,9	–0,9	–2,0	...
Producción industrial	2,8	6,0	6,7	6,3	7,6	5,2	4,6	5,2	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	105,3	107,0	107,5	108,0	106,4	105,8	104,2
Tasa de paro (**)	11,7	10,8	10,6	10,1	9,4	9,2	9,0	8,9	8,8
Precios de consumo	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,8	1,8	2,0	2,4
Balanza comercial (***)	156,3	153,1	148,3	158,1	168,4	179,8	188,1	191,4	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

de euros en saldo acumulado de doce meses.

Los buenos datos se repiten en el ámbito de la oferta. La producción industrial repuntó en agosto, hasta el 5,2% interanual, un movimiento al alza inesperado. Aunque tanto el indicador IFO de actividad empresarial (caída hasta los 103,9 puntos en octubre) como los pedidos industriales (desaceleración de dos puntos porcentuales en agosto, hasta el 5,1% interanual) sugieren que la actividad industrial moderará sus registros en los meses venideros, se trata indudablemente de un registro positivo.

Por lo que se refiere a otros equilibrios básicos de la economía, cabe destacar que la inflación germana no ha escapado al efecto del petróleo en máximos históricos. El índice de precios de consumo (IPC) se situó en septiembre en el 2,4% interanual (2,0% en agosto), resultado principalmente de la aportación de la energía. Este movimiento alcista lo replicaron otros precios significativos como los de producción. La tasa de paro, por su parte, se redujo una décima en septiembre, situándose en el 8,8% de la población activa.

Todos estos indicadores nos recuerdan que la bonanza económica continúa. La cuestión es hasta cuándo. En este sentido, el gobierno ha rebajado su previsión de crecimiento para 2008 al 2,0% –hasta la fecha se manejaba un 2,4%–. Del nuevo cuadro macroeconómico se desprende que este ajuste se debe, en cierta medida, a las consecuencias del temporal financiero de las hipotecas *subprime*.

Francia: nudo supergordiano

A diferencia de Alejandro Magno y el nudo gordiano, el gobierno galo difícilmente podrá optar por un golpe de espada para solventar de un tajo todos sus problemas económicos. En el frente estructural, un intento de reforma parcial de las pensiones ha topado con una amplia huelga del transporte colectivo. En el coyuntural, la bonanza europea está pasando en gran medida de largo para Francia. La solución del ejecutivo francés ha sido apostar por la expansión fiscal en unos presupuestos que tratan de garantizar un crecimiento superior al 2% para 2008. Aunque es cierto que el gasto corriente se contiene, la rebaja fiscal apro-

El gobierno rebaja sus previsiones de crecimiento para 2008.

El presupuesto francés para 2008 es globalmente expansivo, priorizando revitalizar una economía en horas bajas.

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	Septiembre
PIB	1,7	2,2	2,1	2,1	1,9	1,3	–	...	–
Consumo de los hogares	3,2	2,7	2,8	2,8	3,5	2,7	4,4	3,6	...
Producción industrial	0,2	0,9	0,5	0,6	1,0	0,4	3,3	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	1,5
Balanza comercial (**)	–1,3	–2,2	–2,3	–2,3	–2,3	–2,5	–2,6	–2,6	...

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 dinamismo del consumo sigue siendo insuficiente para relanzar la actividad.

bada el pasado verano más que compensa este esfuerzo. Por ello, el ajuste fiscal en términos de déficit público es mínimo, ya que se pasará de un desequilibrio del 2,4% del producto interior bruto (PIB) en 2007 a uno del 2,3% en 2008.

La necesidad de dar impulso a la actividad no se antoja descabellada si se atiende a la evolución renqueante del segundo y tercer trimestres. Así, y ciñéndonos a los últimos indicadores, el consumo está faltando de brío, la producción industrial se frena y la mejora del sector exterior es moderada. Si bien la primera de estas tendencias no es sustancialmente diferente a la experimentada en otras grandes economías de la eurozona, la coyuntura gala sí se aleja del patrón europeo en los otros dos frentes.

Concretamente, el puntal tradicional de los últimos ejercicios, el consumo de los hogares, combina una recuperación puntual hasta agosto y un notable deterioro de la confianza de los consumidores hasta septiembre. Tomados conjuntamente, ambos indicadores abundan en que el papel motor de esta variable puede ser limitado para el futuro próximo. Por su parte, el principal indicador de oferta, la producción industrial, creció en agosto un 2,6%

interanual. Aunque no es un mal registro, habida cuenta de los magros resultados en gran parte de 2007, representa una cierta desaceleración respecto al 3,3% de julio. Finalmente, el progreso de las exportaciones (crecen del orden del 6% interanual en julio y agosto) se ve compensado por el tirón importador, de manera que el déficit comercial sigue sin reducirse en los últimos meses.

En esta tesitura, la escasez de tensiones inflacionistas –el IPC creció en septiembre un 1,5% interanual– y la remisión del paro (cuya tasa se situó en el 8,0% en julio) representan un cierto alivio para un panorama económico insospechadamente sombrío dado el contexto de expansión económica europea.

Italia: finanzas públicas en discusión

Toma y daca sobre el déficit público. El ministro de economía Tommaso Padoa-Schioppa considera que con el proyecto de presupuesto de 2008 en la mano –que sitúa el déficit público en el 2,2% del PIB– se puede afirmar que la mejora es apreciable, ya que se reduce el 2,4% previsto para 2007. Pero Mario Draghi, el gobernador del Banco de Italia, discrepa.

En Italia, enfrentamiento entre el gobierno y el Banco de Italia respecto al esfuerzo de consolidación fiscal.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB	0,2	1,9	1,6	2,8	2,3	1,8	–	...	–
Ventas al por menor	0,4	1,2	1,6	1,0	1,0	0,1	0,1	...	...
Producción industrial	–0,8	2,6	1,6	3,7	1,2	0,6	0,7	1,4	...
Tasa de paro (*)	7,7	6,8	6,6	6,4	6,2	6,0	...	–	...
Precios de consumo	1,9	2,1	2,2	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7
Balanza comercial (**)	8,2	7,0	7,8	10,8	15,7	13,2	–12,7	–11,6	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

A su juicio, la velocidad del ajuste es insuficiente y su composición errónea. En su último Boletín Mensual, el Banco de Italia consideraba que la falta de contención del gasto corriente es el problema de las finanzas públicas transalpinas. En el fondo, probablemente, la coyuntura italiana, con un ritmo de actividad escaso y unos equilibrios políticos delicados, no da para más ambición.

Los datos actuales avalan este diagnóstico. Desde la perspectiva de la demanda, el crecimiento del 0,1% interanual de las ventas al por menor (sin cambio respecto al promedio del segundo trimestre) y el mantenimiento de la confianza del consumidor en el nivel de los 19 puntos negativos hasta septiembre, confirman que el gasto de las familias sigue débil. Apenas mejor es la evolución de los indicadores de oferta. La producción industrial remontó hasta el 1,4% interanual en agosto (0,7% en julio), gracias al mejor tono exportador, pero la consolidación de la tendencia está lejos de poder considerarse como una realidad.

Ciertamente, la inflación se está comportando satisfactoriamente, toda vez que la aceleración en septiembre, hasta el 1,7% interanual, es moderada en comparación

con la acaecida en otros países europeos. Y también cabe señalar como factor positivo que la tasa de paro se situó en el segundo trimestre en el 6,0%, el mejor registro en los quince años que se compila la estadística. Pero si se tuviese que realzar un rasgo principal, éste sería la paulatina desaceleración de la actividad, que tiene su mejor reflejo en el hecho de que el indicador de sentimiento económico, que aproxima el tono general de la actividad económica, ha retrocedido cuatro puntos en el tercer trimestre.

Reino Unido: sorpresa positiva en el crecimiento

De un plumazo las especulaciones sobre el alcance de la desaceleración económica en el Reino Unido han quedado disipadas. Sencillamente, no existe. En el tercer trimestre, cuando se esperaba una cierta ralentización, el crecimiento del PIB sorprendió con un crecimiento del 3,3% interanual, batiendo al de por sí vigoroso 3,1% del segundo trimestre. A pesar de que no se dispone de detalle por componentes, los indicadores permiten vaticinar que el consumo de los hogares ha sido, una vez más, el motor de la expansión británica.

La senda de desaceleración va a continuar en los meses venideros.

El crecimiento británico en el tercer trimestre, del 3,3% interanual, sorprende por su fortaleza.

El gasto de los hogares se erige como bastión de la expansión económica del Reino Unido.

Así, el sorprendente vigor de las ventas al por menor (crecieron un 6,2% interanual en septiembre y un 5,1% en el conjunto del tercer trimestre, batiendo el 3,9% del segundo trimestre) demuestra que el consumo sigue tirando. El repunte de las matriculaciones de automóviles en el tercer trimestre abunda en que el hipotético tensionamiento del crédito todavía no se está notando en los bolsillos de los consumidores. Aunque el futuro se muestra más incierto, algunos analistas esperan que la mejora de los salarios compense en gran medida el endurecimiento del crédito.

Los restantes indicadores mensuales confirman un escenario de notable actividad económica. En particular, el indicador de sentimiento económico lleva dos meses

consecutivos –agosto y septiembre– al alza, en gran medida debido a la mejoría que experimenta el componente de servicios. La industria se encuentra en una tónica menos expansiva (su crecimiento fue de sólo el 0,7% interanual en agosto), pero incluso en este frente los indicadores avanzados, como los pedidos industriales, apuntan a cierta mejoría.

Especialmente favorable se antoja la evolución de los precios y de la tasa de paro. Con la imagen de máximos anuales superiores al 3% todavía en la retina, el IPC se situó en septiembre en un moderado 1,7% interanual, consolidando el registro de agosto. Igualmente positiva es la senda de la tasa de paro, que repitió en septiembre en el 2,6% de la población activa, en zona de mínimos históricos.

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	Septiembre
PIB	1,8	2,8	3,0	3,2	3,1	3,1	–	3,3	–
Ventas al por menor	1,9	3,0	3,5	3,6	4,3	3,9	4,2	4,8	6,2
Producción industrial	–2,0	0,0	0,5	0,9	–0,1	0,7	0,9	0,7	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,9	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6
Precios de consumo	2,0	2,3	2,4	2,7	2,9	2,6	1,9	1,7	1,7
Balanza comercial (**)	–64,9	–74,1	–75,3	–77,0	–78,1	–80,0	–81,7	–81,9	–75,4
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,1	4,8	5,1	5,3	5,6	6,0	6,0	6,7
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.

Cinco lecciones de una década de consolidación fiscal en Europa

En 1995, cuando la transición hacia la Unión Económica y Monetaria iba tomando carta de naturaleza, la preocupación invadía a los ciudadanos alemanes. ¿Iban a sustituir supreciado *Deutschemark*, bastión de la estabilidad macroeconómica, por el nonato euro, una moneda para ser compartida con países con un dudoso historial de rigor presupuestario, como los del denominado «Club Med» (Italia, España, Portugal y Grecia)? Theo Waigel, en noviembre de ese año, impulsaba lo que poco después sería el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es decir, un compromiso que reforzaba la lucha contra el déficit público que ya figuraba en el Tratado de Maastricht. El objetivo del Pacto era alcanzar el equilibrio presupuestario a medio plazo, incurriendo los países incumplidores en el riesgo de ser sancionados. Poco más de una década después, ¿se han demostrado fundados los temores germanos? ¿Han exhibido una preocupante tendencia al descontrol fiscal los países del «Club Med»? ¿Podemos extraer algunas conclusiones sobre cómo consolidar fiscalmente con éxito? Reflexionando sobre estas cuestiones, derivamos cinco lecciones relevantes.

1. El rigor presupuestario no es exclusivo del Norte

Entre 1996 y 2006, los países que ofrecieron el mejor resultado en términos de ajuste fiscal fueron nórdicos (Finlandia, Dinamarca y Suecia) y mediterráneos (España y Grecia, si bien este último país todavía está en números rojos). Todos ellos han mejorado su saldo público en el equivalente a cinco puntos porcentuales del producto interior bruto (PIB) o más. Alemania, en cambio, sólo exhibe una consolidación fiscal de 1,6 puntos porcentuales en términos de PIB. Ciertamente, Italia y Portugal están entre el grupo de cinco estados de la Unión Europea (UE) con un déficit superior al 3% del PIB en 2006. En justa valoración, sin embargo, hay que significar que la experiencia española contradice en gran medida las presunciones de Waigel. España ha mejorado en 6,7 puntos porcentuales del PIB su saldo presupuestario entre 1996-2006, situándose ese último año en un superávit del 1,8% del PIB. Si a esto le sumamos el hecho de que Alemania estuvo a un paso de ser considerada en situación de déficit excesivo en 2002, la ironía está servida.

2. El sospechoso habitual (el ciclo) es inocente

El recurso habitual para justificar los magros resultados de las grandes economías en términos de consolidación presupuestaria es esgrimir que su ciclo económico ha sido sensiblemente contrario al ajuste. Pues bien, los datos siguen mostrándose reacios a avalar esta justificación. Si se descuenta el efecto del ciclo, ejercicio que realiza la Comisión Europea, el saldo público resultante (denominado habitualmente estructural) se ha reducido fuertemente en cinco países: Dinamarca, Finlandia, España, Suecia y Bélgica. Es decir, que son prácticamente coincidentes con los estados que mayor esfuerzo de consolidación han hecho.

3. Cuanto peor, mejor

La posición de partida, en términos de déficit o superávit públicos, pesa. Así, los países que en 1996 se situaban en peor situación relativa han tendido, en general, a registrar las reducciones más abultadas de sus desequilibrios. Este resultado confirma la intuición, también ratificada en la literatura económica, de que la situación presupuestaria tiene que llegar a un punto de cierta gravedad antes de que el esfuerzo político que se debe invertir en impulsar un ajuste fiscal quede justificado.

LA CONSOLIDACIÓN FISCAL AVANZA EN EUROPA

Saldo público en los países de la Unión Europea a 15



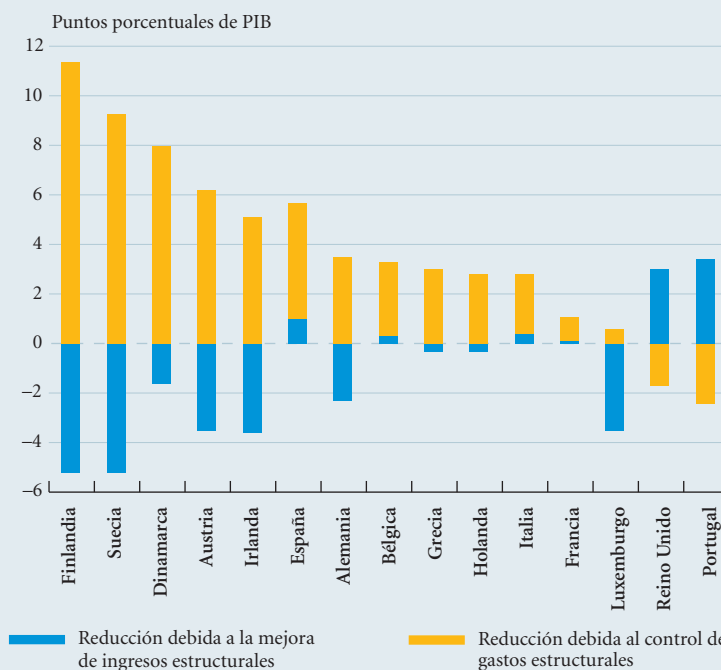
FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

4. Receta de éxito: controlar el gasto

La composición del ajuste es una variable fundamental para explicar los mejores resultados en el campo de la consolidación fiscal. De forma genérica, se puede considerar que existen tres grandes alternativas para reducir el déficit público: controlar los gastos, aumentar los ingresos o una combinación de ambos. Si nos centramos en el déficit estructural –a fin de valorar directamente la variable que está en manos de los gobiernos– se confirma que la estrategia dominante incluye en gran medida el control de los gastos (véase el gráfico siguiente). De los 23 países de la Unión Europea que han mejorado su saldo estructural en la última década, sólo cuatro –Malta, Chipre, Portugal y Reino Unido– han optado por utilizar la vía del mayor ingreso. Otros ocho, incluyendo a España, han priorizado la contención del gasto como vía de consolidación fiscal. Finalmente, los restantes 11 estados han combinado ambas estrategias.

