

Informe Mensual



NÚMERO 308

Crisis financieras y cómo escapar de la rueda de la historia Pág. 18

¿En qué se parece y en qué se diferencia la crisis *subprime* de las anteriores crisis financieras?

Crisis subprime: ¿son los derivados de crédito los culpables? Pág. 35

Los CDO han sido el vehículo por el que una crisis hipotecaria local reverbera por todo el mundo. ¿Cómo es posible?

De la clásica hipoteca a los bonos con garantía hipotecaria Pág. 63

Las cédulas hipotecarias, una innovación financiera con bajo perfil de riesgo y alta calidad crediticia

Hedge Funds: licencia para invertir Pág. 66

Los «fondos de inversión libre» son vistos con reverencia y temor. ¿Cómo funcionan y para qué sirven?

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					Previsiones
Producto interior bruto									
Estados Unidos	2,9	2,1	2,0	2,6	1,5	1,9	2,6	2,5	
Japón	2,2	1,9	1,7	2,4	2,5	1,5	2,2	1,5	
Reino Unido	2,8	3,0	2,1	3,2	3,1	3,1	3,2	3,0	
Zona del euro	2,9	2,6	2,1	3,3	3,2	2,5	2,6	2,2	
<i>Alemania</i>	3,1	2,5	2,0	3,9	3,6	2,5	2,5	1,5	
<i>Francia</i>	2,2	1,8	1,8	2,1	1,9	1,4	2,1	1,8	
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,2	2,7	2,7	2,0	2,4	2,6	2,4	3,5	
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	2,1	2,3	1,8	1,9	1,9	1,9	2,8	
<i>Alemania</i>	1,7	2,1	2,0	1,4	1,8	1,8	2,1	2,7	
<i>Francia</i>	1,7	1,3	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	1,8	
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
	Previsiones			Previsiones					Previsiones
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	3,7	3,1	2,4	3,7	3,4	3,3	2,9	2,7	
Consumo de las AAPP	4,8	5,5	5,2	4,9	5,7	5,0	5,8	5,6	
Formación bruta de capital fijo	6,8	5,9	3,2	6,4	6,6	6,6	5,6	4,9	
<i>Bienes de equipo</i>	10,4	11,7	6,8	11,4	13,3	13,1	11,2	9,6	
<i>Construcción</i>	6,0	4,2	1,7	5,7	5,2	4,6	3,8	3,4	
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,1	4,6	3,3	5,3	5,1	4,9	4,4	4,1	
Exportación de bienes y servicios	5,1	6,0	5,6	7,3	3,6	4,8	8,0	7,7	
Importación de bienes y servicios	8,3	7,2	6,0	8,8	5,9	6,6	8,3	8,0	
Producto interior bruto	3,9	3,8	2,9	4,0	4,1	4,0	3,8	3,5	
Otras variables									
Empleo	3,2	3,0	2,0	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7	
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,1	8,2	8,3	8,5	8,0	8,0	8,1	
Índice de precios de consumo	3,5	2,8	3,1	2,6	2,4	2,4	2,4	3,8	
Costes laborales unitarios	2,3	3,0	3,1	2,4	2,8	2,9	3,0	3,2	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,8	-9,5	-9,6	-8,6	-10,4	-9,0	-10,1		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-8,1	-8,9	-9,0	-7,4	-9,8	-8,8	-9,9		
Saldo público (% PIB)	1,8	1,5	0,9						
MERCADOS FINANCIEROS									
	Previsiones			Previsiones					Previsiones
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	5,0	5,0	4,0	5,3	5,3	5,3	5,1	4,5	
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	4,4	
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	1,38	1,47	1,30	1,32	1,35	1,39	1,46	

Innovación financiera, derivados y otros sospechosos habituales

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 13 China
 - 14 México
 - 16 Materias primas
- 18 **Crisis financieras y cómo escapar de la rueda de la historia**
- 22 Unión Europea
 - 22 Previsiones Comisión Europea
 - 24 Zona del euro
 - 26 Alemania
 - 28 Francia
 - 29 Italia
 - 31 Reino Unido
- 32 Mercados financieros
 - 32 Mercados monetarios y de capital
- 35 **Crisis subprime: ¿son los derivados de crédito los culpables?**
- 44 Coyuntura española
 - 44 Actividad económica
 - 49 Mercado de trabajo
 - 53 Precios
 - 58 Sector exterior
 - 61 Ahorro y financiación
- 63 **De la clásica hipoteca a los bonos con garantía hipotecaria**
- 66 **Hedge Funds: licencia para invertir**
- 70 Índice del año

¿Cómo imaginar 500 billones de dólares? Sería una cifra equivalente al producto interior bruto de Estados Unidos en 35 años. ¿Mareante? Pues este es el importe de las posiciones abiertas en los mercados de derivados no organizados (*over-the-counter*) mundiales, medidas por los activos subyacentes, a finales de junio de 2007, según el Banco de Pagos de Basilea. Y ese segmento de derivados es sólo una parte de la galaxia de productos comprendidos bajo la denominación de innovación financiera. Una innovación que, como casi siempre que acaece una crisis en el sector financiero, pasa a ser la primera sospechosa de las calamidades producidas. Las turbulencias que vienen sufriendo los mercados desde agosto, con la crisis hipotecaria estadounidense, han vuelto a centrar la atención en la innovación de los mercados financieros.

La culpa seguramente la tienen ¡cómo no! los belicosos ejecutivos de Wall Street. Pero lo cierto es que la innovación financiera es tan antigua como el dinero, si no más. ¿Cómo hay que definir, si no, la idea surgida en algún pequeño reino del Oriente Próximo de acuñar moneda metálica, varios siglos antes de nuestra era? ¿O la de utilizar papel como dinero, como sucedió en la China de la dinastía Song hace 1.000 años? Innovaciones revolucionarias, al lado de las cuales los FRAs, los *swaps* o los *warrants* parecen reformas menores.

Lo que actualmente entendemos por innovación financiera empezó a desarrollarse hacia finales de los años sesenta, cuando la economía mundial empezó a tomar una dimensión más global y los mercados financieros dejaron de ser reductos nacionales. Las innovaciones financieras persiguen uno o varios objetivos a la vez. El más común es transferir riesgos, es decir, protegerse ante los cambios inesperados en los tipos de interés, los tipos de cambio, las cotizaciones bursátiles, etc. También buscan aumentar la liquidez, facilitando la transmisibilidad de los activos. Pretenden asimismo abrir nuevas vías de financiación o inversión a inversores o ahorradores que normalmente no tendrían acceso a las mismas. Pueden servir, en fin, para aumentar los recursos propios de un emisor, mejorando así su solvencia patrimonial. La creciente sofisticación de estas innovaciones dio paso a una nueva categoría, los derivados financieros, cuya característica es que su valor se basa en el de otro activo, el denominado subyacente. Se trata de una estructura que puede ser compleja, ya que puede integrar varias figuras básicas –la compraventa a plazo suele ser la más frecuente– y una combinación de activos. Su utilidad ha extendido enormemente su utilización, como se constata por las cifras anteriores. Pero su complejidad no facilita su comprensión y por eso en momentos de perturbación a menudo se les culpabiliza por su supuesto potencial destructivo sobre los mercados financieros.

La actual crisis *subprime*, con el protagonismo de los CDO (*collateralized debt obligations*), debe servir para afinar determinados aspectos ligados a la emisión, negociación y regulación de este tipo de derivados. Es deseable una mayor transparencia sobre el cálculo, la distribución y la concentración de los riesgos de este tipo de productos en el ámbito financiero internacional. Cualquier regulación de estos instrumentos debe ser coordinada internacionalmente y evitar determinados vacíos legales que pueden dar lugar a prácticas abusivas que al final acaban pagándose. Pero, eso sí, siempre sin abandonar la flexibilidad que ha permitido que los derivados, con su capacidad de dividir los riesgos financieros en partes y componentes más pequeños que pueden ser negociados en función de objetivos de gestión específicos, hayan cambiado la dimensión del sistema financiero, ampliando sus capacidades y mejorando la eficiencia de los mercados.

RESUMEN EJECUTIVO

La crisis de las hipotecas *subprime* amenaza la estabilidad de algunas grandes instituciones financieras internacionales.

Los resultados macroeconómicos del tercer trimestre reflejan unas economías con un crecimiento todavía elevado...

...pero la perspectiva es menos optimista de cara a los meses venideros.

Crisis *subprime*: tiempos difíciles

Lo que empezó hace un par de años como una crisis del sector inmobiliario estadounidense se convirtió en agosto en una crisis del mercado hipotecario que derivó en un colapso de la liquidez en los mercados financieros, con huida hacia la calidad y alza de la aversión al riesgo. Ahora amenaza con convertirse en un problema de solvencia para algunas de las primeras instituciones financieras internacionales, de lo que cabe derivar un posible frenazo del crédito. El panorama, lejos de aclararse, se ha deteriorado en las últimas semanas.