EL CONTROL DE GASTO PREDOMINA EN LAS MAYORES CONSOLIDACIONES FISCALES

Variación del saldo estructural entre 1996 y 2006 y aportación de ingresos y gastos a la misma (*)



NOTA: (*) Un signo positivo indica que la variación del ingreso o del gasto ha contribuido positivamente a mejorar el saldo estructural. Por el contrario, un signo negativo indica una contribución negativa a la mejora del saldo estructural.

FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

5. ¿Cómo hacerlo? Véase España

El caso de España es ilustrativo de cómo se puede concretar una estrategia de control del gasto. Aunque los datos disponibles no permiten referirse a la mejora del déficit estructural, analizar la composición del ajuste español vale la pena. Así, la mejora del saldo público se ha debido en un 72% a la reducción del gasto y en un 28% al aumento de los ingresos. Una parte importante de la disminución del gasto se ha debido a la disminución de los intereses pagados de la deuda pública, un resultado que se ha visto ayudado por el efecto de la reducción del tipo de interés derivado del proceso de convergencia nominal de la transición hacia el euro. La segunda partida de ajuste han sido las transferencias corrientes, en especial la disminución de los pagos por desempleo y otras prestaciones sociales. Significativamente, la única partida de gasto que aumenta de forma apreciable en 1996-2006 es la inversión pública. Por lo que se refiere a los ingresos fiscales, su aumento se ha hecho de forma prácticamente exclusiva mediante un incremento de los ingresos por fiscalidad directa e indirecta, mientras que las contribuciones sociales recibidas se han mantenido estables en este periodo.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Los bancos centrales ante una disyuntiva

El 9 de octubre la Reserva Federal (Fed) publicó el acta de la reunión celebrada el 18 de septiembre, en la que se tomó la decisión de bajar el tipo de interés de referencia del 5,25% al 4,75%. El acta refleja que se dedicó una buena parte de la reunión a reflexionar sobre el efecto de la crisis *subprime* sobre el crecimiento. Los miembros de la Fed alcanzaron dos conclusiones importantes: 1) las tensiones inflacionistas en Estados Unidos se han moderado y no representan un problema a medio plazo, y 2) el riesgo para el escenario de crecimiento se ha incrementado y ha pasado al punto central del radar de seguimiento económico de los banqueros centrales de Estados Unidos.

En cambio, el gobernador del Banco Central Europeo (BCE) tras la reunión oficial del 4 de octubre leyó el comentario habitual, poniendo el acento en los riesgos inflacionistas. Al BCE se le presentó una disyuntiva importante. Por una parte, debido a la crisis de iliquidez del mercado interbancario, provocado por la crisis hipotecaria *subprime* de Estados Unidos, debía evitar subir los tipos de interés para no agudizar la misma. Por otro lado, tenía que mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos. Para hacer frente a este doble desafío, el Consejo de Gobierno tomó dos decisiones importantes. La primera, no subir los tipos de interés hasta obtener mayor información económica que le permita tener una idea más clara sobre el impacto de la crisis financiera. La segunda decisión fue advertir que los

riesgos inflacionistas, a medio plazo, se han incrementado y recordar que el objetivo primario del BCE es la estabilidad de precios. En definitiva, el BCE mantiene un delicado equilibrio. Tiene que evitar que las primas de riesgo por futura inflación se incrementen y al mismo tiempo achicar agua, es decir inyectar la liquidez necesaria para evitar que la nave zozobre.

Sin embargo, a mediados de mes, se percibió una división entre los miembros del BCE sobre la inflación. Jean-Claude Trichet, el gobernador, Axel Weber, presidente del Bundesbank, y Klaus Liebscher, gobernador del Banco Central de Austria hacían hincapié sobre el riesgo inflacionista; por su parte, los gobernadores de los bancos centrales de Bélgica y Holanda, Guy Queden y Nout Wellink respectivamente, ponían el acento en la preocupación sobre el crecimiento en la eurozona.

De momento, parece que la intervención verbal del BCE ha surtido efecto, aunque sólo sea parcialmente. En el cuadro puede verse como el tipo de interés euríbor a 3 meses ha bajado del 4,79% al 4,63%. El resto de tipos de interés a corto de Japón, Suiza y Reino Unido también han bajado. Pero las bajadas del tipo de interés de la deuda pública en estos países encubren una situación de huida hacia la calidad. Los inversores internacionales han reducido sus posiciones en activos de mayor riesgo y se han refugiado en las emisiones de deuda pública a corto plazo de gobiernos con rating AAA, es decir, libre de riesgo de crédito. Esto se ve claramente en el gráfico adjunto donde puede observarse el diferencial de tipos de interés de

La Reserva Federal teme un menor crecimiento y el BCE, una mayor inflación.

La crisis financiera impide al BCE subir el tipo oficial.

A mediados de octubre, se resquebraja el frente antiinflacionista entre los miembros del BCE.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro		Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza	
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	
		Tres meses	Un año				Tres meses (5)	Tres meses (5)	
2006									
Agosto	2,98	3,23	3,62	5,25	5,42	0,44	4,73	4,94	1,61
Septiembre	3,03	3,34	3,72	5,25	5,38	0,44	4,75	5,03	1,74
Octubre	3,23	3,50	3,80	5,25	5,37	0,44	4,75	5,13	1,85
Noviembre	3,31	3,60	3,86	5,25	5,37	0,48	4,93	5,23	1,90
Diciembre	3,50	3,68	3,92	5,25	5,36	0,53	5,00	5,29	2,02
2007									
Enero	3,56	3,75	4,06	5,25	5,36	0,55	5,16	5,49	2,15
Febrero	3,55	3,82	4,09	5,25	5,36	0,57	5,25	5,57	2,21
Marzo	3,75	3,89	4,11	5,25	5,35	0,67	5,25	5,55	2,26
Abril	3,81	3,98	4,25	5,25	5,35	0,65	5,25	5,65	2,32
Mayo	3,82	4,07	4,37	5,25	5,36	0,66	5,42	5,77	2,41
Junio	4,06	4,16	4,50	5,25	5,36	0,70	5,50	5,89	2,54
Julio	4,05	4,26	4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63
Agosto	4,08	4,73	4,76	5,25	5,51	0,99	5,75	6,61	2,84
Septiembre	4,27	4,79	4,73	4,75	5,23	1,03	5,75	6,30	2,73
Octubre (1)	4,11	4,63	4,60	4,75	5,09	0,95	5,75	6,27	2,64

NOTAS: (1) Día 22.

(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.

los depósitos interbancarios y las letras a 3 meses en Estados Unidos y la eurozona.

Los bancos se prestan dinero entre ellos en el mercado interbancario. Naturalmente, prestar a otro banco entraña más riesgo que prestar el dinero al Estado a través de una compra de bonos emitidos por éste. Es evidente que la deuda pública de un país con la máxima calificación crediticia supone un menor riesgo, pues los estados tienen una capacidad recaudatoria a través de los impuestos de la que carecen las compañías privadas. Por este motivo, para compensar el mayor riesgo se exige una rentabilidad más alta. En condiciones de normalidad en el merca-

do interbancario de la eurozona se exige en el tipo de interés a 3 meses una prima de unos 8 puntos básicos por encima de la rentabilidad ofrecida por una letra del Estado (100 puntos básicos es un 1%). En Estados Unidos, el diferencial es aproximadamente unos 20 puntos básicos, es decir un 0,2%. En cambio, ahora en ambos mercados interbancarios se exige a la contrapartida bancaria un diferencial de 0,7% sobre la letra a 3 meses para obtener fondos.

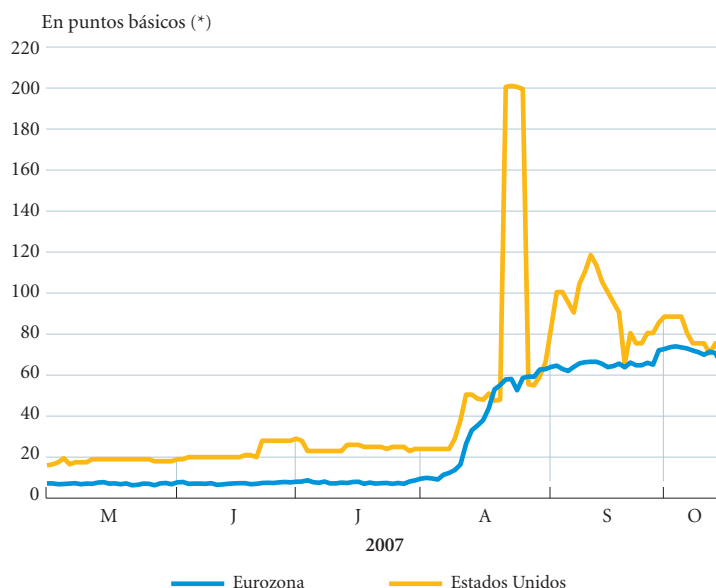
El mensaje es muy claro: los bancos prefieren no prestar dinero en el mercado, a no ser que el precio compense el riesgo generado por la incertidumbre de la crisis

A pesar de las intervenciones de los bancos centrales, se mantiene una cierta tensión en los mercados interbancarios.

La prima de riesgo continua siendo alta en el mercado interbancario, reflejo de la desconfianza que todavía perdura.

LA AVERSIÓN AL RIESGO CONTINÚA

Diferencial tipo de interés depósitos interbancarios-letras



NOTA: (*) 100 puntos básicos = 1 punto porcentual.
FUENTE: Bloomberg.

hipotecaria *subprime*. Esta situación es un reflejo de la desconfianza que se vive en los mercados bancarios actualmente. Los mercados financieros todavía no han normalizado su situación, si bien es cierto que las intervenciones de los banqueros centrales han ayudado a superar el que hasta ahora ha sido el peor momento de esta crisis desde su estallido a principios de verano.

Menor crecimiento, menores tipos de interés a largo

Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública han proseguido su tendencia bajista iniciada a partir de junio, cuando se desencadenó la crisis hipotecaria *subprime* reflejada en los precios de los activos financieros. Por ejemplo, en Japón, tras alcanzar un 1,88% a finales de junio, el tipo de interés de la deuda pública a 10 años se deslizó hacia el 1,59%. El caso nipón puede explicarse fácilmente

ante la dificultad que tiene el país para liberarse de la deflación.

En el caso de Estados Unidos, como puede verse en el gráfico siguiente, el motivo principal fue el convencimiento por parte de los inversores de que la desaceleración económica que se inició a principios de año era un hecho. A medida que la inflación se percibía como un problema controlado y se ponía en cuestión la capacidad de la economía norteamericana para seguir creciendo por encima de su potencial, la rentabilidad ofrecida por el bono a largo plazo estadounidense se observaba como una buena oportunidad de compra. La bajada de rentabilidades de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos se ha visto refrendada por la bajada del tipo de referencia en el mes de septiembre por parte de la Reserva Federal.

En el caso de la deuda pública a largo plazo de la eurozona, también se ha producido la misma tendencia hacia abajo, pero

Los tipos de interés a largo flexionan a la baja, reflejando las menores perspectivas de crecimiento.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2005	2006	2007			
			Marzo	Junio	Septiembre	Octubre
Estados Unidos	4,39	4,70	4,64	5,02	4,59	4,43
Japón	3,31	1,69	1,66	1,88	1,69	1,59
Eurozona	1,48	3,95	4,06	4,57	4,33	4,21
Reino Unido	4,10	4,74	4,97	5,46	5,01	4,90
Suiza	1,97	2,52	2,75	3,23	3,01	2,94

FUENTE: Bloomberg.

con menor intensidad, debido a los comentarios del BCE sobre el incremento de las presiones a medio plazo en la inflación. Este menor descenso queda muy claro observando el diferencial de tipos a largo plazo entre Estados Unidos y la eurozona. Mientras que a finales de junio el bono norteamericano ofrecía una rentabilidad superior de 0,45%, actualmente en octubre es de sólo 0,22%, cerrándose a la mitad el gap entre la deuda pública de ambas zonas.

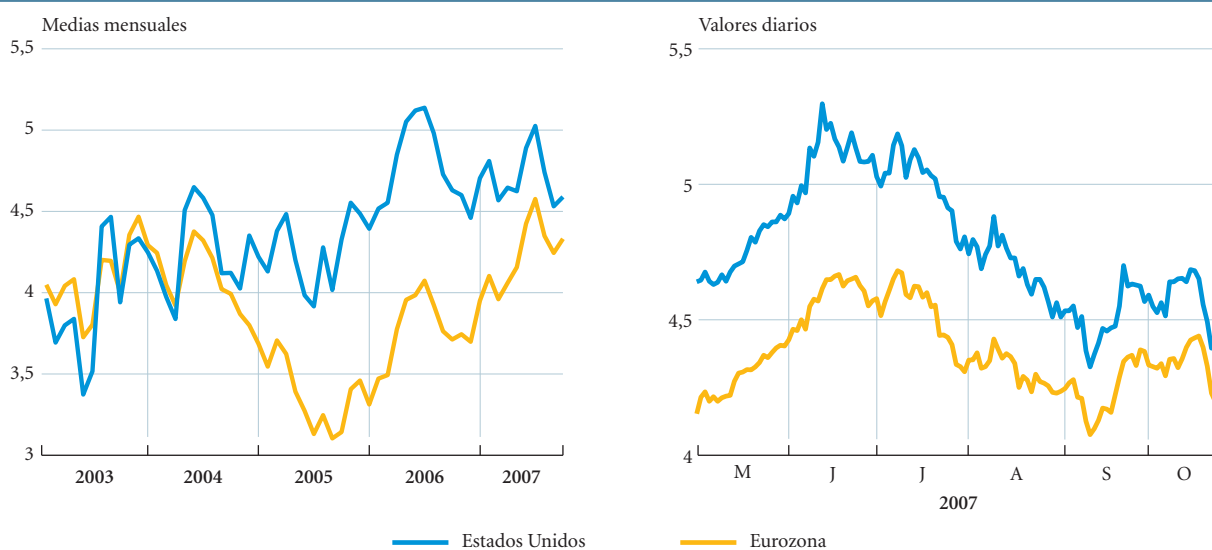
¿Cuáles son las perspectivas de las curvas de tipos de interés? En el caso de Estados

Unidos, la expectativa de bajadas adicionales del tipo oficial debería permitir mantener una suave trayectoria de bajada en los próximos dos meses. Sólo en el caso de una caída desordenada de la cotización del dólar se pondría esta previsión en peligro. En el caso de la eurozona, la incertidumbre es mayor. Al BCE probablemente le gustaría seguir subiendo los tipos, pero la crisis financiera y la fortaleza del euro se lo impiden. En este contexto, y manteniéndose las expectativas inflacionistas ancladas, es factible pensar en una cierta estabilidad del tipo de interés a largo de

Se estrechan los diferenciales de tipos a largo entre Estados Unidos y la eurozona.

LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO HAN DEJADO LAS ZONAS DE MÁXIMOS

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años, en porcentaje anual



FUENTE: Bloomberg.

Se espera en los próximos meses una cierta estabilidad de los tipos de interés a largo plazo.

aquí a final de año. En el caso japonés, los tipos a largo permanecerán alrededor del rango 1,6%-1,8%, hasta que se produzca una nueva subida de tipos por parte del Banco Central de Japón. Algo que es difícil que se produzca en los próximos meses y que quizá habrá que esperar a finales del primer trimestre de 2008.

¿Alguien sabe lo que vale el dólar?

Durante el mes de octubre ha continuado la fuerte volatilidad en el mercado de divisas. Como puede verse en el siguiente cuadro, el dólar estadounidense se ha depreciado contra las divisas principales. Es destacable la depreciación contra el dólar canadiense de un 3,0% mensual, que ha alcanzado para el conjunto de este año una caída de casi un 20%. También el dólar ha notado la caída con respecto al peso

mexicano del 1,2%. Cabe señalar que se trata de dos de los socios comerciales más importantes de Estados Unidos.

También el dólar se ha desplomado contra el euro. La divisa europea alcanzó un máximo histórico de 1,43 dólares el 22 de octubre. En la reunión anual del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, a mediados de octubre, la falta de consenso sobre las medidas a tomar para corregir de forma ordenada los desequilibrios de balanza de pagos incrementa la probabilidad de que se produzcan movimientos violentos en los próximos meses. Tras la reunión, el gobernador del Banco Central de Canadá, David Dodge, comentó que es en este momento cuando el mundo necesita las competencias y habilidades del FMI para evitar un ahondamiento en la crisis actual. Además, afirmó que el manteni-

El dólar sigue su tendencia, despreciándose contra las principales divisas.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

23-10-2007

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2006	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	114,3	-0,5	-4,2	-4,4
Libra esterlina	0,491	-0,7	-3,8	-8,0
Franco suizo	1,175	0,2	-3,8	-7,8
Dólar canadiense	0,973	-3,0	-19,8	-16,0
Peso mexicano	10,820	-1,2	0,0	-0,3
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,420	0,8	7,6	13,1
Yen japonés	162,3	0,3	3,3	8,3
Franco suizo	1,668	1,0	3,7	4,9
Libra esterlina	0,698	0,1	3,5	4,1
Corona sueca	9,202	0,3	1,8	0,0
Corona danesa	7,455	0,0	0,0	0,0
Zloty polaco	3,656	-2,9	-4,6	-5,6
Corona checa	27,18	-1,4	-1,1	-4,1
Forint húngaro	251,8	0,6	0,2	-4,6

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

FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

¿DÓNDE ESTÁ EL LÍMITE?

Dólares de Estados Unidos por euro



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

miento de los desequilibrios macroeconómicos implica un riesgo muy alto. El propio FMI, a través del director gerente, Rodrigo de Rato, advierte del riesgo de una caída abrupta del dólar de Estados Unidos que generaría dudas sobre los activos de este país entre los inversores internacionales.

Otro de los temas que estuvo presente en la reunión anual fue el hecho de que la depreciación del dólar se está absorbiendo de forma desproporcionada por el euro y el dólar canadiense, mientras que las divisas asiáticas, incluido el renminbi chino, están protegidas debido a la intervención de sus gobiernos en la defensa de un tipo de cambio que les permite mantener una ventaja competitiva excesiva para la exportación de sus productos. Esta situación puede dañar las expectativas de crecimiento de la eurozona o Canadá de cara al año 2008. El FMI realizó un llamamiento para que los diferentes países pongan en marcha las políticas económicas necesarias para reducir los desequilibrios de las balanzas de pagos y no basar-

se únicamente en los tipos de cambio para alcanzar los ajustes necesarios.

Es remarcable el movimiento del yen japonés, que es un indicador sobre la aversión al riesgo en los mercados financieros. El yen es una de las divisas en las que se financia el *carry trade*, operaciones de endeudamiento en divisas de bajos tipos de interés e inversión simultánea en monedas de alto rendimiento. Cuando aumenta la incertidumbre sobre una resolución fácil de la crisis actual se suele apreciar la divisa japonesa y viceversa. El motivo es que los inversores reducen la financiación que han conseguido en yenes para financiar sus compras, lo que implica tener que vender otras divisas contra el yen y éste se fortalece, por lo que en la actualidad es un buen barómetro para seguir cómo se incrementa y disminuye el miedo de los inversores. De momento, permanece en el mismo nivel que en los meses de agosto y septiembre, indicando que durante el mes de octubre no ha aumentado la aversión al riesgo.

La persistencia de los desequilibrios de las balanzas de pagos incrementa el riesgo de movimientos violentos en las divisas.

El FMI anima a los países a que apliquen políticas económicas que reduzcan los desequilibrios.

El yen japonés es un indicador de aversión al riesgo en los mercados financieros.

Las bolsas mundiales superan el bache del verano...

...apoyadas por los bancos centrales y la ausencia de alternativas de inversión.

Crisis, ¿qué crisis?

Es destacable, tras las caídas del verano en las bolsas, que en algunos casos alcanzaron un 10%, la fuerte recuperación vivida en los mercados de renta variable. Ésta se ha apoyado en las acciones de los bancos centrales, que han apuntalado el sistema financiero a través de bajadas de tipos y de inyecciones de dinero en el mercado interbancario. Su objetivo es evitar que la caída en precio de los activos hipotecarios *subprime* de Estados Unidos contagie al resto de mercados. De las principales bolsas mundiales, sólo el Nikkei y la bolsa italiana llevan una variación acumulada desde principio de este año negativa. En cambio, el resto de bolsas permanecen en niveles de ganancias. Por ejemplo, el índice tecnológico Nasdaq ha subido un 14% desde el 1 de enero. También es destacable la bolsa ale-

mana, cuyo índice más representativo, el DAX30, mantiene unas plusvalías latentes de 18,7%.

Pero, además, hay otros motivos para explicar la resistencia de las bolsas en este periodo: la ausencia destacada de alternativas de inversión en otros activos. Por ejemplo, existe un consenso en que no es el momento para entrar en inversiones que sobreponderen los activos inmobiliarios. Los precios de las materias primas están en máximos históricos y entrar ahora sería arriesgado. Además, los activos de renta fija de mayor riesgo, como por ejemplo los activos con garantías hipotecarias *subprime*, son en este momento considerados como residuos tóxicos radioactivos. Es decir, en este momento se da la paradoja de que la renta variable es una especie de valor refugio. Esta situación un poco chocante queda muy bien

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

23-10-2007

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	13.567,0	-1,8	8,9	12,0
<i>Standard & Poor's</i>	1.506,3	-1,3	6,2	9,4
<i>Nasdaq</i>	2.753,9	3,1	14,0	16,9
Tokio	16.450,6	0,8	-4,5	-2,0
Londres	6.527,9	1,1	4,9	5,9
Zona del euro	4.377,0	0,2	6,2	8,9
<i>Francfort</i>	7.833,1	0,5	18,7	25,5
<i>París</i>	5.704,7	0,1	2,9	5,4
<i>Amsterdam</i>	546,7	0,4	10,4	11,0
<i>Milán</i>	39.470,0	-1,3	-4,7	0,2
<i>Madrid</i>	15.427,4	6,8	9,1	13,3
Zurich	8.929,9	0,4	1,6	2,7
Hong Kong	29.376,9	13,7	47,1	62,4
Buenos Aires	2.234,7	5,3	6,9	31,3
São Paulo	61.215,1	5,9	37,6	56,1

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

FUENTE: Bloomberg.

¿LAS BOLSAS HAN SUPERADO EL BACHE?

Índice de las bolsas nacionales en base 1-1-2007 = 100



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

reflejada en la evolución de las bolsas de países emergentes.

Curiosamente, lo mejor durante la crisis ha sido estar invertido en bolsas de países emergentes como China, México y Bra-

Las bolsas de países emergentes han sido el mejor activo refugio.

NOSOTROS NO TENEMOS PROBLEMAS, SOMOS EMERGENTES

Índice de las bolsas nacionales valoradas en dólares en base 1-1-2007 = 100



FUENTE: Bloomberg.

sil. Si las bolsas de México y Brasil han subido un 21% y un 38% respectivamente desde el 1 de enero, la bolsa de Shanghai, lo ha hecho en un 112%. En el caso chino hay varios motivos para explicar la subida. La ausencia de un sistema completo de previsión social y de mercados de crédito desarrollados obliga a la población a mantener una tasa de ahorro muy alta en comparación con los países desarrollados. Por otra parte, el banco central fija el tipo de cambio del renminbi con res-

pecto a una cesta de divisas, abandonando la autonomía de la política monetaria. Precisamente para evitar una apreciación brusca de su divisa, mantiene unos tipos de interés bajos, incluso por debajo de la inflación. Esto significa que el ahorrador chino tiene pocos incentivos para invertir en unos depósitos bancarios que le ofrecen un tipo de interés real incluso negativo, por lo que parte de sus ahorros lo canaliza a través de las bolsas nacionales.

Reglas de política fiscal: ¿útiles, factibles y creíbles?

Hoy en día, el consenso mayoritario entre los macroeconomistas es que la aplicación de una simple regla de política monetaria, conocida como la *regla de Taylor*, permite reducir la inflación a niveles bajos y ayuda a la estabilización del ciclo económico. Dicha regla prescribe que el banco central debe aumentar el tipo de interés de intervención cuando la inflación se halla por encima del valor objetivo, o cuando el crecimiento del producto interior bruto (PIB) se encuentra por encima del potencial. Esta simple regla de política monetaria, que en la práctica aproxima razonablemente el comportamiento de los bancos centrales de las principales economías, se ha revelado como tremendamente exitosa. ¿Es posible trasladar esta experiencia al manejo de la política fiscal?

Uno de los problemas asociados a la política fiscal es que la mayoría de gobiernos suele exhibir un sesgo hacia el déficit, puesto que tienen que satisfacer a grupos de presión o *lobbies* que les aseguren su reelección. Sin embargo, un exceso de gasto sobre los impuestos conlleva un aumento de deuda pública que tarde o temprano tendrán que pagar gobiernos o generaciones futuras, especialmente cuando el incremento del gasto público no se destina a financiar inversión pública, que sí puede dar rendimiento en el futuro. Por tanto, imponer límites legales a la capacidad de gasto del gobierno puede ser útil para eliminar la tendencia al déficit. De todas maneras, una regla de política fiscal debe permitir un margen de maniobra para que la política fiscal contribuya a estabilizar a corto plazo el ciclo económico, sin poner en entredicho la solvencia a largo plazo del gobierno.

Las reglas fiscales a nivel internacional difieren en su especificidad y precisión. En los Estados Unidos, por poner un ejemplo de poca especificidad, se requiere que cualquier gasto adicional discrecional del gobierno se vea acompañado de medidas que lo financien. Asimismo, se establece un límite a la deuda nacional que sólo el Congreso puede modificar (algo que en la práctica se ha hecho a menudo). Otros países imponen controles sobre algunas partidas del gasto (por ejemplo, los salarios), pero no especifican límites sobre el déficit. La experiencia indica que, en la práctica, los requerimientos poco específicos de control del gasto implican que no se acaban cumpliendo.

Otros países se han tomado algo más en serio el control del déficit y han adoptado reglas formales. Por ejemplo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de los países que forman parte de la zona del euro estipula que el equilibrio presupuestario debería ser la meta a conseguir en condiciones normales. El pacto permite a los estados miembros llevar a cabo una política fiscal expansiva si es necesario, y fija un límite del 3% del PIB para el déficit público. Asimismo, el pacto exige medidas correctoras para los estados miembros en caso de que sobrepasen este límite, y

establece sanciones si lo violan durante dos años seguidos. La Ley de Estabilidad Presupuestaria española va más allá del Pacto de Estabilidad y exige al conjunto de las Administraciones Públicas un superávit de las cuentas cuando el crecimiento del PIB real esté por encima del potencial, y permite ligeros déficit cuando la economía se ralentiza. Con los parámetros actuales, el crecimiento real potencial se estima en el 3%. Si el crecimiento esperado se sitúa entre el 2% y el 3%, las cuentas tienen que estar equilibradas, y se permite un déficit de hasta un 1% del PIB cuando el crecimiento esperado se sitúe por debajo del 2%.

El caso español se suma a la tendencia que se ha venido siguiendo internacionalmente. En Chile, cuya regla fiscal se aprobó en 2000, el gobierno debe presentar un superávit fiscal del 1%, pero tiene flexibilidad dependiendo de la posición cíclica de la economía y del precio del cobre. En el Reino Unido se exige que el presupuesto esté en equilibrio desde una perspectiva plurianual que englobe todo un ciclo económico. Es decir, se puede incurrir en ligeros déficit en la fase bajista del ciclo a condición que se compensen en la fase alcista. Además, el Reino Unido ha incorporado una nueva condición, gracias al anterior *Chancellor of the Exchequer* y actual primer ministro de Gran Bretaña, Gordon Brown, conocida como la «regla de oro». Dicha regla estipula que solamente se puede recurrir al déficit para financiar inversión pública, pero no consumo público. Por tanto, se reconoce implícitamente que la inversión pública tiene un retorno futuro que hace que se financie a sí misma, al menos en parte. Además, el Reino Unido, como Polonia, tiene un límite sobre la deuda pública, en este caso del 40% del PIB. Como puede verse en la tabla, la mayoría de países han adoptado reglas con una perspectiva plurianual, con el objetivo último de estabilizar o reducir la ratio de deuda pública sobre el PIB.

LAS REGLAS DE POLÍTICA FISCAL ESTÁN DE MODA

País	Regla de déficit	Regla de deuda
Zona del euro	Presupuesto equilibrado en tiempos normales. No se puede superar el 3% del PIB durante 2 años seguidos	–
Chile	1% del PIB de superávit en tiempos normales	–
España	Superávit fiscal en tiempos normales, déficit de hasta el 1% del PIB	–
Nueva Zelanda	Superávit fiscal en promedio	–
Polonia	No se puede superar el 3% del PIB	60% del PIB
Reino Unido	Presupuesto equilibrado durante el ciclo económico, con «regla de oro»	40% del PIB
Suecia	2% del PIB a lo largo del ciclo económico	–
Suiza	Presupuesto equilibrado durante el ciclo económico	–

FUENTES: C. Wyplosz, 2005, Fiscal Policy: Institutions versus Rules, National Institute Economic Review, No. 191, y elaboración propia.