Para trazar el rumbo de la crisis, recordemos que en septiembre y octubre las bolsas subieron, aparentemente ajenas a los problemas de liquidez del interbancario, a las provisiones extraordinarias de los grandes bancos de inversión y al mantenimiento de las primas de riesgo en niveles altos. Es más, los datos macroeconómicos fueron sorprendentemente buenos. En Estados Unidos, el producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre creció un 2,6% respecto al mismo periodo del año anterior, frente a los crecimientos del 1,5% y 1,9% de los dos primeros trimestres, respectivamente. Lo mismo sucedió en Japón, cuyo PIB se incrementó un 2,2% en julio-septiembre (1,5% en el segundo trimestre), o en la zona del euro, que mantuvo el pulso económico al crecer un 2,6%, una décima más que en el periodo precedente. Los resultados de los países emergentes en el tercer trimestre no decepcionaron, al registrarse avances del 11,5% en China, 9,2% en India, 7,8% en Rusia o 5,6% en Brasil.

Pero noviembre ha sido un mal mes. Las esperanzas de una resolución más o menos rápida de la crisis se han desvanecido

y se ha registrado un deterioro considerable de las expectativas. Se teme que nuevas malas noticias estén por llegar, ahora que se acerca el cierre del ejercicio. Las señales de alarma han vuelto a encenderse: tensiones en los mercados monetarios, *spreads* elevados, más provisiones por insolvencias, restricciones de crédito. Como colofón, las bolsas han sufrido un acusado retroceso en noviembre, arrastradas en gran medida por el declive de los valores financieros. La deuda pública a 10 años estadounidense ha bajado del 4%, lo que expresa a las claras el pesimismo con que el mercado encara el futuro inmediato. El efecto de la crisis *subprime* sobre las entidades financieras americanas empieza a compararse ya con la última gran crisis del sector, la de los *Savings&Loans*, a finales de los ochenta.

Por tanto, los buenos datos macroeconómicos del tercer trimestre se han dejado de lado y muchos hablan ya de recesión inminente. Seguramente no es para tanto, pero los datos que se esperan para el último compás de 2007 son poco favorables. La recesión inmobiliaria de Estados Unidos no se atempera. El gasto en construcción del tercer trimestre disminuyó un 20,1% respecto al periodo anterior en términos anuales. Las viviendas iniciadas, pese a un leve repunte en octubre, quedaron un 16,4% por debajo del mismo periodo del año anterior. Apuntando en igual dirección, los permisos de construcción, que vienen a ser un indicador adelantado del anterior, descendieron un 24,5%, mientras que los precios siguen bajando. El consumidor –que genera tres cuartas partes del PIB– no se rinde, manteniéndose como bastión inexpugnable frente a las fuerzas recesivas. Pero algunos datos empiezan a inquietar, como el descenso de la

confianza hasta los niveles del *Katrina*, hace ahora dos años.

Tampoco los datos de Japón y la zona del euro son tan buenos como parece. La economía nipona sufre una crisis inmobiliaria acentuada y su crecimiento sigue dependiendo en buena medida de la exportación, con el elemento de fragilidad que esto supone. La súbita apreciación del yen en noviembre ha repercutido inmediatamente en un descenso de la bolsa, lo que en cierta medida expresa la sensibilidad de la economía a la situación del sector exterior. En la eurozona, los buenos datos de crecimiento no alteran la pauta de desaceleración, de manera que no podemos confiar en que Europa continental tome el testigo de Estados Unidos; por otra parte, la fortaleza del euro frente a los principales socios comerciales –dólar, libra esterlina, renmimbi, yen– no augura una trayectoria sosegada para las ventas exteriores en los próximos meses.

Frente al aumento del riesgo de estancamiento en Estados Unidos y de mayor desaceleración en Japón y Europa, el remedio debería ser la distensión monetaria. La Reserva Federal de Estados Unidos ha recordado dos veces el tipo de referencia de los fondos federales desde el arranque de la crisis. El Banco Central Europeo y el Banco de Japón no han movido ficha. ¿Debe volver a bajar la Reserva Federal? Así lo reclama la comunidad financiera.

Pero Ben Bernanke, el presidente del banco central estadounidense, duda. ¿Por qué? La respuesta está en el precio del barril de petróleo, que ha rozado los 100 dólares, y en la cotización del dólar, en mínimos históricos. Hay riesgo de desaceleración, incluso de recesión, pero también de inflación, y esto crea un dilema muy complicado para la política monetaria. Recortar más los tipos puede dar alas a la inflación sin conseguir reactivar la economía. Y esto tiene un nombre de mala memoria, *stagflation*, o estancamiento con inflación. Un escenario que nos remite a la década de los

setenta y principios de los ochenta, la más complicada para la política económica desde la segunda guerra mundial. Además, recortar los tipos de interés americanos podría dar la puntilla a un dólar ya muy debilitado. También aquí aflora la mala memoria de los setenta, cuando el dólar sufrió las consecuencias del desequilibrio de la balanza de pagos americana, entrando en un largo declive que desbarató el sistema monetario internacional creado en Bretton Woods.

Ni el Banco de Japón ni el BCE lo tienen mucho más fácil. El gobernador nipón no esconde sus deseos de elevar el actual tipo de interés de referencia, ahora en un muy bajo 0,50%. Pero con un crecimiento económico poco asentado y con la deflación que no cesa, difícilmente va a poder dar este paso. Jean-Claude Trichet, gobernador del BCE, también tiene las manos atadas. El índice de precios de consumo escaló hasta el 2,6% en octubre y todavía no ha tocado techo. El riesgo de inflación es evidente y por tanto tal vez debería reanudar las subidas de tipos de interés interrumpidas por la crisis *subprime*. Pero el ascenso del euro –rozando el cambio de 1,50 dólares– no permite echar más leña al fuego, a riesgo de precipitar la ralentización de la actividad.

Economía española: encarando la desaceleración

La situación coyuntural también se complica en el caso de la economía española. Los buenos tiempos van quedando atrás a medida que los datos de contabilidad nacional certifican el retorno de las tasas de crecimiento hacia niveles más sostenibles. En todo caso, los datos correspondientes al tercer trimestre muestran un avance firme que se traduce en un crecimiento del 3,8% respecto al mismo trimestre de 2006. La expansión de la economía española continúa siendo sensiblemente superior a la de la eurozona, si bien el diferencial se ha estrechado.

No parece que Japón y Europa vayan a tomar el relevo de Estados Unidos como motores de la economía mundial.

La política monetaria tiene un margen de actuación más estrecho, por los riesgos inflacionistas y por los movimientos de los tipos de cambio.

La economía española crece un 3,8% en el tercer trimestre.

El consumo de los hogares va perdiendo vigor y el gasto en construcción se ralentiza, aunque la inversión en equipo presenta todavía tasas elevadas.

El sector exterior mejora, compensando en parte la desaceleración de la demanda interna.

El empleo crece a un ritmo del 3%, pero la productividad apenas avanza, mientras que la inflación sufre el impacto de la subida del petróleo.

El crecimiento se modera, pero a la vez se produce de forma más equilibrada. La ralentización se manifiesta en el consumo de las familias y en la inversión en construcción. En cambio, el sector exterior ha mejorado su contribución al PIB, al restar menos crecimiento.

El consumo de los hogares continuó perdiendo vigor en los meses veraniegos hasta presentar un aumento interanual del 2,9%, cuatro décimas menos que en el segundo trimestre. Por el contrario, el consumo de las administraciones públicas se aceleró en el tercer trimestre hasta presentar un alza interanual del 5,8%. En cuanto a la inversión, todos sus componentes moderaron su ritmo de crecimiento. La tasa de variación interanual de la construcción descendió hasta el 3,8%, lejos del 7,1% del primer trimestre de 2006, poniendo de manifiesto un menor dinamismo en la edificación residencial y también en la obra pública. El aumento anual de la inversión en inmuebles residenciales se redujo al 2,9%, y probablemente, en los próximos meses va a continuar la desaceleración de la construcción de viviendas, a juzgar por la caída de los visados de obra nueva. En cuanto a la construcción de infraestructuras, la última tasa anual está afectada en su comparación con el periodo anterior por las últimas elecciones autonómicas y locales, por lo que es previsible una próxima recuperación, dados los proyectos en marcha. Por su parte, la inversión en bienes de equipo moderó sensiblemente su expansión hasta mostrar un crecimiento intertrimestral del 0,8%, aunque la tasa interanual se situaba en un elevado 11,2%.

Respecto al sector exterior, tanto las exportaciones de bienes como las de servicios se aceleraron, gracias a la pujanza de la demanda externa. Las importaciones de bienes y servicios también se avivaron, pero en menor medida, de manera que se frenó el deterioro del sector exterior.

Desde el punto de vista de la oferta, la desaceleración de la construcción y del sector

primario sólo pudo ser compensada parcialmente por el suave repunte de los servicios de mercado y de la industria. El valor añadido bruto de la construcción experimentó una notable pérdida de vigor y su ritmo de variación anual se situó en el 3,6%. La industria se aceleró ligeramente, aunque su tasa de variación en términos anuales bajase hasta el 2,4%. Las ramas de los servicios de mercado que experimentaron un mayor dinamismo fueron el transporte, los servicios a las empresas y el comercio. Los servicios públicos, por el contrario, ralentizaron su avance. En conjunto, las ramas de servicios mantuvieron un notable ritmo de expansión y la tasa de variación interanual subió dos décimas hasta el 4,4%.

Según los datos de la contabilidad trimestral, en el tercer trimestre continuó la tendencia a una suave ralentización del empleo, pero todavía con un estimable crecimiento interanual del 3,0%. La ocupación en la industria no mejoró con respecto al trimestre anterior y siguió siendo ligeramente inferior al mismo periodo del año precedente. La construcción continuó perdiendo empuje, si bien presentaba la mayor alza del empleo respecto a un año antes. Por su parte, los servicios de mercado flojearon, pero mantenían un crecimiento interanual del 3,2%.

El punto débil sigue siendo la evolución de la productividad, que apenas presenta mejoras. Tampoco la inflación atraviesa un buen momento, ya que el efecto del alza del petróleo ha provocado un notable ascenso del índice de precios de consumo, al igual que en el resto de economías. Con un entorno internacional complicado, la economía española encara el fin del ejercicio con una inercia notable, que permitirá alcanzar un crecimiento total del 3,8% en el año, uno de los más elevados de la zona del euro, y unas perspectivas de seguir creciendo por encima de la media comunitaria en 2008.

27 de noviembre de 2007

CRONOLOGÍA

2006

- 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.
31 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 4,50%.
- noviembre 8** El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (15.945,7) con una ganancia acumulada del 12,7% con relación al final de diciembre de 2006.
23 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 95,45 dólares por barril.
27 El **euro** cotiza a 1,487 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.

AGENDA

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).

Enero

- 3** Avance IPCA (diciembre).
10 Índice de producción industrial (noviembre).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
15 IPC (diciembre). Balanza de pagos (octubre).
16 IPC armonizado de la UE (diciembre).
24 Precios industriales (diciembre).
25 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
30 Comité de Mercado Abierto de la Fed.

COYUNTURA INTERNACIONAL

El PIB de Estados Unidos crece un 2,6% en el tercer trimestre gracias a demanda interna y exportaciones...

Estados Unidos: la desaceleración es suave pero sigue

A la evolución reciente de la economía americana se le puede aplicar aquella vieja frase popular del «ni tanto ni tan calvo». Después de un inicio de año muy débil que encendía las luces de alarma y daba munición a los agoreros, vinieron los robustos datos del producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre que hacen parecer que todos los problemas se han esfumado. Lo dicho, ni tanto ni tan calvo. La economía sigue con su ralentización suave pero duradera.

El PIB tuvo una ligera aceleración y creció un 2,6% interanual en el tercer trimestre, un 3,9% respecto al segundo trimestre en términos anuales. El perfil de recuperación de la actividad queda reforzado por su composición. La demanda interna aumentó su contribución al avance intertrimestral del 2,4% hasta el 2,9% gracias a la recuperación del consumo privado. Por otra parte, si bien la contribución del sector exterior pasó del 1,3% al 1,0%, el veredicto siguió siendo alcista ya que las exportaciones siguieron viento en popa y sólo restó el natural aumento importador debido a la fuerza del consumo interno.

Pese a lo dicho, las expectativas de crecimiento andan algo disminuidas al noroeste del Atlántico. En primer lugar, la recuperación de la inversión en equipo no brilla por su intensidad y la construcción sigue sin salir del túnel. En segundo lugar, la tendencia de fondo del consumo privado sigue siendo de desaceleración lenta, pues los efectos que sobre éste pueda tener la debilidad del sector de la vivienda

se caracterizan por ser de cierta duración y en su mayor parte están por venir. En tercer lugar, el mercado de trabajo, el otro gran soporte de los endeudados consumidores, aguanta pero también evoluciona a la baja.

El mercado de la vivienda influye en la actividad económica a través de dos mecanismos. Por un lado, en la oferta, el gasto en construcción del tercer trimestre disminuyó un 20,1% respecto al periodo anterior en términos anuales y, siendo un componente del PIB, hizo a este último perder un 0,9% (sobre el total de 3,9%). Las perspectivas siguen sin ser halagüeñas ya que las viviendas iniciadas, pese a un leve repunte en octubre, quedaron un 16,4% por debajo del mismo periodo del año anterior, con una fuerte atonía en el crucial sector de las viviendas unifamiliares. Apuntando en igual dirección, los permisos de construcción, que vienen a ser un indicador adelantado del anterior, descendieron un 24,5%.

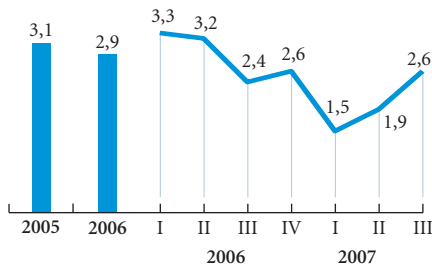
El segundo mecanismo por el que el sector de la vivienda actúa sobre la demanda agregada es el efecto riqueza. Unos precios a la baja hacen sentirse a los consumidores más pobres y sus compras deben acabar resintiéndose. El índice Case-Schiller de precios de la vivienda intensificó en agosto sus descensos perdiendo un 5,0% interanual. Áreas como Las Vegas, Florida, Detroit o San Diego tuvieron retrocesos sensiblemente mayores. La venta de viviendas de segunda mano de septiembre cayó un 19,8% interanual, la de nuevas no fue mejor y el ratio entre las viviendas vendidas o alquiladas respecto a las vacantes bajó en el segundo trimestre

...pero la debilidad de la construcción sigue y el precio de los inmuebles desciende un 5%.

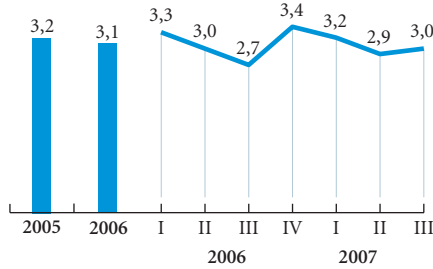
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

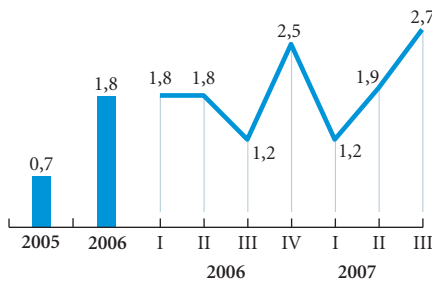
PIB



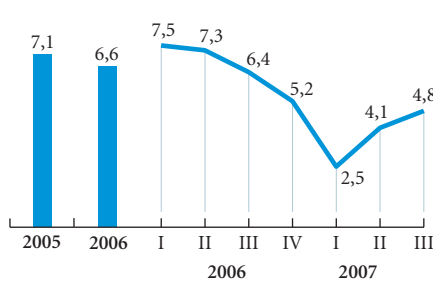
Consumo privado



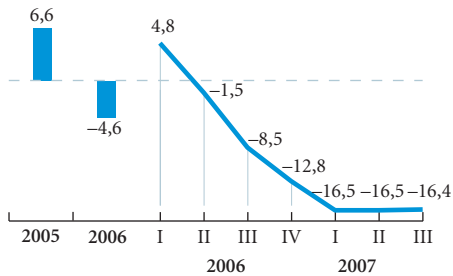
Consumo público



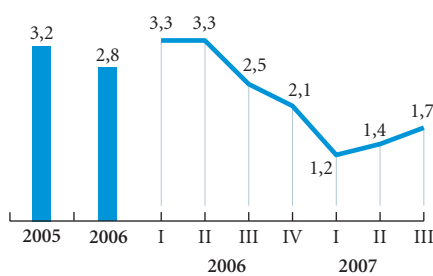
Inversión no residencial



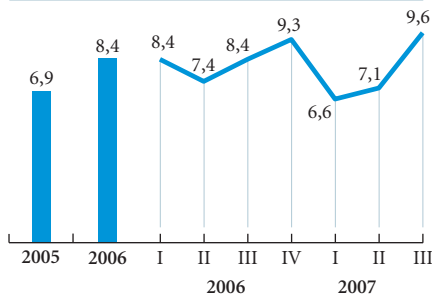
Inversión residencial



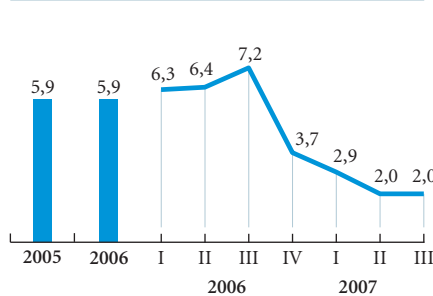
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