El establecimiento de requerimientos de estabilidad fiscal a lo largo del ciclo económico, en lugar de obligar al gobierno a cumplir el objetivo fiscal año a año, se introdujo para evitar que la política fiscal se vuelva excesivamente procíclica, y que por tanto acentúe las fluctuaciones económicas en lugar de amortiguarlas. Supongamos que un país adopta una ley que le obliga a presentar un equilibrio presupuestario cada año. Si el país está creciendo por encima de su potencial, es probable que aumente la recaudación impositiva, obligando al país a gastarse ese excedente. En cambio, si el país entra en la fase bajista del ciclo, es probable que baje la recaudación y por tanto se obligue al gobierno a recortar el gasto público, lo que puede agravar la recesión. Es por ello que es deseable flexibilizar reglas fiscales estrictas que fijen un objetivo numérico de déficit anual, y obligar a su cumplimiento desde una perspectiva plurianual.

Para terminar, es preciso tener en cuenta también los potenciales problemas de credibilidad. La adopción de reglas fiscales es muy reciente, coincidiendo con una época de bonanza económica sin precedentes en los últimos 30 años, y éstas aún no se han probado ante una recesión. Sin embargo, ya tenemos un claro ejemplo en el caso de Francia y Alemania, que recientemente han infringido los requerimientos fiscales de la zona del euro y no han sido sancionados. En el caso de la política monetaria, el gobierno delega la tarea de controlar la inflación al banco central, a quien otorga independencia para conseguir su objetivo, pero a quien también hace responsable. En el caso de la política fiscal, no está nada claro a quién se debería penalizar en caso de incumplimiento del objetivo fiscal, porque el gobierno sería juez y parte en el proceso. Además, llegado el caso, el gobierno podría cambiar las reglas del juego, permitiendo un déficit excesivo si lo considerase oportuno.

Debido a este potencial problema de credibilidad, el economista Charles Wyplosz ha sugerido que, así como los bancos centrales tienen un comité de política monetaria que es independiente de las presiones políticas, se deberían nombrar comités de política fiscal que fuesen independientes para que funcionase una regla fiscal, sobre todo cuando su cumplimiento se hace políticamente difícil. Dichos comités decidirían el tamaño de la tarta, y el parlamento decidiría su distribución. Así se conseguiría eliminar el gasto excesivo del gobierno y, al mismo tiempo, utilizar la política fiscal como elemento estabilizador del ciclo.

Actividad económica

La economía mantiene un buen tono, pero con señales de ralentización

La economía española continúa expandiéndose con vigor, si bien desigualmente. En general, el gasto de consumo avanza notablemente, pero algunos segmentos, como las ventas de automóviles, caen. La inversión crece a buen ritmo, pero se aprecian signos de ralentización. Desde el punto de vista de la oferta, el crecimiento varía según las distintas ramas, pero en conjunto mantiene un apreciable pulso.

En cualquier caso, las cuentas de las empresas no financieras reflejan un panorama de buena salud, según los datos de la encuesta trimestral del Banco de España. Las empresas siguen generando robustos excedentes, base para la expansión de la

inversión y del empleo. En el primer semestre de 2007 el valor añadido bruto producido por las empresas no financieras, que se obtiene restando los consumos intermedios al valor de la producción, aumentó el 6,8% en relación con el mismo periodo del año anterior.

En un entorno de fortaleza general de las empresas, se observan, no obstante, señales de desaceleración en algunos sectores, como la construcción, transportes y comunicaciones y el comercio. Estas últimas ramas parecen afectadas por una cierta ralentización del consumo privado. En cambio, la industria mostraba un gran vigor.

La ocupación de las empresas no financieras se incrementó apreciablemente. Las remuneraciones laborales también se ele-

Las empresas siguen generando robustos excedentes, base para la expansión de la inversión y la creación de empleo.

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

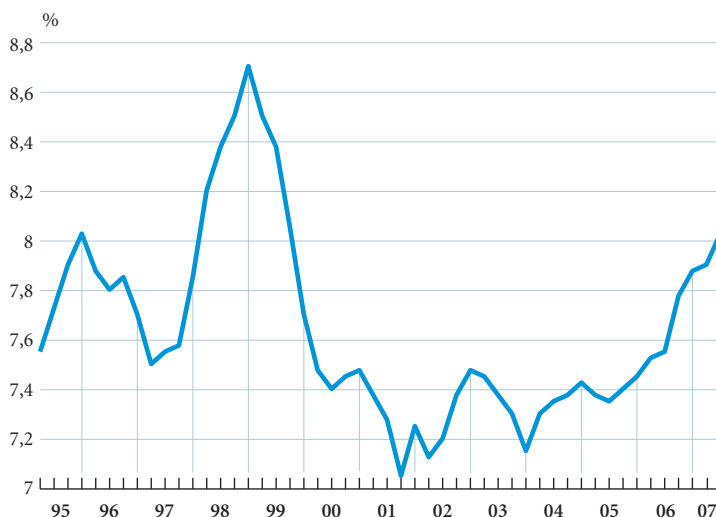
Tasas de variación anual

	2006	Primer semestre	
		2006	2007
Valor de la producción	10,6	14,1	4,9
Consumos intermedios	12,7	18,2	4,0
Valor añadido bruto (VAB)	6,5	6,3	6,8
Gastos de personal	5,1	5,1	4,8
Resultado económico bruto de explotación	7,5	7,2	8,2
Ingresos financieros	46,3	10,2	19,8
Gastos financieros	38,5	30,6	34,6
Amortizaciones y provisiones	1,6	2,5	-0,8
Resultado ordinario neto	16,3	4,8	8,8
Plusvalías e ingresos extraordinarios	52,5	32,4	-35,6
Minusvalías y gastos extraordinarios	-26,8	-21,9	-21,6
Provisiones e impuestos	65,3	141,9	-8,2
Resultado neto	33,9	-3,2	2,7

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

LAS EMPRESAS LOGRAN UNA NOTABLE RENTABILIDAD

Rentabilidad ordinaria del activo neto, media móvil de cuatro trimestres



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Las empresas crean empleo y aumentan los salarios.

varon, pero de modo moderado. De esta forma, el resultado económico bruto de explotación subió el 8,2% respecto a la primera mitad de 2006, un punto más que un año antes.

Los ingresos financieros ascendieron un robusto 19,8% gracias en buena parte a los dividendos procedentes de las inversiones internacionales de las multinacionales españolas. Por su parte, los gastos financieros aumentaron el 34,6%. Este fuerte aumento respondió a la subida de los tipos de interés, pero también a un mayor endeudamiento empresarial a consecuencia de compras de sociedades efectuadas sobre todo en la segunda mitad del año pasado. Además, dado que las amortizaciones y provisiones de explotación bajaron el 0,8%, el resultado ordinario neto aumentó el 8,8%, 4 puntos más que en el primer semestre de 2006.

La rentabilidad de los recursos propios alcanza el 11,5%.

Continuando la cascada de los resultados empresariales, tanto las plusvalías e ingresos extraordinarios como las minusvalías y gastos extraordinarios cayeron con relación al primer semestre de 2006,

pero las plusvalías en mayor grado. De esta manera, la tasa de variación anual del resultado neto se redujo hasta el 2,7%, pero que se compara favorablemente con el descenso del 3,2% correspondiente a la primera mitad del año anterior.

La rentabilidad ordinaria del activo neto se colocó en un notable 8,0%, un poco por encima de la media histórica y 6 décimas más que un año antes. Por su parte, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios se situó en el 11,5%, 9 décimas más que en el primer semestre de 2006. No obstante, dado que en los últimos doce meses aumentaron los costes financieros la diferencia entre la rentabilidad ordinaria del activo neto y el coste financiero se mantuvo en 3,6 puntos porcentuales.

Volviendo a la situación coyuntural, los primeros indicadores económicos aparecidos en el tercer trimestre apuntan a la continuación de una suave desaceleración económica. El consumo de electricidad aumentó en septiembre el 2,3% en relación con el mismo mes del año anterior, tasa, no obstante, inferior al 4,2% regis-

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006		2007				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	0,9	2,3	1,9	4,3	4,8	2,1	1,1	0,6	...
Importación de bienes de consumo (**)	7,9	8,9	2,4	7,6	-1,1	5,6	15,0	5,7	...
Matriculaciones de automóviles	2,1	-0,9	-4,1	1,8	-0,7	-2,4	0,0	-2,7	-7,7
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	...
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-0,1	8,4	7,9	11,2	8,9	5,3	7,6	2,8	...
Importación de bienes de equipo (**)	20,4	3,2	6,5	3,4	20,1	11,0	0,6	-6,2	...
Matriculación de vehículos industriales	13,2	1,5	0,5	-1,0	1,7	-2,2	4,2	-4,6	-10,8
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	6,0	9,0	8,9	9,3	6,4	7,7	13,8	4,3	...
Exportaciones	0,2	5,6	1,7	4,7	3,0	2,8	10,6	6,0	...

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

(**) En volumen.

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

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

trado en el segundo trimestre. La disminución interanual del número de sociedades mercantiles creadas en agosto del 9,7% también sugiere la pérdida de dinamismo económico.

La producción de bienes de consumo muestra asimismo una ralentización, aunque los últimos datos de las importaciones de bienes de consumo presentaban un notable tono. En cambio, el segmento de bienes duraderos muestra debilidad debido al automóvil, cuyas ventas han sufrido el alza de los tipos de interés. En efecto, las matriculaciones de automóviles han sido flojas en los últimos meses veraniegos, presentando una caída interanual del 7,7% en septiembre. Algunos indicadores adelantados muestran una cierta incongruencia. El indicador de confianza del comercio al por menor experimentó una brusca bajada en septiembre, mientras que la cartera de pedidos de

bienes de consumo mejoró en agosto-septiembre. Así, probablemente el consumo proseguirá su moderación, pero manteniendo un cierto brío.

La inversión presenta igualmente señales de hallarse en una senda de ralentización. El consumo de cemento, indicador adelantado de la inversión en construcción, ha continuado cayendo hasta una tasa de variación del 5,6% en septiembre. La producción de bienes de equipo se incrementó el 2,8% en agosto en relación con el mismo mes del año precedente, tasa inferior a la anotada en los últimos meses. Asimismo, la matriculación de vehículos industriales disminuyó el 10,8% en septiembre.

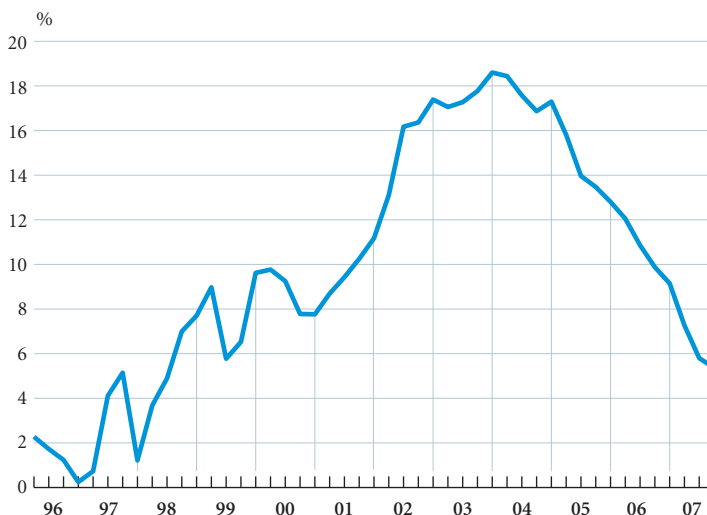
Desde la óptica de la oferta, la industria presentaba un avance insuficiente para compensar la desaceleración de la construcción. El índice de producción indus-

Sensible caída de las ventas de automóviles, afectadas por la subida de los tipos de interés.

Señales de desaceleración de la inversión, especialmente en la construcción.

EL PRECIO DE LAS VIVIENDAS CONTINÚA DESACELERÁNDOSE

Variación interanual del precio por metro cuadrado de la vivienda libre



FUENTES: Ministerio de Vivienda y elaboración propia.

La industria se muestra titubeante y la construcción se ralentiza, aunque muestra un fondo de fortaleza.

trial perdió vigor hasta presentar un crecimiento interanual del 0,6% en agosto. Las cifras de negocios en la industria se elevaron el 4,5% en agosto en relación con el mismo mes del año pasado, mostrando una cierta moderación. Algunos indicadores adelantados de la industria aparecidos últimamente no son demasiado buenos. Así, las entradas de pedidos en la industria sólo subieron el 1% en agosto, mientras que la confianza expresada por las empresas del sector no mejoró en septiembre, si bien se mantenía en un nivel superior al anotado en 2006.

El nivel de actividad de la construcción es elevado, aunque el mercado inmobiliario continúa ralentizándose. Muestra de ello es la desaceleración del precio de las viviendas. De todas formas, el precio por metro cuadrado de las viviendas libres aumentó el 5,3% en el tercer trimestre con relación al mismo periodo del año anterior, frente a una tasa de variación interanual del 9,8% un año antes. Sin embargo, el indicador de confianza en la construcción se hallaba en un confortable nivel en septiembre.

Temporada turística mediocre.

En cuanto a los servicios, el tráfico aéreo de pasajeros presenta un notable crecimiento, pero con un perfil de una cierta moderación. Por el contrario, el número de pasajeros llegados en compañías de bajo coste no cesa de incrementarse y en septiembre anotó un incremento anual del 41,4%. Por otro lado, el consumo de gasóleo de automoción, otro indicador del sector del transporte, se elevó el 7,1% en julio en relación con el mismo mes del año anterior, la mayor tasa de los últimos meses.

Los últimos datos del sector turístico parecen confirmar el resultado discreto de esta temporada. Las pernoctaciones en establecimientos hoteleros sólo crecieron el 1,1% en septiembre sobre el mismo mes del año anterior. Los ingresos hoteleros se elevaron el 3,5% en el mismo mes respecto a septiembre de 2006. El número de turistas extranjeros registró un aumento interanual del 1,8% en el último mes del tercer trimestre.

En resumen, el ritmo de expansión de la economía es notable, pero preocupan los riesgos derivados de las perturbaciones

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006		2007				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	3,5	3,8	6,0	3,7	5,0	4,2	1,3	1,5	2,3
Índice de producción industrial (2)	0,7	3,9	4,2	4,6	4,2	2,4	0,9	0,6	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-4,8	-2,7	-2,3	-0,3	2,3	1,2	0,0	-1,0	-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	5,7	...
Construcción									
Consumo de cemento	7,3	8,5	5,7	8,5	5,5	-2,1	3,7	-2,7	-5,6
Indicador de confianza en la construcción (3)	22,4	14,2	14,7	15,0	10,7	15,7	15,0	6,0	15,0
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	...	...
Servicios									
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	1,8
Ingresos turismo	6,0	5,6	4,9	3,1	5,8	2,0	2,6	...	...
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	6,8	4,7	7,1	9,5	7,1	11,4	10,4	9,6
Consumo de gasóleo automoción	5,1	5,4	3,9	4,9	5,8	3,3	7,1	...	...