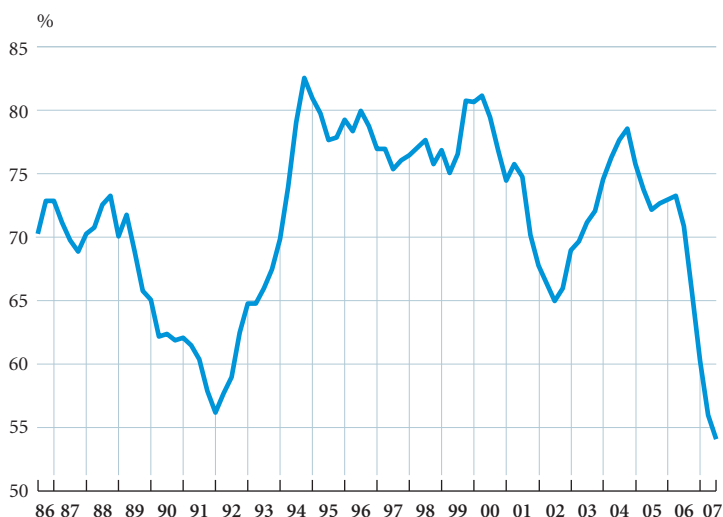
FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

hasta el 54,1%, un nivel inferior a los mínimos de 1991 cuando tuvo lugar la anterior crisis de la vivienda.

Con los bancos viendo subir el número de hipotecas que entran en mora, quitándose de encima activos considerados de

ESTADOS UNIDOS: EL MERCADO DEL LADRILLO, EN MÍNIMOS

Viviendas vendidas o alquiladas en relación con las existencias de viviendas disponibles



FUENTES: Federal Housing Board y elaboración propia.

El consumo privado y sus expectativas se ralentizan con parsimonia, con un mercado laboral que muestra fortaleza.

riesgo y restringiendo el crédito, las perspectivas de gasto de los endeudados consumidores son bajistas. Las ventas al por menor siguen este camino, aunque sin socavones. Sin autos ni gasolina, altamente volátiles, el consumo minorista de octubre creció un 3,6% interanual, lo que marca una línea de desaceleración lenta pero bien definida. En línea con esta tendencia, el Índice de Confianza del consumidor del Conference Board siguió a la baja pasando de 99,5 al nivel de los 95,6 puntos.

El mercado de trabajo sigue una evolución muy similar. Los datos de octubre, con 166.000 nuevos empleos, fueron mejores de lo esperado pero, aun así, en los últimos doce meses se han creado 1.676.000 empleos cuando en el mismo periodo del año anterior se habían creado 2.394.000. La tasa de desempleo de octubre permaneció inalterada en el 4,7% de la población activa.

Esta tendencia a la desaceleración es, empero, amortiguada por las empresas no fi-

nancieras, que siguen presentando beneficios y que, a diferencia de los consumidores, presentan unos niveles de endeudamiento razonables. La ralentización de la marcha económica encuentra así un elemento de resistencia que puede observarse en la evolución de octubre del índice de actividad empresarial del Institute for Supply Management. En el sector de manufacturas bajó ligeramente de 52,0 a los 50,9 puntos, un nivel que, por estar por encima de 50, indica que las respuestas optimistas aún ganan la partida, aunque sea por poco, a las respuestas pesimistas. En servicios, el índice incluso se permitió una ligera subida, de 54,8 a los 55,8 puntos. Destaca además que, aparte de la presión al alza de los componentes de precios, los nuevos pedidos, en especial los de exportación, están entre los más altos mientras que el empleo sigue por encima de 50.

Por su parte, la inflación sigue calmada. El índice de precios al consumo (IPC) de octubre se aceleró y pasó de crecer un 2,8% a un 3,5% interanual por el peculiar

Los empresarios ven un mantenimiento de la actividad y el empleo...

ESTADOS UNIDOS: SIGUE LA DESACELERACIÓN DEL CONSUMO

Variación interanual de las ventas minoristas sin automóviles ni gasolina



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

comportamiento del sector energético. Los precios de octubre de 2007 no han sido sensiblemente más altos que en septiembre, pero la comparación con el nivel

de precios de octubre de 2006, que en aquel entonces sufrió un descenso importante, arroja un fuerte incremento que no corresponde a la situación actual. Ésta

...mientras que los precios no aprietan, con permiso del petróleo.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006	2007			
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	3,1	2,9	2,6	1,5	1,9	2,6	-
Ventas al por menor	6,6	6,1	5,0	3,4	4,0	4,0	5,2
Confianza del consumidor (1)	100,3	105,9	106,8	109,9	106,7	105,7	95,6
Producción industrial	3,2	4,0	3,5	2,5	1,7	1,8	1,8
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	50,9	50,8	55,2	52,9	50,9
Venta de viviendas unifamiliares	6,5	-18,0	-21,9	-24,6	-21,2	-22,8	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,5	4,5	4,5	4,6	4,7
Precios de consumo	3,4	3,2	1,9	2,4	2,7	2,4	3,5
Balanza comercial (3)	-714,4	-758,5	-758,5	-746,4	-731,5	-704,4	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	4,9
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,9	79,3	77,0	73,9

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.

La capacidad de la economía de crecer sin inflación se reduce.

queda mejor plasmada en el componente subyacente, el general sin alimentos y energía, que siguió creciendo a ritmo de un 2,1% interanual.

Sin embargo, el máximo ritmo al que la economía puede avanzar sin crear tensiones inflacionistas se ha reducido, tal como constata la Reserva Federal. En la situación actual, esto se traduce en menores tasas de crecimiento sin que haya cambios significativos en la tasa de incremento de los precios, o sea, que los riesgos están más del lado de un menor crecimiento que de tensiones inflacionistas. Todo ello debilita al dólar y facilita el crecimiento de las exportaciones que, en los últimos tiempos, está siendo una de las fortalezas de la economía. El déficit comercial de septiembre fue de 55.000 millones de dólares, un 23% por debajo del nivel máximo alcanzado en 2006. Sin embargo, las ayudas de un dólar débil no deberían llegar a extremos indeseados ya que es la confianza en la divisa verde donde radica la capacidad de financiación de la economía estadounidense.

Japón: un frágil repunte

La economía japonesa se recuperó de su anémico segundo trimestre para crecer en el tercero un saludable 2,2% interanual. Las claves del repunte estuvieron, ordenadas según su importancia en términos cuantitativos, en una recuperación de la inversión en equipo, en la continuación de la aceleración exportadora, en un aumento de las existencias y en cierta recuperación del consumo privado, que parece mayor de lo que es ya que se compara con un especialmente débil tercer trimestre de 2006. Sin embargo, las cosas van menos boyantes de lo que parece. En primer lugar, el repunte parece mayor porque el crecimiento de los tres trimestres previos se ha revisado a la baja, en segundo, la construcción tiene un fuerte retroceso que puede prolongarse por cierto tiempo y, en tercero, el repunte inversor podría tener un duración corta.

La inversión en construcción del tercer trimestre cedió un 10,9% interanual, en gran parte a causa de cambios en la regulación

El PIB de Japón repunta creciendo un 2,2% gracias a inversión en equipo y sector exterior...

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	1,9	2,2	2,4	2,5	1,5	2,2	-
Producción industrial	1,5	4,5	5,3	3,6	2,3	3,3	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	25,0	23,0	23,0	23,0	-
Viviendas iniciadas	3,9	4,5	5,4	-1,9	-2,7	-37,1	...
Tasa de paro (2)	4,4	4,1	4,0	4,0	3,8	3,8	...
Precios de consumo	-0,3	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	...
Balanza comercial (3)	10,2	9,4	9,4	10,2	11,1	12,3	...
Tipo interbancario 3 meses (1)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	86,2	81,1	79,2	77,6	75,7	76,9	76,9

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

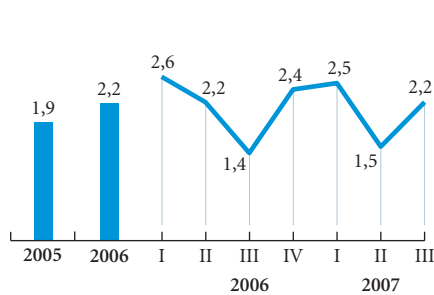
(4) Cambio ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa. Promedio de 2000 = 100.

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

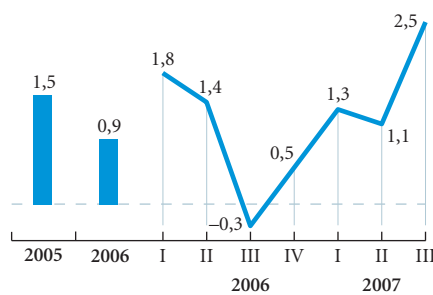
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

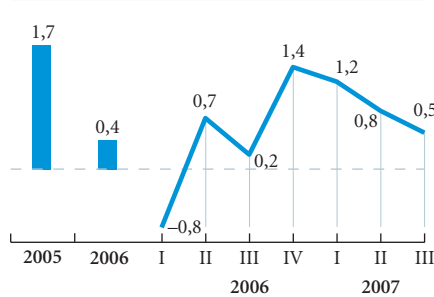
PIB



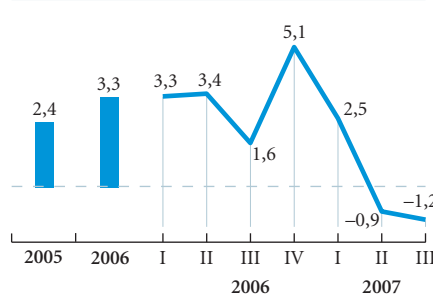
Consumo privado



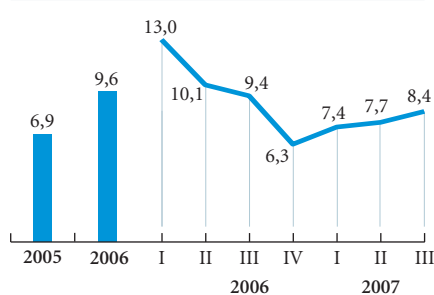
Consumo público



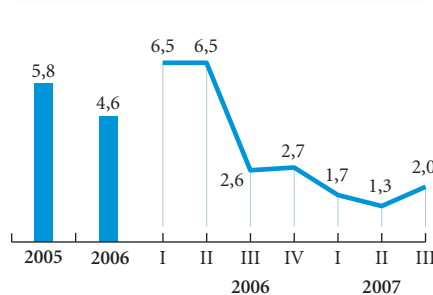
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

que buscan edificios más seguros en caso de terremotos. Si bien esto no es debido al funcionamiento normal del mercado inmobiliario, en algunos aspectos sus efectos han sido superiores a los que la crisis de la vivienda en Estados Unidos. Así, las viviendas iniciadas de septiembre cedieron un 44,0% interanual. Además, dejando aparte cambios de legislación, el mercado de la vivienda japonés tampoco anda muy sobrado de fuerzas, con unas ventas que en octubre retrocedieron un 25,8% en el área de Tokio. Los precios, al no ha-

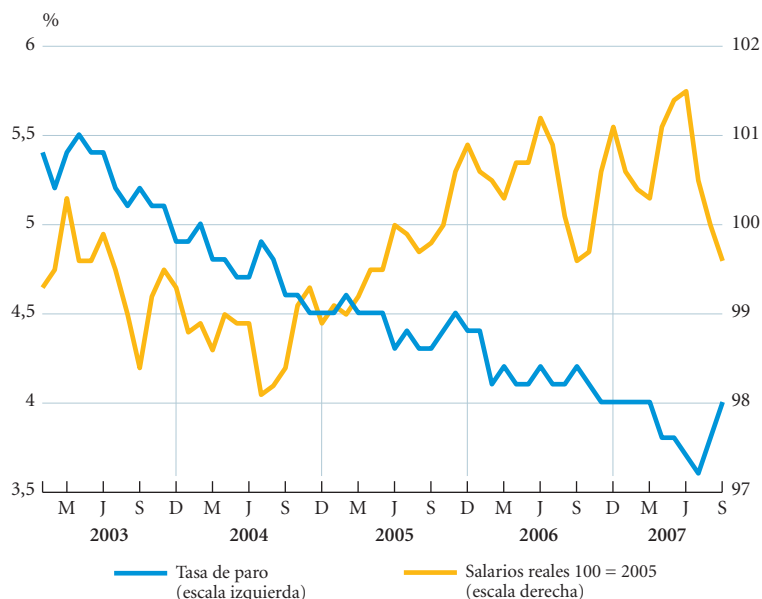
ber participado en la escalada que ha tenido lugar en otros países, aguantaron el tipo con incrementos del 8,0%.

La inversión en equipo en el tercer trimestre parece haberse recuperado levemente de un periodo de debilidad acelerando hasta tasas de avance del 1,6% interanual. Una magra recuperación que no compensa los retrocesos en construcción y que, además, parece tener los días contados, ya que su indicador adelantado, los pedidos de maquinaria, vieron en octubre redu-

...pero la construcción retrocede un 11% y el consumo no encuentra el camino.

JAPÓN: EL PARO ES BAJO PERO LOS SALARIOS NO DESPEGAN

Tasa de desempleo y media trimestral de nivel de salarios reales (*)



NOTA: (*) Descontando incrementos de precios.

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

Los salarios siguen sin despegar a pesar del bajo desempleo.

irse su ritmo de avance del 5,5% al 1,6% interanual y combinaron crecimientos en los destinados a la industria exportadora con fuertes retrocesos en los dirigidos a atender la demanda interna.

El índice de actividad Tankan de grandes empresas manufactureras que publica el Banco Central de Japón siguió en el nivel de los 23 puntos, lo que indica que el sector sigue gozando de buena salud, con unos beneficios empresariales que siguen siendo altos. No es este el caso de los salarios. Pese a una población activa a la baja por causas demográficas y una tasa de desempleo de tan sólo el 4,0% de la población activa, la flexibilización del mercado de trabajo ha llevado a los salarios a crecer un mero 0,6% en términos reales, descontando incrementos de precios, respecto a la media de 2005. Aunque en los dos últimos meses se ha producido un tímido repunte en este sentido, habrá que esperar a que tenga continuidad. Todo ello, unido a factores culturales, no ayuda

a estimular al consumo privado, que vio a su índice de confianza del tercer trimestre bajar por tercera vez consecutiva, esta vez hasta el nivel de los 43,9 puntos.

En el frente de precios, la deflación no para de anunciar su final, ahora con encuestas que muestran un encarecimiento del coste de la vida. Sin embargo, el IPC de septiembre retrocedió un 0,2% interanual, mientras que el índice subyacente, que excluye del general los alimentos frescos, cedió un 0,1%. La buena noticia es que en octubre los precios crecieron en Tokio un 0,1%, por lo que esta vez parece que va en serio.

Aunque la producción industrial de septiembre mostró una clara desaceleración reduciendo su crecimiento hasta el 3,4% interanual, la balanza comercial siguió viento en popa con un superávit acumulado en los doce meses hasta septiembre que se encaramó hasta los 12,3 billones de yenes gracias a la continuada salud de las exportaciones.

El final de la deflación parece cercano pero los precios aún descienden.

China: creciendo con industria y liquidez

El pasado mes, en un supermercado de la empresa Tesco se puso un cartel anunciando que se venderían 3.000 botellas de aceite de cocina a mitad de precio. En el día señalado, la aglomeración de compradores acabó con 19 personas en el hospital. Dicho episodio describe la situación inflacionaria en China más gráficamente que las estadísticas oficiales.

La economía china creció en el tercer trimestre un 11,5% interanual, ritmo algo más lento que en el trimestre anterior, pero encuadrado en la marcha portentosa del presente año. Las exportaciones, que alcanzan ya el 33,8% de la economía, y la inversión volvieron a ser los protagonistas del avance. Por sectores, la aceleración se centra casi exclusivamente en el sector industrial.

Los indicadores de actividad siguieron el mismo patrón, con la producción industrial de octubre avanzando un 17,4% interanual que aleja cualquier perspectiva de enfriamientos. Sin embargo, el consumo privado sigue siendo la parte que no crece lo que debería. En este sentido, las ventas minoristas de octubre avanzaron

un 18,1% interanual, que supone una aceleración que debería ser bien recibida. El problema está en que ello se debe por entero a los incrementos de precios. Descontando éstos, los avances siguen muy por detrás del resto de la economía.