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.

de los mercados financieros internacionales a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, así como de la desaceleración del propio mercado inmobiliario. En este sentido, las recientes previsiones del Fondo Monetario Inter-

nacional reducen del 3,4% al 2,7% el crecimiento previsto para la economía española en 2008. La pérdida de dinamismo de nuestros principales mercados de exportación y la desaceleración de la demanda interna explicarían el recorte.

El Fondo Monetario Internacional reduce el crecimiento económico previsto para 2008.

Mercado de trabajo

La ocupación crece por encima del 3% interanual.

La mayor parte de la creación de empleo se concentra en los servicios.

El mercado laboral pierde dinamismo

El mercado de trabajo sigue creando nuevo empleo a buen ritmo, si bien se detectan signos de una cierta pérdida de vigor. En el tercer trimestre de 2007, la ocupación creció el 3,1% en relación con el mismo periodo del año anterior, 3 décimas menos que en el trimestre precedente, según las cifras de la encuesta de población activa (EPA). Este dato concuerda con la tendencia de desaceleración moderada indicada por el resto de indicadores del mercado laboral.

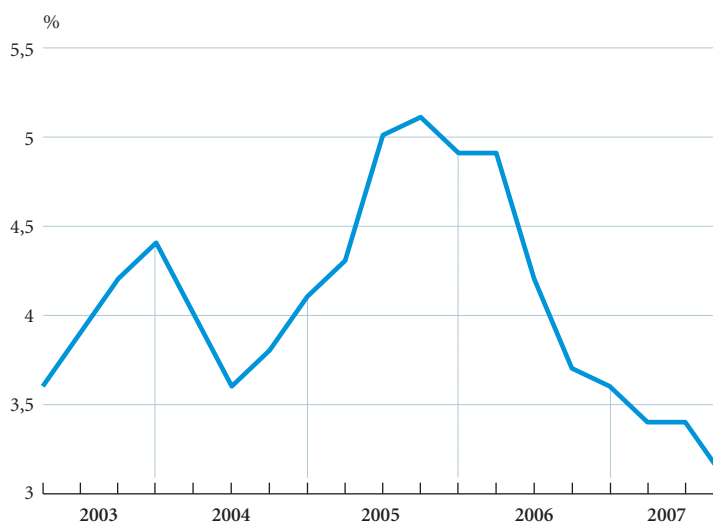
En los doce últimos meses hasta septiembre se crearon 615.000 puestos de trabajo netos hasta 20.510.600, nuevo máximo histórico, según la EPA. La mayor parte de esta creación de empleo correspondió a

los servicios, que aumentaron sus filas en 544.500 ocupados en el último año, con una variación anual del 4,2%. La construcción elevó el nivel de su ocupación en 127.400 trabajadores, con un incremento anual del 4,9%, que, no obstante, presenta una acusada ralentización. La industria recortó ligeramente ocupación en los últimos doce meses, aunque a un menor ritmo que anteriormente. Finalmente, el sector agrario siguió perdiendo efectivos.

La evolución del empleo en la industria refleja la presión a la que están sometidas las ramas industriales por la competencia exterior, que redundará en numerosos casos en procesos de deslocalización. Así, la fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos perdió el 55,8% de su ocupación en los doce últimos meses.

LA CREACIÓN DE EMPLEO SE MODERA

Tasa de variación interanual del número de ocupados



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

EMPLEO ESTIMADO

Tercer trimestre 2007

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	885,3	-35,6	-3,9	-36,5	-4,0	-27,7	-3,0	4,3
No agrarios	19.625,2	179,0	0,9	545,2	2,9	642,6	3,4	95,7
<i>Industria</i>	3.258,9	15,1	0,5	-60,9	-1,8	-29,2	-0,9	15,9
<i>Construcción</i>	2.717,5	3,7	0,1	94,3	3,6	127,4	4,9	13,2
<i>Servicios</i>	13.648,8	160,1	1,2	511,8	3,9	544,5	4,2	66,5
Por empleadores								
Sector privado	17.578,7	86,1	0,5	484,9	2,8	586,7	3,5	85,7
Sector público	2.931,9	57,2	2,0	23,9	0,8	28,3	1,0	14,3
Por situación profesional								
Asalariados	16.869,8	90,4	0,5	403,7	2,5	503,9	3,1	82,2
<i>Contrato indefinido</i>	11.481,2	45,7	0,4	583,8	5,4	776,7	7,3	56,0
<i>Contrato temporal</i>	5.388,6	44,7	0,8	-180,1	-3,2	-272,8	-4,8	26,3
No asalariados	3.633,1	54,4	1,5	108,9	3,1	116,2	3,3	17,7
<i>Empresarios empleadores</i>	1.141,7	32,0	2,9	53,9	5,0	47,3	4,3	5,6
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.286,3	40,1	1,8	90,9	4,1	119,0	5,5	11,1
<i>Ayudas familiares</i>	205,2	-17,6	-7,9	-35,8	-14,9	-50,1	-19,6	1,0
Otros	7,7	-1,6	-16,7	-3,8	-33,0	-5,1	-39,8	0,0
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	18.233,8	306,6	1,7	605,6	3,4	591,4	3,4	88,9
A tiempo parcial	2.276,8	-163,4	-6,7	-96,8	-4,1	23,5	1,0	11,1
Por sexos								
Varones	12.089,6	81,9	0,7	258,3	2,2	230,2	1,9	58,9
Mujeres	8.421,0	61,3	0,7	250,5	3,1	384,8	4,8	41,1
TOTAL	20.510,6	143,3	0,7	508,8	2,5	615,0	3,1	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Menos drásticas, pero importantes, fueron las caídas de empleo en la confección (18,2%), el sector textil (17,8%), el papel (13,9%) y en las industrias extractivas (11,4%). No obstante, otras ramas manufactureras aumentaron sensiblemente sus niveles de ocupación, como la industria química (15,6%), la fabricación de material electrónico (11,3%), el reciclaje (7,3%), la construcción de maquinaria y equipo mecánico (6,0%) y la alimentación (5,2%).

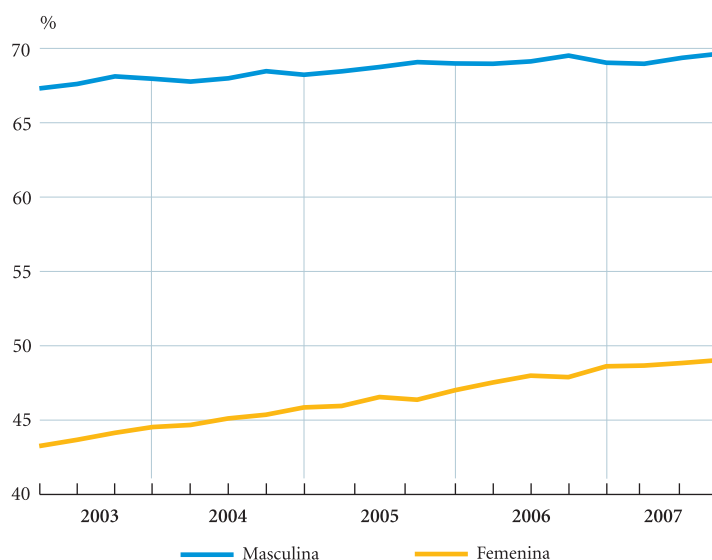
Entre las ramas de los servicios, algunas presentaban un notable dinamismo en la creación de ocupación como la intermediación financiera, con un aumento interanual del 7,9%, y las actividades sanitarias, con un incremento interanual del 5,8%. Los servicios empresariales aumentaron su nivel de empleo el 8,2% en los doce últimos meses, pero con tendencia a la ralentización. Dentro de este amplio grupo la evolución fue dispar. Mientras las actividades informáticas elevaron su ocupación el 16,0% en el último año, las

Acusada ralentización de la generación de ocupación en la construcción.

Algunas ramas industriales como la química se muestran muy dinámicas en el aumento de puestos de trabajo.

LA TASA DE ACTIVIDAD FEMENINA ALCANZA UN NIVEL MÁXIMO HISTÓRICO

Porcentaje de la población activa sobre la población de 16 años y más



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Tercer trimestre 2007

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	3.693	130	3,7	3.228	112	3,6	464	18	4,1	12,6
Aragón	653	37	6,1	621	37	6,4	32	0	0,0	4,9
Asturias	476	6	1,2	442	17	4,1	34	-12	-25,4	7,2
Baleares	562	7	1,2	537	8	1,6	25	-2	-5,4	4,4
Canarias	1.021	14	1,3	911	24	2,6	110	-10	-8,4	10,7
Cantabria	277	7	2,7	261	9	3,6	15	-2	-10,4	5,6
Castilla y León	1.171	21	1,8	1.089	25	2,4	82	-4	-4,6	7,0
Castilla-La Mancha	923	40	4,6	858	53	6,6	65	-13	-16,7	7,0
Cataluña	3.781	108	3,0	3.525	82	2,4	256	26	11,5	6,8
Comunidad Valenciana	2.444	96	4,1	2.231	77	3,6	213	19	9,6	8,7
Extremadura	477	20	4,4	418	13	3,2	59	7	13,8	12,4
Galicia	1.303	18	1,4	1.215	24	2,0	88	-6	-6,4	6,7
Madrid	3.268	104	3,3	3.072	100	3,4	196	4	1,8	6,0
Murcia	689	44	6,8	633	38	6,4	57	6	11,6	8,2
Navarra	303	-1	-0,3	290	0	0,1	13	-1	-838,0	4,4
País Vasco	1.053	-11	-1,0	989	-5	-0,5	64	-5	-7,9	6,1
La Rioja	153	-1	-0,3	144	0	0,2	8	-1	-8,4	5,3
Ceuta y Melilla	58	1	2,1	46	-1	-2,9	11	3	29,5	19,8
TOTAL	22.303	642	3,0	20.511	615	3,1	1.792	27	1,5	8,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

PARO ESTIMADO

Tercer trimestre 2007

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro % sobre población activa
		Absoluta	%	Absoluta	%		
Por sexos							
Hombres	800,9	20,3	2,6	40,7	5,3	44,7	6,2
Mujeres	991,0	11,6	1,2	-13,8	-1,4	55,3	10,5
Por edades							
Menores de 25 años	458,0	15,8	3,6	24,8	5,7	25,6	21,3
Resto	1.333,9	16,2	1,2	2,0	0,2	74,4	6,6
Por situación personal							
Paro de larga duración	461,8	-34,7	-7,0	-59,2	-11,4	25,8	-
Buscan primer empleo	210,1	-1,2	-0,6	-0,6	-0,3	11,7	-
Resto	1.120,0	67,9	6,5	86,6	8,4	62,5	-
TOTAL	1.791,9	31,9	1,8	26,8	1,5	100,0	8,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

actividades inmobiliarias la redujeron el 0,1%. El comercio y la hostelería mostraron vigor en la creación de empleo, con tasas anuales del 5,7% y del 3,9% respectivamente. En cambio, los transportes y comunicaciones disminuyeron su ocupación el 0,6%.

El número de asalariados creció el 3,1%, en línea con el total de ocupados. La tasa de asalarización bajó una décima hasta el 82,25%. Los empleados con contratos indefinidos ascendieron el 7,3% en los doce últimos meses gracias al proceso especial de bonificación que finalizó en diciembre de 2006. Los trabajadores con contratos temporales descendieron el 4,8% en el último año. No obstante, la tasa de temporalidad subió una décima en el último trimestre hasta el 31,9%. Los trabajadores por cuenta propia aumentaron un poco más que el total en los doce últimos meses, el 3,3%. Entre ellos, el número de empleadores subió el 4,3% y los empresarios sin asalariados se incrementaron el 7,0%.

Los trabajadores extranjeros absorbieron más de la mitad del empleo creado en los doce últimos meses, el 53,4%. De esta for-

ma, el número de ocupados de nacionalidad extranjera subió hasta el 13,9% del total en el tercer trimestre. La participación de los trabajadores extranjeros se eleva hasta el 24,5% en la construcción. En la agricultura suponen el 18,0% de los ocupados y el 12,6% en los servicios. En la industria representan el 9,1%, superior, no obstante, al 7,0% que suponían en el primer trimestre de 2005.

El buen momento del mercado laboral continúa atrayendo nuevos efectivos a la población activa, es decir, la ocupada o que busca activamente trabajo. Así, el número de trabajadores activos aumentó el 0,8% en relación con el segundo trimestre y el 3,0% en los doce últimos meses. La tasa de actividad en relación con la población mayor de 16 años subió 2 décimas hasta el 59,1%. En el tercer trimestre la tasa de actividad masculina aumentó 3 décimas hasta el 69,6%, mientras que la tasa de actividad femenina se incrementó 2 décimas hasta el 49,0%, marcando un nuevo máximo histórico.

Al aumentar la población activa ligeramente más que la ocupación en el trimes-

El número de empleadores crece más del 4%.

Los trabajadores extranjeros absorben más de la mitad de los nuevos empleos.

La tasa de paro de los empleados extranjeros sube 9 décimas en el último año.

tre, la tasa de paro ascendió levemente hasta el 8,0%, situándose cerca del mínimo del segundo trimestre, y colocándose una décima por debajo del tercer trimestre del año anterior. El número de desempleados estimado por la EPA se cifró en 1.791.900 en el tercer trimestre. En los últimos doce meses el número de parados aumentó el 1,5%, aunque la evolución es dispar por sexos. Mientras que los hombres desempleados aumentaron el 5,3%, las mujeres paradas bajaron el 1,4%. Sin embargo, la tasa de paro masculina, del 6,2% era sensiblemente inferior a la femenina, del 10,5%. Por otro lado, el paro de la población extranjera era del 11,8%, 2 décimas menos que en el trimestre precedente, pero 9 décimas más que un año antes.

Desde una perspectiva territorial, la ralentización en la creación de empleo no fue general. Así, Asturias, Castilla-La Mancha, Comunidad Valenciana y Madrid presentaron mayores tasas de variación inter-

anual que en el segundo trimestre. Los ritmos de crecimiento de la ocupación por comunidades autónomas en el último año también fueron notablemente distintos. Así, mientras en Castilla-La Mancha aumentó el 6,6% en el País Vasco se redujo el 0,5%.

Ligero empeoramiento del paro registrado en septiembre

Por otro lado, en septiembre el número de desempleados inscritos en las oficinas públicas de empleo alcanzó 2.017.363 personas. Aunque se registró una caída de 10.933 personas respecto al final de agosto, se produjo un aumento de 51.197 en relación con septiembre de 2006, el 2,6% en términos relativos, la mayor tasa desde mayo de 2004. Así, se puede apreciar que las cifras del paro registrado se siguen deteriorando en los últimos meses. Cabe recordar que en febrero la tasa de variación interanual todavía presentaba un descenso.