La inflación sigue acelerando, con un IPC general que en octubre se incrementó un 6,5% interanual. El problema está en que los precios de la alimentación subieron un 17,6%. Este sector representa un 14,1% del total de ventas al por menor, pero en las zonas rurales (un 70% de la población) este porcentaje aumenta considerablemente, lo que contribuye a agravar la diferencia campo-ciudad que viene siendo un problema endémico del desarrollo chino.

La mayor influencia de una posible desaceleración americana sobre la economía china no hay que verla tanto en la hipotética reducción de sus importaciones provenientes de China como en los efectos que está teniendo en la política monetaria. Las exportaciones a Estados Unidos contribuyen directamente en un 0,4% al crecimiento nominal chino, que es del 19,7%. Más crucial es la contribución al crecimiento de las exportaciones a Europa, el 1,6%, y de las que van a Asia, que contribuyen en un 2,1%. Incluso conside-

La economía china crece un 11,5% liderada por las exportaciones y la inversión.

La industria sigue mostrando robustez pero el consumo queda atrás.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

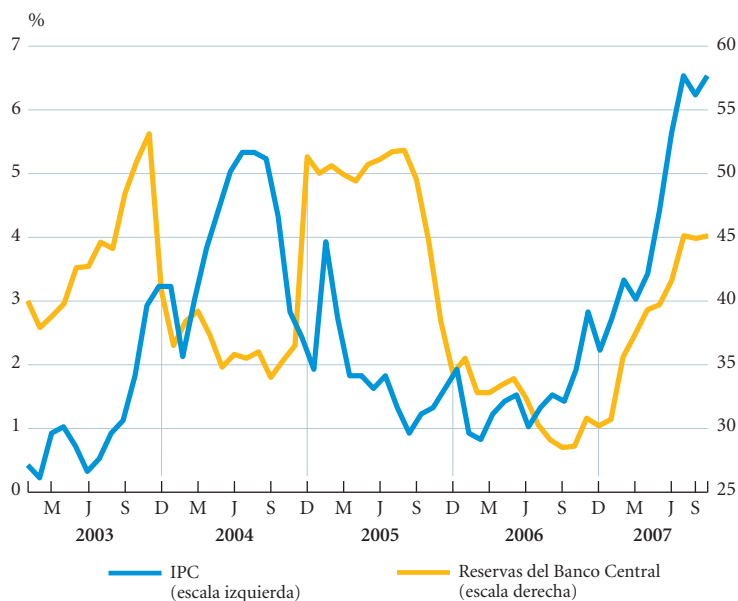
	2005	2006	2006	2007			Octubre
			IV	I	II	III	
PIB real	10,1	10,7	10,4	11,1	11,9	11,5	–
Producción industrial	15,9	16,4	14,8	...	...	...	...
Producción eléctrica	13,4	14,7	15,3	12,4	17,7	16,3	17,4
Precios de consumo	1,8	1,5	2,0	2,7	3,6	6,1	6,5
Balanza comercial (*)	102,0	177,5	177,5	200,5	228,8	253,3	256,5
Tipo interbancario 3 meses (*)	2,4	2,8	3,1	2,8	3,4	3,5	4,3
Renminbi por dólar	8,2	8,0	7,8	7,7	7,7	7,5	7,5

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

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

CHINA: ¿LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS AVIVA LA INFLACIÓN?

Variación interanual del IPC y de las reservas del Banco Central



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

La inflación llega al 6,5% avivada por la acumulación de reservas mientras la bolsa bate récords.

rando efectos indirectos, según el Banco Asiático de Desarrollo, una desaceleración de la economía americana difícilmente podría llegar a sustraer más de un 1,0% del crecimiento.

Sin embargo, el llamado *desacople asiático* no es completo. Las bajadas de tipos de la Reserva Federal han debilitado al dólar. Los banqueros centrales asiáticos, para amortiguar la apreciación de sus divisas respecto al billete verde, han adquirido grandes cantidades de reservas en dólares. Como la venta de bonos gubernamentales no funciona con eficiencia, ello se traduce en aumentos de masa monetaria que neutralizan las tímidas subidas de tipos y de coeficientes de caja para enfriar un poco la maquinaria económica, avivando así el fuego inflacionista en un país que según la Agencia Internacional de la Energía puede ser el máximo consumidor de energía mundial en 2010.

Esta liquidez también va a parar a la bolsa, cuya capitalización total en octubre

llegó a ser el 109,3% del PIB nominal, 177,7% si añadimos los mercados de Hong Kong y Taiwan, cuando hace tan sólo un año era del 31,7%. En este sentido, cabe destacar que la salida a bolsa, y posterior apreciación, de una pequeña parte del capital de la empresa energética estatal Petrochina, la ha convertido en la primera entidad del mundo con un valor de mercado superior al billón de dólares.

México: crecimiento sin inflación pero con déficit exterior

La economía mexicana creció un 3,7% interanual en el tercer trimestre, lo que supone una notable aceleración respecto al 2,8% del periodo anterior. El consumo y la inversión privados están siendo las principales locomotoras del crecimiento mientras que el sector exterior se queda atrás. Entre los indicadores de actividad más recientes, la producción industrial de septiembre se desaceleró creciendo un mero 0,4% interanual. Si bien la cons-

El PIB de México crece un 3,7% sin crear tensiones inflacionistas, apoyado en consumo privado e inversión.

LA INDUSTRIA MEXICANA PIERDE EMPUJE

Variación interanual de la producción industrial (*)



NOTA: (*) Serie de tendencia.

FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

trucción siguió con un perfil bajo pero al alza, fue en las manufacturas donde se perdió el fuelle, con un descenso interanual del 0,3%, en comparación con el avance de 3,2% del mes previo.

Pese a los últimos males de la industria, los costes laborales unitarios parecen volver lentamente al redil. Después del fuer-

te repunte de mayo y junio, en agosto avanzaron un sosegado 0,3% interanual gracias a los incrementos de productividad. En la misma línea, y a pesar de la fuerza de la demanda interna, la tasa de avance del IPC volvió a bajar del 4% para situarse en octubre en un moderado 3,7% interanual. Por su parte, el índice subyacente, sin energía y alimentación, también

La industria se queda atrás, pero los costes laborales se moderan después del repunte del segundo trimestre.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

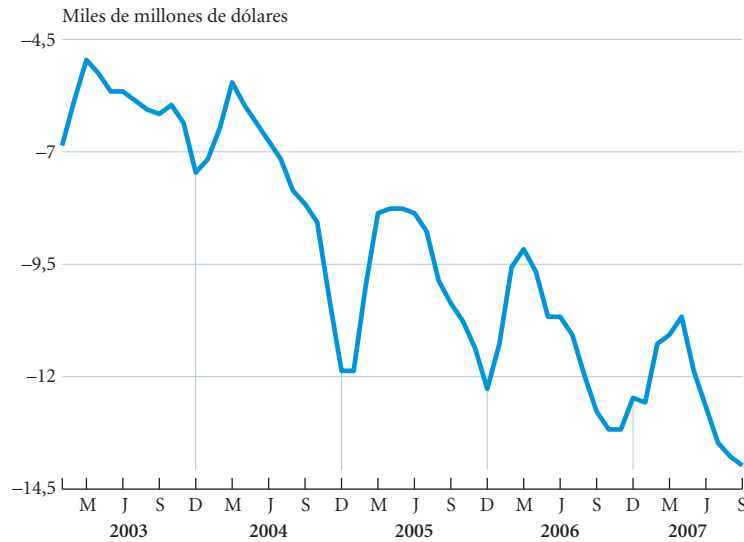
NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

MÉXICO: EL DÉFICIT COMERCIAL SIGUE SIN TOCAR FONDO

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



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

La inflación es moderada pero el déficit comercial sigue deteriorándose.

moderó ligeramente sus avances hasta el 3,9%.

La tasa de paro de septiembre se quedó en el 3,9% de la población activa, un nivel muy bajo que, sin embargo, podría estar escondiendo bolsas importantes de desempleo. En el frente del sector exterior, la balanza comercial de los últimos doce meses hasta septiembre arrojó un creciente déficit de 11.800 millones de dólares. Sin las exportaciones de petróleo ese mismo déficit llegó a los 50.273 millones de dólares, un 11,8% por encima del mismo periodo del año anterior.