El paro registrado se acelera.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Septiembre 2007

	Parados	Variación sobre diciembre 2006		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	65.158	3.664	6,0	3.638	5,9	3,2
Industria	269.917	-12.231	-4,3	-7.359	-2,7	13,4
Construcción	238.892	2.121	0,9	23.247	10,8	11,8
Servicios	1.221.460	-3.409	-0,3	28.158	2,4	60,5
Primer empleo	221.936	4.345	2,0	3.513	1,6	11,0
Por sexos						
Hombres	787.351	-16.923	-2,1	34.604	4,6	39,0
Mujeres	1.230.012	11.413	0,9	16.593	1,4	61,0
Por edades						
Menores de 25 años	234.419	-7.593	-3,1	-4.291	-1,8	11,6
Resto de edades	1.782.944	2.083	0,1	55.488	3,2	88,4
TOTAL	2.017.363	-5.510	-0,3	51.197	2,6	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Precios

Máximo anual del IPC por el petróleo y los alimentos

Tal como se esperaba, la tendencia descendente del índice de precios de consumo (IPC) desde mediados de 2006 se truncó en septiembre con un alza de medio punto, hasta el 2,7%. De este modo, el mínimo de los últimos tres años y medio anotado en agosto, gracias al favorable comportamiento de los precios petrolíferos, quedó atrás. De todos modos, la tasa de variación anual de los precios de consumo se situaba dos décimas por debajo de septiembre del año anterior. La inflación subyacente, que recoge la tendencia de la inflación al excluir a los elementos más volátiles, también repuntó, pero mucho más suavemente, hasta colocarse en el 2,6%.

Una vez más, el protagonismo correspondió a los carburantes. En efecto, al pasar el descenso de la tasa de variación interanual de los carburantes y lubricantes del 4,2% en agosto al 3,1% en septiembre, provocó un aumento de cuatro décimas en la correspondiente tasa del IPC general, lo que explica la mayor parte de la subida de septiembre. Esto se debe a la evolución del precio del crudo, que después de marcar un máximo histórico al principio de agosto de 2006 tendió a la baja, para volver a registrar nuevos máximos históricos en septiembre de 2007. La apreciación del euro sólo ha compensado parcialmente este efecto sobre el precio de los carburantes.

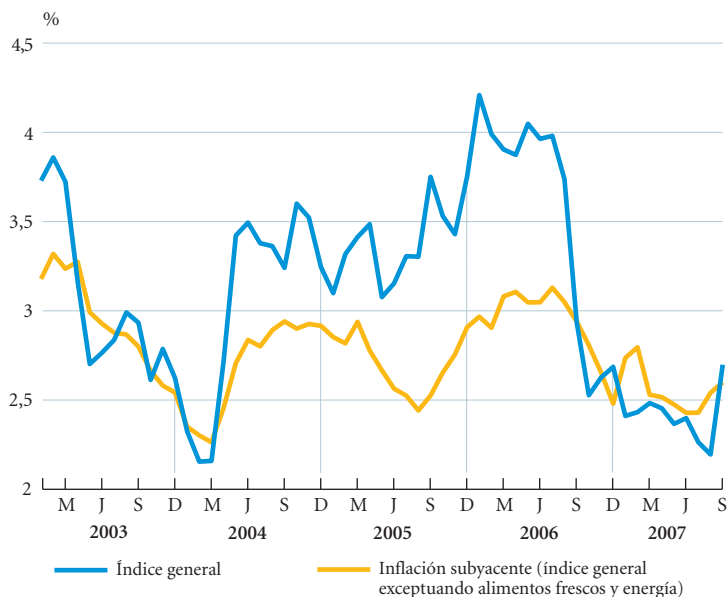
Pero también los alimentos elaborados contribuyeron al alza del IPC en septiem-

El IPC repunta medio punto en septiembre hasta el 2,7% a causa de los carburantes y los alimentos elaborados.

Encarecimiento de muchos alimentos básicos como el pan, el pollo y la leche, aunque las patatas sólo suben el 1,5% en los últimos doce meses.

EL IPC VUELVE A COLOCARSE POR ENCIMA DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

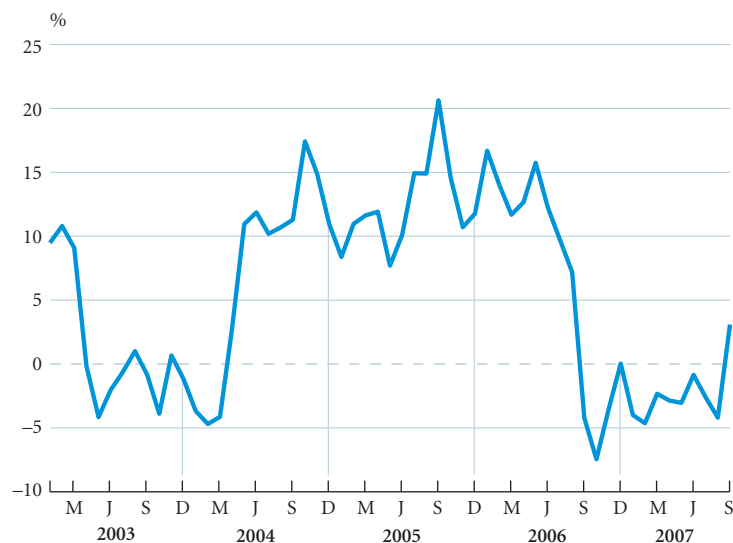
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

bre con un poco más de una décima. En este grupo destaca el ascenso mensual de la leche, un 6,4%, que llevó la tasa de variación anual hasta el 11,4%, como se puede observar en el gráfico adjunto. De esta forma, se ha repercutido en el con-

sumidor el incremento de los precios en los mercados internacionales a consecuencia de limitaciones en la oferta por condiciones climatológicas desfavorables en los principales mercados productores, junto a una expansión de la demanda en

LOS CARBURANTES PROVOCAN EL ACUSADO REPUNTE DEL IPC EN SEPTIEMBRE

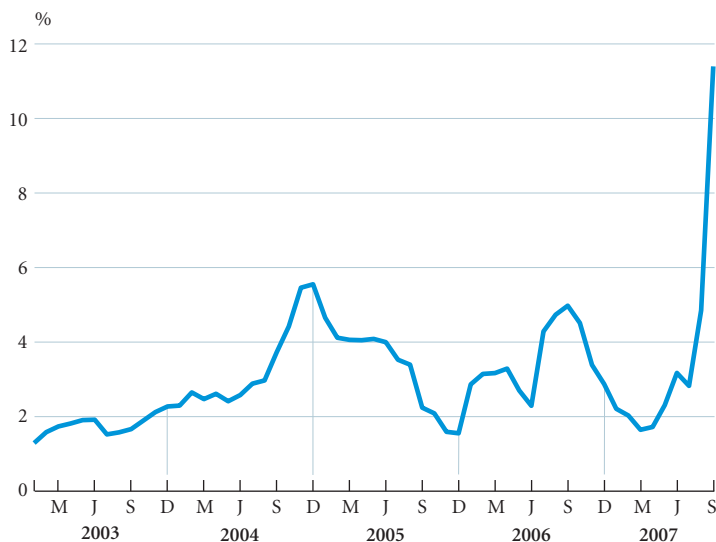
Variación interanual de los precios de los carburantes y lubricantes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

FUERTE SUBIDA DE LA LECHE

Variación interanual del precio de la leche



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

los mercados emergentes, entre otros factores.

Otros alimentos elaborados, como el pan, y algunos de los no elaborados, como el pollo, también se encarecieron apreciablemente, reflejando el ascenso del precio de los cereales en los mercados mundiales de materias primas. Así, el precio del pan continuó su ascenso hasta presentar una tasa de variación interanual del 8,1%, y el pollo, del 11,3%. De este modo, muchos alimentos básicos han experimentado notables subidas en los últimos meses, si bien hay excepciones; por ejemplo, las patatas, que sólo subieron el 1,5% en el último año, y la carne de ovino, con una caída interanual del 7,6%.

Por su lado, los bienes industriales no energéticos continuaron moderándose gracias a las fuertes presiones de la competencia internacional y a la apreciación del euro. Así, en conjunto, los precios de estos productos sólo subieron el 0,4% en los últimos doce meses, anotando el nivel mínimo de los últimos años.

También los servicios moderaron su ritmo de encarecimiento. Su tasa de variación anual se redujo en dos décimas hasta el 3,7%. El principal impulso provino del turismo y hostelería, cuya tasa de variación anual experimentó un decremento de dos décimas, hasta el 4,3%. Cabe señalar en este apartado que los viajes organizados experimentaron un descenso más pronunciado que en septiembre de 2006, de manera que sus precios cayeron el 0,8% con relación a doce meses antes.

¿Qué perspectivas se presentan para la inflación? La continuación de la senda ascendente del precio del crudo hasta nuevas cotas máximas en octubre y las tensiones en las materias primas agrarias hacen presagiar que el rumbo alcista del IPC va a proseguir durante algunos meses. La tendencia a la desaceleración del consumo y la fortaleza de la moneda única europea probablemente sólo podrán contrarrestar parcialmente esta evolución. De esta forma, la tasa de variación del IPC podría sobrepasar el 3% antes de final del año.

Nivel mínimo de la inflación de los bienes industriales no energéticos.

La subida del IPC continuará en los próximos meses hasta situarse por encima del 3%.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Septiembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2006	2007	2006	2007	2006	2007
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	104,2	0,3	0,9	2,5	2,8	4,6	3,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	107,1	0,1	0,0	0,7	5,6	1,1	6,4
Vestido y calzado	97,2	3,5	3,5	-8,9	-9,2	1,2	1,0
Vivienda	104,0	-0,1	0,0	5,1	3,4	5,8	3,2
Menaje	102,8	0,3	0,3	1,6	1,5	2,7	2,5
Medicina	98,1	0,0	0,0	1,4	-2,5	1,4	-2,2
Transporte	102,8	-2,3	0,3	3,7	4,5	0,2	2,6
Comunicaciones	100,3	0,0	0,0	-0,8	1,1	-1,1	0,4
Ocio y cultura	99,6	-1,6	-1,7	-0,1	-0,6	0,3	-1,0
Enseñanza	104,4	0,8	0,7	1,2	1,3	4,0	4,5
Hoteles, cafés y restaurantes	105,9	-0,7	-0,9	4,1	4,6	4,4	4,9
Otros	103,5	0,2	0,1	3,4	2,6	4,0	3,0
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	104,0	0,1	0,9	2,0	3,5	3,5	3,7
Alimentos sin elaboración	105,7	0,6	0,7	2,8	2,3	5,6	4,0
Conjunto no alimentario	102,3	-0,3	0,2	1,5	1,3	2,5	2,3
Bienes industriales	100,2	-0,2	0,9	-0,1	-0,7	1,2	1,0
<i>Productos energéticos</i>	102,6	-3,8	0,6	6,7	6,4	0,9	2,3
<i>Carburantes y combustibles</i>	102,4	-5,0	0,7	7,2	7,6	-0,4	2,1
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	99,4	1,1	1,0	-2,3	-3,0	1,3	0,4
Servicios	104,5	-0,4	-0,6	3,3	3,3	3,9	3,7
Inflación subyacente (**)	102,6	0,2	0,3	1,0	1,1	2,9	2,6
ÍNDICE GENERAL	102,9	-0,2	0,3	1,7	1,7	2,9	2,7

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El diferencial de inflación con la UEM aumenta ligeramente hasta 0,6 puntos.

Por otra parte, la tasa de inflación en términos armonizados con la Unión Europea se situó igualmente en el 2,7% en septiembre. Así, el diferencial de inflación con la zona del euro aumentó ligeramente hasta 0,6 puntos.

Los precios industriales registran la mayor tasa de inflación interanual en 2007.

Tensionamiento de los precios industriales en septiembre

Como era previsible, en septiembre la inflación de los productos industriales aban-

donó la senda bajista que la había llevado al mínimo desde marzo de 2004. En efecto, el índice general de precios industriales registró una variación anual del 3,4% en septiembre, 1,1 puntos más que en el mes anterior. El repunte de septiembre se debió sobre todo a las alzas de los precios energéticos y de los precios agrarios, como reflejo de las tensiones en los mercados internacionales de materias primas correspondientes.

La tasa de inflación interanual de los precios industriales se colocó en un máximo

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

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

anual. Los precios de los bienes energéticos pasaron de una caída anual del 2,9% en agosto a una subida del 0,8% en septiembre, a resultas de la nueva escalada del oro negro. La remontada de la inflación de los bienes de consumo se centró en los productos no duraderos. Así, la industria alimenticia y de bebidas subió del 3,7% al 5,9% anual. En cambio, la fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos bajó sus precios un 2,6% en relación con septiembre de 2006 gracias a aumentos de productividad. Por su parte, los bienes intermedios continuaron

moderándose suavemente, reflejando la desaceleración de los metales, pero osentaban la mayor tasa de inflación interanual, del 5,3%.

Por otro lado, los datos de los precios percibidos por los agricultores, que alcanzan hasta julio, ya mostraban tensiones en el apartado de los productos ganaderos. Por su parte, los precios de importación en agosto se hallaban contenidos por la fortaleza del euro y por la disciplina de la competencia global.

Escalada de los precios de los productos ganaderos en origen.

Sector exterior

El crecimiento del déficit comercial se desacelera debido básicamente a la menor contribución de la balanza energética.

El déficit comercial modera su ritmo expansivo

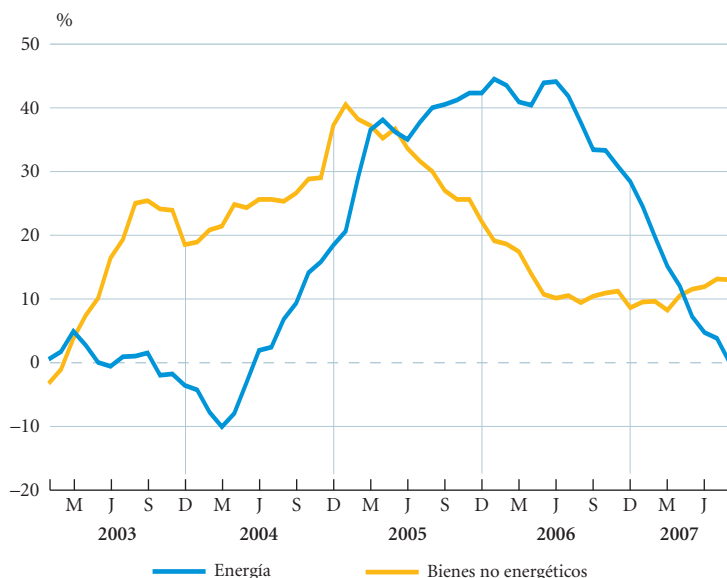
En los ocho primeros meses de 2007, tanto las exportaciones como las importaciones de mercancías crecieron un 7,4% en términos nominales. El déficit comercial ascendió a cerca de 62.698 millones de euros, con un crecimiento del 7,2% interanual, que viene a confirmar la pauta de moderación seguida últimamente. Sin embargo, el comportamiento indicado responde exclusivamente a la desaceleración del crecimiento de los bienes energéticos. Sin contar éstos, se observa que el crecimiento del déficit correspondiente al resto de componentes tendió más bien a acelerarse en los últimos meses, tal como puede apreciarse en el gráfico siguiente.

En definitiva, el problema del desequilibrio comercial que pesa sobre la economía española dista mucho de estar resuelto. El déficit comercial no ha cesado de crecer en los últimos años, hasta el punto de que, en agosto, el saldo negativo acumulado de los últimos doce meses doblaba al anotado en el mismo periodo de 2003. En 2006, el déficit aludido (medido por aduanas) ascendió al 9,1% del producto interior bruto (PIB), porcentaje que podría verse superado este año.

La aceleración que ha sufrido el déficit comercial español en los últimos años responde a causas diversas. El fuerte tirón de las importaciones debido al intenso crecimiento de la demanda nacional es, desde luego, una de ellas. Pero también la

EL CRECIMIENTO DEL DÉFICIT COMERCIAL NO ENERGÉTICO TIENDE A ACELERARSE

Variación interanual del saldo acumulado de 12 meses



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

COMERCIO EXTERIOR

Enero-agosto 2007

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	26.330	-5,3	14,5	4.853	-6,8	4,1	-21.477	18,4
Bienes de consumo	50.035	6,3	27,5	42.922	5,1	36,0	-7.112	85,8
<i>Alimenticios</i>	10.068	9,7	5,5	13.786	5,1	11,6	3.718	136,9
<i>No alimenticios</i>	39.967	5,1	22,0	29.137	0,7	24,5	-10.830	72,9
Bienes de capital	18.835	8,1	10,4	10.877	-1,7	9,1	-7.958	57,7
Bienes intermedios no energéticos	86.603	12,4	47,6	60.453	12,4	50,8	-26.151	69,8
Por áreas geográficas								
Unión Europea 25	107.288	7,6	59,0	84.017	7,1	70,5	-23.271	78,3
<i>Zona del euro</i>	89.649	8,1	49,3	67.318	8,1	56,5	-22.331	75,1
Otros países	74.515	7,0	41,0	35.088	8,1	29,5	-39.427	47,1
<i>Rusia</i>	5.351	6,1	2,9	1.278	40,7	1,1	-4.074	23,9
<i>EEUU</i>	6.365	12,5	3,5	5.098	2,3	4,3	-1.267	80,1
<i>Japón</i>	4.075	7,6	2,2	897	4,8	0,8	-3.178	22,0
<i>América Latina</i>	9.480	1,6	5,2	6.828	0,3	5,7	-2.653	72,0
<i>OPEP</i>	13.840	-7,2	7,6	3.319	12,8	2,8	-10.521	24,0
<i>Resto</i>	35.403	14,5	19,5	17.669	10,8	14,8	-17.735	49,9
TOTAL	181.803	7,4	100,0	119.105	7,4	100,0	-62.698	65,5

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

continua erosión de la competitividad de la economía española es otro factor a tener en cuenta. Según el Banco de España, en los últimos cinco años (entre 2001 y 2006) los costes laborales unitarios crecieron en España un 13,9%, prácticamente el doble que en la zona del euro y cerca de tres veces más que en el conjunto de los países de la OCDE.

Descontando el efecto del aumento de los precios, el crecimiento real de las importaciones en los primeros ocho meses del año se cifró en el 6,9% interanual, por encima del correspondiente a las exportaciones (4,1%). Cabe destacar el fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital en dicho periodo (un 11,1% real), aunque está perdiendo impulso úl-

timamente. Las compras de bienes de consumo alimenticio registraron también un crecimiento intenso en estos ocho meses (8,8% en volumen), en contraste con el más moderado del resto de bienes de consumo (2,9%).

En cuanto a las exportaciones, las relativas a bienes intermedios no energéticos son las que exhiben un mayor dinamismo, con un 7,3% de crecimiento real en estos ocho meses, con respecto al mismo periodo del año anterior. Por el contrario, muestran una mayor debilidad las ventas al exterior de bienes de consumo no alimenticio, que crecieron un 0,6% real en el periodo considerado, y las correspondientes a bienes de capital, que descendieron un 1,5%.

En términos reales, el crecimiento de las importaciones sigue siendo superior al de las exportaciones.

Las exportaciones a terceros países crecen más que las destinadas a la Unión Europea.

Por áreas geográficas, cabe destacar que el crecimiento nominal de las importaciones procedentes de la Unión Europea (7,6% interanual, de enero a agosto) superó al de las compras procedentes del resto de países (7,0%). En cambio, el crecimiento de las exportaciones a otros países (8,1%) se situó por encima del anotado en las ventas a la Unión Europea (7,1%). Subrayamos, por último, el elevado crecimiento de las exportaciones a Rusia (40,7%) y a los países de la OPEP (12,8%).

Aumentan los déficit de rentas y transferencias

Durante los siete primeros meses de 2007, el déficit por cuenta corriente se elevó a

cerca de 60.082 millones de euros, un 20,9% más que en el mismo periodo del año anterior. En términos absolutos, el déficit no para de ampliarse. En efecto, el saldo negativo acumulado en los últimos doce meses sobrepasa ya los 95.000 millones de euros, el doble que en los inicios de 2005, con una participación creciente sobre el PIB –ascendió al 8,6% en 2006 y podría acercarse al 9,5% en 2007.

El déficit de la balanza comercial es el factor que tiene un mayor peso en el déficit corriente (cerca del 90% del mismo), aunque su contribución a la ampliación de dicho desequilibrio está disminuyendo progresivamente. De hecho, el crecimiento del déficit comercial acumulado de los últimos doce meses cayó en julio al 10,6%

El déficit por cuenta corriente sigue ampliándose...

BALANZA DE PAGOS

Julio 2007

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo	% variación anual	Saldo	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-48.500	8,2	-83.830	-8.034	10,6
Servicios					
<i>Turismo</i>	15.366	0,7	27.546	166	0,6
<i>Otros servicios</i>	-3.375	-4,6	-5.141	366	-6,7
Total	11.991	2,2	22.406	532	2,4
Rentas	-17.911	44,8	-26.529	-6.996	35,8
Transferencias	-5.661	32,9	-7.154	-3.167	79,4
Total	-60.082	20,9	-95.107	-17.664	22,8
Cuenta de capital	2.309	-7,9	5.976	-404	-6,3
Balanza financiera					
Inversiones directas	-26.432	-36,3	-40.458	1.491	-3,6
Inversiones de cartera	107.643	-27,2	158.139	-7.034	-4,3
Otras inversiones	-2.870	-92,3	-933	21.327	-95,8
Total	78.341	13,8	116.748	15.785	15,6
Errores y omisiones	934	-	1.277	6.956	-
Variación de activos del Banco de España	-21.502	16,8	-28.895	-4.673	19,3

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

interanual, prácticamente la mitad que un año antes, con las salvedades apuntadas anteriormente.

Por el contrario, la aportación del déficit de rentas y transferencias no hace más que aumentar. En los últimos doce meses, el déficit de rentas se incrementó en 6.996 millones de euros, con respecto a un año antes, y el correspondiente a transferencias lo hizo en 3.167 millones. Estas cantidades representan en torno al 60% del aumento total que registró el déficit corriente en el periodo considerado.

Al propio tiempo, el superávit de servicios, muy estancado, ve mitigado el efecto compensatorio que venía ejerciendo años atrás.

En cuanto a los flujos financieros, cabe reseñar que, excluido el Banco de España, de enero a julio se registró un saldo positivo de 78.341 millones de euros. Este superávit se generó por unas entradas netas procedentes de las inversiones de cartera que superaron con creces las salidas netas registradas en el resto de instrumentos.

...debido en gran medida al crecimiento del saldo negativo de las balanzas de rentas y transferencias.

Sector público

El aumento de los ingresos no financieros del Estado supera en 6,7 puntos porcentuales al PIB nominal.

La expansión de la masa salarial y de los beneficios empresariales impulsa a los impuestos directos, cuya recaudación nota poco la reforma fiscal.

Fuerte crecimiento de la recaudación por impuestos directos

El ritmo de cruce con el que avanza la economía influye favorablemente en las cuentas públicas. En los nueve primeros meses del ejercicio, los ingresos no financieros del Estado aumentaron el 13,8% en relación con el mismo periodo de 2006, incluyendo los ingresos cedidos a las administraciones autonómicas y locales de acuerdo con el sistema de financiación vigente. De este modo, las entradas en las arcas del Estado crecieron a una tasa superior en 6,7 puntos porcentuales al producto interior bruto (PIB) nominal.

La recaudación por impuestos directos subió el 22,0% respecto a enero-septiembre

del año pasado. La principal partida fue el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), que aumentó el 16,4%. En este fuerte aumento incidió un alza del 38,8% de la cuota diferencial positiva del ejercicio 2006. Las retenciones del trabajo ascendieron el 9,7%, lo que refleja el aumento de las remuneraciones salariales y también el impacto limitado de la reforma del IRPF que entró en vigor en enero de 2007. Las retenciones sobre el capital mobiliario, las ganancias de los fondos de inversión y arrendamientos se elevaron el 41,9% debido al incremento de las rentas del capital, junto con la subida del tipo de retención del 15% al 18% al principio del año.

Los ingresos por el impuesto de sociedades se expandieron el 31,8%. El ingreso

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Septiembre 2007

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	11.869	9,9	111.523	11,9
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	6.694	13,0	52.608	16,4
Impuesto de sociedades	640	17,4	29.372	31,8
IVA	5.366	12,0	41.625	1,9
Impuestos especiales	1.753	6,3	14.764	7,2
Resto	1.786	-0,9	14.645	18,4
Total	16.239	10,4	153.014	13,8
Pagos no financieros	8.928	5,4	101.354	9,3
Saldo de caja	2.941	26,0	10.169	47,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	515	-17,1	12.857	20,0

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

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

de la cuota diferencial positiva del ejercicio 2006 superó en el 34,2% a la del año anterior. El primer pago fraccionado de 2007 creció el 17,6% a consecuencia de la buena marcha de los beneficios empresariales, pero que también trasluce la modesta modificación de este impuesto a partir de enero.

Los impuestos indirectos, en cambio, sólo aumentaron el 3,4%, a causa mayormente de la moderación del impuesto sobre el valor añadido (IVA). Las entradas acumuladas por el IVA sólo aumentaron el 1,9%, a causa de un elevado grado de realización de las devoluciones. Si se corrige este efecto, el incremento del IVA en términos homogéneos resulta del 4,1%, lo que acusa la desaceleración del consumo. Por su parte, los impuestos especiales se elevaron el 7,2% gracias a un ascenso de la recaudación del impuesto sobre las labores del tabaco, que se incrementó el 15,6% después de la subida de los tipos impositivos. El impuesto especial más importante, el de hidrocarburos, se incrementó el 2,7%, y el de los impuestos sobre el alcohol y las bebidas alcohólicas, el 2,0%.

En el resto de ingresos no financieros destaca el alza de los ingresos patrimoniales, debido a los beneficios ingresados por el Banco de España y a los intereses de las cuentas del Tesoro. También las transferencias de capital experimentaron un extraordinario incremento, impulsadas por los ingresos del fondo comunitario para el desarrollo regional FEDER.

Por otro lado, los pagos no financieros del Estado crecieron el 9,3% con relación a

los tres primeros trimestres de 2006. Los gastos de personal experimentaron un aumento anual del 6,4% por la mejora de las retribuciones en algunas áreas de la administración pública. Los gastos en bienes y servicios se elevaron el 16,8%, al ser el ejercicio un año con elecciones. Los gastos financieros son la única partida que baja, con un descenso anual del 7,3% debido al calendario de vencimientos de la deuda. Es destacable el gran aumento de los gastos por inversiones reales, del 15,5%, y de las transferencias de capital, del 26,8%.

Como resultado de esta evolución, el Estado consiguió un superávit al superar los ingresos a los pagos. En términos de contabilidad nacional, es decir, utilizando una metodología contable que tiene en cuenta los recursos y los empleos cuando se comprometen, el Estado logró una capacidad de financiación acumulada de 12.857 millones de euros, cifra que supone un aumento del 20,0% con relación al mismo periodo de 2006. En relación con el PIB, el superávit del Estado representó el 1,22%, que se compara favorablemente con el 1,09% del año precedente.

Pero no todo el monte es orégano. La ralentización inmobiliaria está afectando negativamente a las cuentas de las autonomías, que tienen cedido el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentales, al registrarse caídas interanuales en el número de transacciones inmobiliarias. De todas formas, todo parece indicar que el conjunto de las cuentas públicas registrará un buen resultado en el ejercicio 2007.

Las entradas por el IVA acusan la ralentización del consumo.

El Estado logra un superávit del 1,22% del PIB hasta septiembre.

La desaceleración del mercado inmobiliario impacta en las cuentas de las autonomías.

Los presupuestos de 2050 son de color gris

El envejecimiento de la población supone un enorme reto para la política fiscal. La razón: la presión que el aumento de la población de mayor edad ejercerá sobre el gasto público en pensiones, sanidad y políticas de dependencia. Según muchas estimaciones, esta presión puede llegar a ser asfixiante. Aunque la situación demográfica en España es tal que sentiremos las consecuencias más tarde que en otros países europeos –el punto de máxima presión será hacia mitad de siglo– el aumento previsto del gasto es mayor. Aunque los primeros síntomas pueden tardar más de una década en hacerse del todo evidentes el momento de plantearse soluciones para desactivar esta bomba de relojería fiscal es ahora.

Los demógrafos lo tienen muy claro: la proporción de los mayores de 65 años en la población total aumentará espectacularmente en los próximos decenios. Las últimas proyecciones del INE indican que en 2050 habrá menos de dos personas de entre 15 y 64 años por cada persona mayor de 64 (véase cuadro inferior). Hoy en día, esta ratio es algo superior a cuatro. La fuerte inmigración de los últimos años ha retrasado el momento en el que la ratio alcanzará su valor mínimo pero no ha alterado la dinámica fundamental del proceso de envejecimiento, un fenómeno que es consecuencia de la caída de la tasa de fertilidad y del aumento de la longevidad.

PROYECCIONES DE LA POBLACIÓN ESPAÑOLA POR GRUPOS DE EDAD

% de la población total

Grupo de edad	Escenario de baja inmigración			Escenario de inmigración alta		
	2007	2025	2050	2007	2025	2050
Menores de 16 años	14,7	13,7	12,8	14,7	14,1	13,2
De 16 a 64 años	68,4	64,5	53,7	68,4	64,9	55,9
Mayores de 64 años	16,9	21,9	33,5	16,9	21,0	30,8
Población total (millones)	44,2	46,2	43,9	44,2	50,0	53,2

FUENTE: INE.

Sin cambios en las políticas actuales, el impacto sobre el gasto público será, aunque gradual, enorme. El aumento más importante se producirá en el gasto en pensiones, que se podría situar a mitad de siglo por encima del 15% del PIB, siete puntos arriba del nivel actual.⁽¹⁾ A esto se debe añadir el previsible aumento, que podría llegar a ser de 4%-5% del PIB, del gasto en sanidad y programas de dependencia. Se trata, sin duda, de cifras considerables. Financiar tal aumento del gasto con una mayor recaudación por IRPF e IVA requeriría prácticamente doblar la recaudación actual de estos dos impuestos como proporción del PIB. La economía difícilmente podría soportar esta gradual pero espectacular subida de la presión fiscal sin sufrir graves deterioros en el crecimiento de la productividad sobre todo teniendo en cuenta la disminución en el porcentaje de la población en edad de trabajar, que es el segmento que paga más impuestos.