Materias primas: el petróleo alcanza cotizaciones de vértigo

A pesar de las importantes fluctuaciones registradas a lo largo del mes, el petróleo se resiste a abandonar la zona de máximos. Tras situarse por encima de los 94 dólares por barril (calidad *Brent* para entregas a un mes) a principios de noviem-

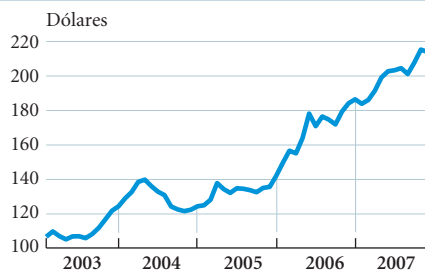
bre, la tensión de las cotizaciones parecía remitir. No obstante, el día 23 se había vuelto a registrar un máximo histórico, 95,45 dólares por barril. Tres días antes la cotización del barril de la calidad *West Texas* había cerrado en 98,48 dólares. El nivel psicológico de los 100 dólares por barril (alcanzado en ciertos momentos en cotizaciones intradía) se percibe, por tanto, al alcance de la mano.

¿A qué se deben estas vertiginosas cotizaciones? Existen tres elementos que están empujando los precios del oro negro. El primero, de carácter fundamental, radica en las dificultades de la oferta para satisfacer una demanda en fuerte expansión. Este argumento se ve reforzado por el hecho de que los máximos del petróleo han coincidido con momentos en que se han conocido malos indicadores de relación de oferta y demanda –y, en especial, los datos de existencias de productos petrolíferos en Estados Unidos–. No obstante, esta explicación, que tiene visos de verosimilitud para justificar la tendencia creciente

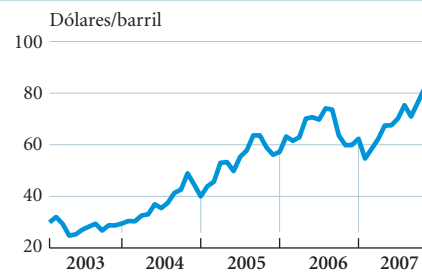
El petróleo sigue anclado en zona de máximos, con el nivel psicológico de 100 dólares por barril al alcance de la mano.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

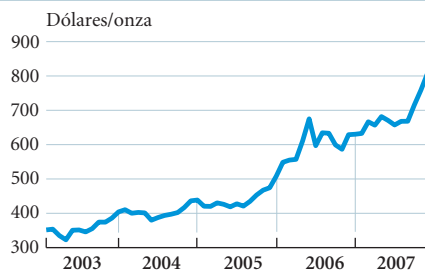
Índice «The Economist»



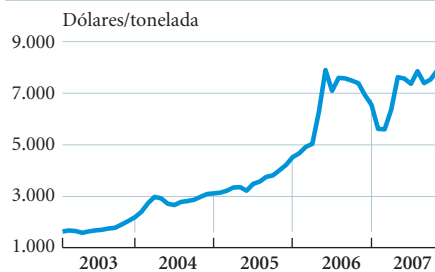
Petróleo Brent



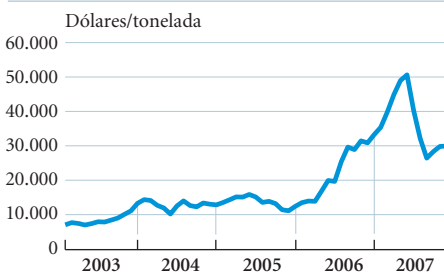
Oro



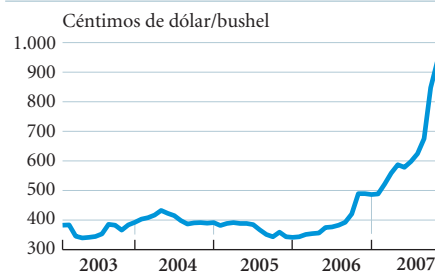
Cobre



Níquel



Trigo



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

de los últimos años, no da cuenta satisfactoriamente del último movimiento alcista, una subida prácticamente en vertical de las cotizaciones en poco menos de mes y medio (aumento del 21% desde el 10 de octubre). Aquí intervienen los dos factores adicionales. El primero, la entrada de fondos de carácter más especulativo; el segundo, la prima de riesgo geoestratégico, vinculada fundamentalmente a la situación de Oriente Medio.

A medio plazo las perspectivas son inciertas. La Agencia Internacional de la Energía revisaba a la baja en su informe men-

sual de noviembre la demanda esperada para el último trimestre de 2007 y 2008. La causa fundamental de esta menor demanda prevista son los altos precios del petróleo que, a juicio del organismo internacional, se combinan con unas perspectivas de crecimiento levemente peores. Adicionalmente, la tercera Cumbre de jefes de estado y de gobierno de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) se reafirmó en las tesis del cártel petrolífero de que la subida de los precios no se debe a un problema de oferta insuficiente, lo que podría poner en duda las previsiones existentes de un au-

La Agencia Internacional de la Energía considera que estos precios erosionarán la demanda de crudo.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2005	2006	2007					
			I	II	III	IV	Octubre	Noviembre
Índice «The Economist» en dólares (*)								
General	3,4	27,5	21,8	17,7	17,2	16,8	20,1	15,6
Alimentarias	-1,8	10,8	16,5	18,9	30,9	30,1	35,6	30,1
Industriales	9,8	46,1	26,9	17,0	6,4	5,6	7,3	3,5
<i>Agrícolas no alimentarias</i>	-2,4	12,4	4,5	3,1	7,6	25,8	21,9	29,2
<i>Metales</i>	16,6	62,0	36,2	21,8	6,2	0,2	3,4	-3,3
Índice «The Economist» en euros (*)								
	3,3	26,0	11,6	9,8	8,6	4,3	6,7	1,7
Petróleo (**)								
Dólares/barril	55,3	66,4	58,7	68,7	74,5	89,5	82,2	92,4
Tasa de variación	45,5	20,1	-6,7	-2,6	5,0	46,8	36,6	53,4
Oro								
Dólares/onza	445,3	604,4	649,6	667,8	680,2	782,7	754,6	806,6
Tasa de variación	8,7	35,7	17,2	6,4	9,4	27,4	28,7	28,5

NOTAS: (*) Tasa de variación interanual.

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

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

Los metales corrigen a la baja en noviembre.

mento de producción por parte de la OPEP.

Por lo que se refiere a las restantes materias primas, durante el mes de noviembre, se ha asistido a una cierta tregua en el *rally* experimentado en los últimos tiempos. El índice «The Economist» de materias primas, medido en dólares, ha retrocedido un 1,1% durante el mes de noviembre, desacelerando su ritmo de crecimiento en más de cuatro puntos respecto a un mes

atrás. Este resultado se ha debido a la caída de los metales, que en un mes han retrocedido un 5,8%, situándose en niveles un 3,5% menores a los de hace un año. Especialmente destacados han sido los desplomes de cobre, plomo y zinc, que han registrado caídas superiores al 15% en el último mes. Las materias primas alimentarias y las agrícolas no alimentarias, en cambio, han seguido creciendo en dicho mes de noviembre.

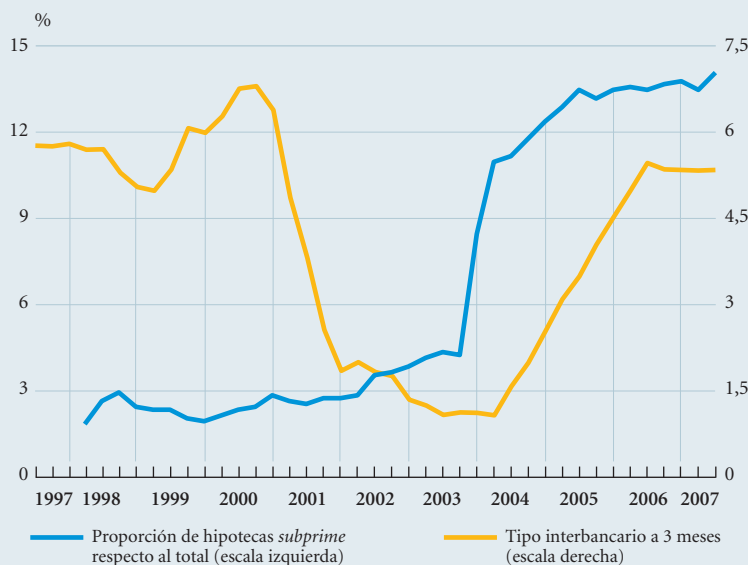
Crisis financieras y cómo escapar de la rueda de la historia

A menudo, cuando los precios de los activos experimentan subidas muy fuertes, suele extenderse la convicción de que nos encontramos en una etapa nueva y distinta de cualquier otra anterior. Cuando la burbuja estalla, llegan las lamentaciones por no haber sabido aprovechar la experiencia de crisis previas. Ortega y Gasset decía que hay que conocer la historia para poder escapar de ella. ¿Qué luz nos pueden arrojar las crisis anteriores para explicar mejor las actuales turbulencias de los mercados?