¿Qué hacer entonces con esta patata caliente? La opción más cómoda es no hacer nada y esperar que demógrafos y economistas vayan errados. No son pocos los que se apuntan a esta «solución» alegando los antecedentes

(1) Las proyecciones más recientes se encuentran en Economic Policy Committee (2006), *Impact of ageing populations on public spending*, Bruselas; OCDE (2007), *OECD Economic Surveys: Spain*, París; y Jimeno, J., J. Rojas y S. Puente (2006), «Modelling the Impact of Aging on Social Security Expenditures», Documentos Ocasionales No. 0601, Banco de España.

no muy exitosos de unos y otros, incluido Malthus, a la hora de hacer proyecciones a muy largo plazo. La estrategia, sin embargo, es muy arriesgada pues si esperamos demasiado y, al final, estaban en lo cierto el ajuste necesario será mucho más doloroso. En este sentido, el impacto fiscal del envejecimiento presenta similitudes con el fenómeno del cambio climático pues en ambos casos las consecuencias están sujetas a muchas incertidumbres, son difícilmente cuantificables, y se prevén alejadas en el tiempo. Todo ello hace más difícil asumir hoy los costes de ajuste.

Lo más sensato sería considerar qué cambios son necesarios para minimizar el impacto del envejecimiento sobre el presupuesto de 2050. En primer lugar, nos podríamos plantear cambios en nuestro sistema de pensiones que contribuyan a reducir el gasto a largo plazo como, por ejemplo, utilizar toda la vida laboral para calcular las pensiones, en vez de solamente los últimos quince años de cotización, cuando los salarios tienden a ser más altos. Otra alternativa sería retrasar la edad de jubilación, lo cual parece factible ante el aumento de la esperanza de vida y el nivel de salud. Además, este cambio se podría aplicar de manera gradual para que fuera políticamente aceptable: Si cada año retrasamos seis semanas la edad de jubilación (hasta los 65 años y 6 semanas en 2008, 65 años y 12 semanas en 2009, etc.), ésta alcanzaría los 70 en 2050, reduciendo para ese año la población en edad de jubilación en un 20%. En el área de la sanidad, es probable que se plantee tarde o temprano un mayor uso del copago por parte del usuario como fuente de financiación y como instrumento para racionalizar la demanda. Todas estas modificaciones, al reducir la generosidad de los sistemas públicos de pensiones y sanidad, exigen a los ciudadanos un mayor ahorro a título individual para hacer frente a los gastos asociados a su envejecimiento. Por ello, sería también lógico plantearse una mejora en el tratamiento fiscal del ahorro.

Otra forma de adaptar la política presupuestaria ante el futuro aumento del gasto es ahorrar ahora. La manera en la que el presupuesto de las administraciones públicas genera ahorro es mediante la acumulación de superávits fiscales. Ello permite reducir la deuda pública (y el correspondiente pago por intereses) y aumentar el fondo de reserva de la seguridad social. Afortunadamente, España, con un superávit fiscal y un nivel de deuda relativamente bajo, se encuentra en una situación mucho más saludable que la de la mayoría de nuestros vecinos europeos, que deberán hacer un gran esfuerzo para ajustar las cuentas públicas ante el envejecimiento de la población. En todo caso, la política presupuestaria a corto y medio plazo se debe enmarcar dentro de la estrategia a largo plazo para minimizar el coste fiscal (y económico en general) del envejecimiento.

Lo más importante en el corto plazo es iniciar una labor de concienciación social: merece la pena plantearnos la cuestión del envejecimiento cuanto antes. Posponer la discusión sólo aumentará los costes del ajuste.

Ahorro y financiación

El euríbor a un año sube hasta el 4,725% en septiembre y posiblemente haya tocado techo.

Menor holgura de las condiciones de oferta de las entidades financieras para los préstamos y créditos al sector privado.

La demanda de crédito se modera

El euríbor a doce meses, utilizado ampliamente como tipo de interés de referencia, se incrementó en 6 puntos básicos en promedio mensual en septiembre hasta el 4,725%. Se trató del menor aumento mensual de los últimos seis meses y posiblemente ya haya tocado techo al haberse moderado las expectativas de subidas del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo. Por su parte, las entidades financieras continuaron trasladando las elevaciones de los tipos de interés interbancarios a los tipos de interés de los préstamos y créditos con un cierto retraso. Así, el tipo de interés promedio de los préstamos y créditos al sector privado as-

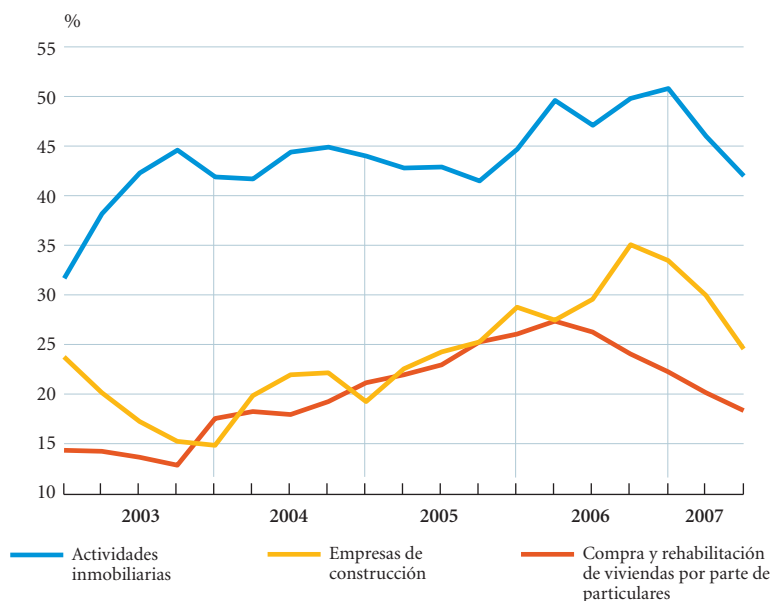
cendió hasta el 5,86% en agosto, 104 puntos básicos por encima de un año antes.

En este marco, la financiación al sector privado presentaba un perfil de suave desaceleración, con un alza interanual del 20,2% en agosto, 4,1 puntos menos que diez meses antes, pero manteniendo un ritmo de expansión considerable. Este impulso es más notable en las empresas, cuya financiación subió el 23,6% en los doce últimos meses, mientras que en las familias se aprecia una acentuación de la ralentización.

Por modalidades de crédito empresarial, en el último año los arrendamientos financieros, destinados a la inversión, expe-

EL CRÉDITO A LA CONSTRUCCIÓN YA SE DESACELERABA ANTES DE LA CRISIS SUBPRIME

Variación interanual del crédito al sector privado



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Agosto 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	86.287	911	1,1	8.275	10,6	5,1	
Deudores con garantía real (*)	1.031.525	108.549	11,8	178.825	21,0	61,2	
Otros deudores a plazo	474.920	60.331	14,6	95.712	25,2	28,2	
Deudores a la vista	32.659	-1.454	-4,3	4.638	16,6	1,9	
Arrendamientos financieros	44.677	3.964	9,7	6.046	15,7	2,7	
Créditos dudosos	14.217	3.358	30,9	3.425	31,7	0,8	
TOTAL	1.684.285	175.659	11,6	296.921	21,4	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

rimentaron un considerable aumento del 15,7%. Por otro lado, el crédito comercial, que se utiliza para financiar el capital circulante, subió el 10,6% en relación con agosto de 2006. La encuesta sobre préstamos bancarios en España del pasado mes de julio publicada por el Banco de España recoge un cierto grado de menor holgura de las condiciones de oferta aplicadas a los créditos solicitados por las empresas y apunta a que el endurecimiento continuaría en el tercer trimestre.

Por sectores, con datos que alcanzan hasta junio, se observa una marcada desaceleración del crédito a la construcción y una suave ralentización del canalizado a los servicios. En cambio, el crédito a la industria muestra un mayor vigor, si bien su tasa de variación interanual era inferior a los otros grandes sectores. El crédito a las actividades inmobiliarias continuó moderándose hasta una tasa de variación anual del 41,8%, que aún siendo muy alta, supone 8,8 puntos menos que al final de 2006.

Respecto a las familias, su tasa de ahorro disminuyó en el segundo trimestre hasta el 10% de su renta disponible, según datos del Instituto Nacional de Estadística que incluyen a las sociedades sin fines de

lucro. Esta evolución se produjo a consecuencia de que los gastos de consumo aumentaron más que su renta disponible. Esta tasa de ahorro se sitúa en un nivel históricamente bajo, aunque no es incongruente con un momento cíclico de fuerte crecimiento económico. No obstante, dadas las perspectivas de desaceleración económica es probable que el ahorro de las familias se recupere.

La financiación a los hogares se expandió el 15,8% en los últimos doce meses hasta agosto, 3,8 puntos menos que en diciembre. Esta moderación se debe sobre todo a un menor ritmo de crecimiento del crédito para la compra de la vivienda. Pero el resto de créditos también se moderó fuertemente hasta mostrar una tasa de variación interanual del 13,8% en agosto. La desaceleración del crédito a las familias se debe a una flexión de la demanda, desalentada por la subida de los tipos de interés y los altos precios de las casas, pero también a unas condiciones de financiación menos favorables, que previsiblemente van a continuar.

Por otra parte, el alza de los tipos de interés en el último periodo ha originado un repunte de la morosidad, apreciable en el hecho de que los créditos dudosos ascen-

Mayor vigor del crédito a la industria.

La tasa de ahorro de las familias continúa disminuyendo, si bien probablemente esté a las puertas de una recuperación.

La morosidad tiende a subir, pero se coloca en cotas bajas.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Segundo trimestre de 2007

	Saldo (*)	Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%
Financiación de actividades productivas					
Agricultura, ganadería y pesca	24.294	1.280	5,6	2.348	10,7
Industria	132.145	12.657	10,6	22.289	20,3
Construcción	144.552	10.234	7,6	28.357	24,4
Servicios	568.184	63.359	12,6	134.872	31,1
Total	869.174	87.530	11,2	187.866	27,6
Financiación a personas físicas					
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	588.694	44.305	8,1	90.446	18,2
Adquisición de bienes de consumo duradero	53.898	2.437	4,7	4.737	9,6
Otras financiaciones	112.135	7.690	7,4	16.846	17,7
Total	754.726	54.432	7,8	112.029	17,4
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	5.955	251	4,4	846	16,6
Resto sin clasificar	22.497	1.514	7,2	1.420	6,7
TOTAL	1.652.351	143.726	9,5	302.161	22,4

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

dieron un 31,7% en los doce últimos meses hasta agosto. Sin embargo, la tasa de morosidad del conjunto de las entidades crediticias se colocaba en el 0,84%, cota relativamente baja. Más reducida todavía es la tasa de dudosidad hipotecaria para la adquisición de vivienda, que era del 0,51%, si bien también se percibe una trayectoria ascendente.

Ofensiva de las entidades financieras para captar depósitos

La contrapartida de la subida de los tipos de interés es un crecimiento de los depósitos bancarios en los últimos doce meses hasta agosto del 21,5%, que supera levemente al de los créditos. Este considerable aumento ha sido favorecido por la subida de la remuneración de las cuentas bancarias, especialmente a plazo. Así, el tipo medio de los depósitos a plazo de las familias se elevó hasta el 3,91% en agosto,

con un incremento de 101 puntos básicos en el último año y superando ampliamente a la tasa de inflación.

De esta forma, las imposiciones a plazo hasta 2 años experimentaron un ascenso del 38,4% en los doce últimos meses y alcanzaron una participación del 25,0%. Esta clase de cuentas salieron beneficiadas con el nuevo régimen fiscal del ahorro vigente a partir de enero, que suprimió la bonificación fiscal de los intereses a partir del plazo de 2 años. De hecho, los depósitos en moneda extranjera todavía experimentaron un aumento superior, al contar con diferenciales de tipos de interés a su favor, si bien se trata de un producto poco extendido. Las cuentas a la vista y de ahorro, por su parte, sólo crecieron el 4,1% sobre agosto del año anterior, lastradas por unas bajas remuneraciones.

El importante crecimiento de los depósitos bancarios ha sido insuficiente para fi-

La mejora de las retribuciones impulsa a los depósitos a plazo.

nanciar el volumen de créditos, ya que éste es superior, por lo que las entidades financieras han debido recurrir a la emisión de valores y a las titulaciones. Dado que las condiciones de los mercados financieros se han endurecido a raíz de la crisis de las hipotecas *subprime* en el verano y se ha complicado la emisión de valores, las entidades financieras han intensificado las campañas para la captación de depósitos del sector privado.

De esta manera, los depósitos bancarios se han convertido en una fuerte competencia para otros productos financieros, como las participaciones en los fondos de inversión mobiliaria. En septiembre, el patrimonio de los fondos de inversión bajó en 4.139 millones de euros, debido principalmente a una fuga de 4.937 millones de euros. Los partícipes también estuvieron influenciados por las minusvalías registradas en agosto como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros en dicho mes. De esta manera, por primera vez en el decurso del

ejercicio el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se situó por debajo del nivel del principio del año, a causa de unas salidas netas de dinero de 7.304 millones de euros.

No obstante, la rentabilidad promedio anual del conjunto de fondos de inversión mobiliaria se colocó en el 4,54% al final del tercer trimestre, siendo positiva para casi todas las modalidades. La clasificación estaba encabezada por la renta variable de los mercados emergentes, que logró unas ganancias del 39,8%, seguida por la renta variable nacional, con un alza del 15,0%.

Por lo referente a los fondos de inversión libre, los *hedge funds*, que cobraron protagonismo en el panorama internacional durante las convulsiones financieras del verano, su reciente andadura en el mercado español apenas ha resultado afectada. Así, al final de septiembre su patrimonio ascendía a 501 millones de euros, frente a 240 al final de junio.

El patrimonio de los fondos de inversión cae por primera vez en el ejercicio por debajo del nivel del final de 2006.

Extraordinarias ganancias de los fondos de renta variable emergentes.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Agosto 2007

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (*)	425.816	-22.521	-5,0	16.828	4,1	34,0
A plazo hasta 2 años	313.015	66.609	27,0	86.901	38,4	25,0
A plazo a más de 2 años	379.634	46.785	14,1	84.548	28,7	30,4
Cesiones temporales	86.894	3.070	3,7	16.299	23,1	6,9
Total	1.205.359	93.943	8,5	204.576	20,4	96,4
Depósitos en monedas no euro	45.328	12.611	38,5	16.472	57,1	3,6
TOTAL	1.250.687	106.554	9,3	221.048	21,5	100,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Publicaciones del Servicio de Estudios

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

www.estudios.lacaixa.es

Correo electrónico:

publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica

■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versión inglesa del Informe Mensual

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2007

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

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

Noviembre 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
TOTAL PRESUPUESTO	400

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

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

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

Más información en www.estudios.lacaixa.es



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