Después de algunos avisos previos, la tormenta que atraviesan los sistemas financieros, lo que denominaremos la «crisis *subprime*», estalló con todas sus consecuencias a mitad del pasado verano. La explicación de la actual crisis de los mercados incluye pecados elementales en la gestión del riesgo y excesos de sofisticación técnica. Los primeros empezaron en Estados Unidos con la concesión de hipotecas a personas de solvencia dudosa. Estas hipotecas *subprime*, de baja calidad crediticia, pasaron de ser un 2,5% del total en 2001 hasta el 14,0% actual. Pocos eran los incentivos para la cautela. Los derechos a percibir los pagos de las cuotas de las *subprime* se distribuían en paquetes llamados *collateralized debt obligations* (CDO), obligaciones de garantía subsidiaria (véase el recuadro «Crisis *subprime*: ¿son los derivados de crédito los culpables?» en la pág. 35). Los CDO se vendían a otras entidades que los integraban en sus carteras de activos financieros y el pecado inicial quedaba sin culpa ya que los peligros quedaban lejos de quien los creó y minimizados en un entorno de bajos tipos de interés y de bajas primas de riesgo. Pero cuando los tipos fueron al alza, las familias de bajos ingresos empezaron a incumplir el pago de las cuotas hipotecarias y los CDO pasaron a estar bajo sospecha.

LAS HIPOTECAS SE DIERON CON ALEGRÍA Y LOS BANCOS CORTARON EL CRÉDITO

Proporción de hipotecas *subprime* respecto al total y tipo interbancario a 3 meses (datos de fin de trimestre)



FUENTES: Reserva Federal, Moody's y elaboración propia.

Por otra parte, las carteras de CDO se construían con instrumentos matemáticos complejos y con criterios de valoración a veces sesgados. Con los primeros impagos, la falta de un precio de mercado de valoración dio lugar a una caza de brujas y la práctica totalidad de los activos de riesgo de crédito quedó bajo sospecha en todo el mundo. Las entidades financieras huyeron hacia el dinero contante y sonante añadiendo a la debilidad del sector inmobiliario una restricción de liquidez que se manifiesta en los tipos interbancarios.

El primer episodio que puede compararse con los tiempos presentes cumple ya 20 años. El 19 de octubre de 1987, el índice Dow Jones de la bolsa de Nueva York cedió un 22%, la mayor caída en un solo día de su larga historia. Los causantes fueron los programas automáticos del *portfolio insurance* (seguros de carteras), que ante

descensos de precios dieron órdenes de venta anticipadas todos a la vez. La economía estadounidense estaba relativamente fuerte, la Reserva Federal bajó tipos y el susto no fue a mayores. Todo ello aporta optimismo a la presente encrucijada, ya que en los peores momentos de este verano el índice bursátil Dow Jones apenas llegó a perder un 10%. Además, los beneficios empresariales son robustos, la Fed ayuda y el resto del mundo sigue creciendo. No obstante, el crack de 1987 es poco comparable con el actual. Entonces los problemas estuvieron en las empresas no financieras mientras que el episodio de las *subprime* ha afectado principalmente a bancos y fondos de inversión.

Pero las crisis no siempre son capítulos independientes. La historia actual bien podría ser el epílogo de algo que empezó en 1998. El episodio más similar a la presente situación ocurrió en verano de 1998, cuando ante la quiebra de la bolsa rusa, el sofisticado fondo de inversión Long Term Capital Management (LTCM), asesorado por las máximas autoridades académicas de las artes financieras, se encontró ante un agujero de cerca de 3.000 millones de dólares. Entonces, como ahora, los activos afectados tenían gran sofisticación y era difícil valorar las posibles pérdidas. Había incertidumbre, que es sinónimo de riesgo. Ante la gravedad, la Reserva Federal actuó de séptimo de caballería y bajó el tipo de intervención en 0,25 puntos porcentuales tres veces consecutivas. Una política monetaria laxa, unida a la ensoñación de una «nueva economía» generada por las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones dispararon una vertiginosa carrera alcista de la bolsa. La galopada quedó cortada bruscamente en el año 2000, cuando estalló la burbuja de las empresas de internet. Desde los máximos de marzo de 2000 hasta los mínimos de octubre de 2002, el índice bursátil S&P500 perdió un 45%, el tecnológico Nasdaq un 78% y el crecimiento económico se resintió.

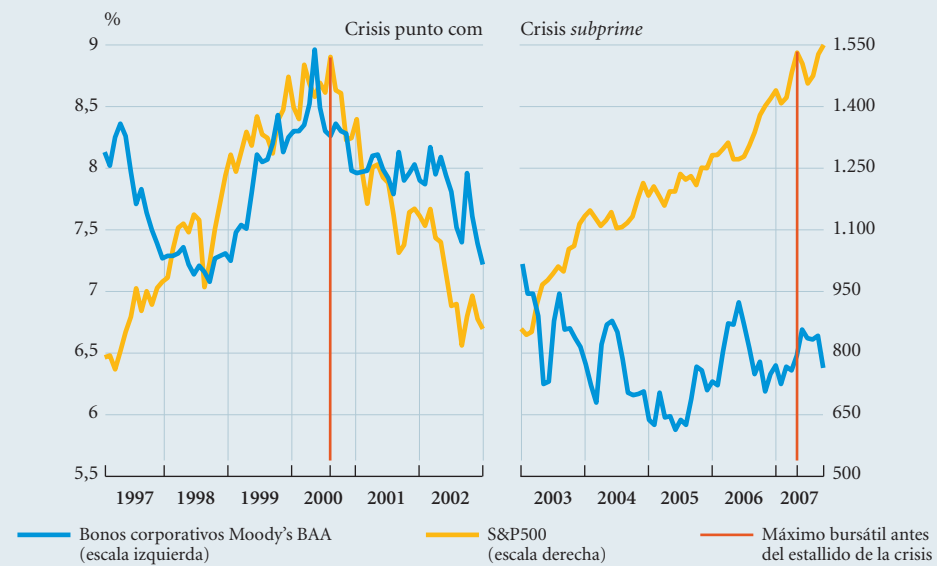
La naturaleza de la burbuja de internet dista más, si cabe, del presente. En la «nueva economía», las cotizaciones al alza coincidían con malos resultados empresariales en la creencia de que el advenimiento de la nueva era aportaría grandes beneficios futuros. Los problemas se centraron otra vez en el sector no financiero, especialmente en las empresas de nuevas tecnologías de la información. Estas ínfulas optimistas ocasionaron una gran demanda de crédito que tiró al alza los tipos de interés y las primas de riesgo. Con la quiebra de las expectativas de la nueva economía, bolsa y demanda de crédito cayeron de forma simultánea, disminuyendo tipos de interés y, con algo de retraso, primas de riesgo.

En 2007 ha pasado justo lo contrario. El sector no financiero, en especial el de las tecnologías de la información, está aguantando la tempestad con altos beneficios y bajo endeudamiento, mientras que los problemas están en el lado financiero. Pero de aquellos polvos vienen estos lodos. En 2001 la Fed volvió a bajar tipos y el mercado entendió que si la cosa iba mal, allí estaba el banquero central para arreglarlo todo. El éxito de los bancos centrales en la lucha contra la inflación y los efectos de la globalización ha reducido los riesgos inflacionistas. La prudencia de las escarmentadas empresas hizo el resto para llevarnos a una época de dinero barato sin importar lo apalancado (endeudado) que estuviera el deudor.

Se repita o no, la historia continúa y puede depararnos nuevas emociones. En primer lugar, las pérdidas en los balances bancarios pueden ser de hasta 200.000 millones de dólares, unas sesenta veces las del LTCM. En segundo lugar, el problema es más generalizado que entonces e incluye debilidades inmobiliarias, que normalmente tienen efectos más profundos y duraderos sobre la economía real que las crisis bursátiles. En tercer lugar, el optimismo de la bolsa por repetir las subidas de 1999 se basa en que la Reserva Federal garantizará la liquidez, los beneficios empresariales siguen altos y un dólar débil combinado con una demanda robusta de los países emergentes dará fuerzas al sector exportador. El problema es que la Reserva Federal tiene memoria y estará más presta que entonces a subir tipos si las presiones inflacionistas arrecian. Otra cuestión es que cuando los beneficios

PUNTO COM Y SUBPRIME: DOS CRISIS BIEN DIFERENTES

Tipo de interés e índice bursátil en EEUU (datos de fin de mes)



FUENTES: Reserva Federal, Moody's y elaboración propia

empresariales están en el ático, es más fácil bajar que subir. Finalmente, la demanda de los países emergentes se ha basado en gran parte en exportaciones a unos Estados Unidos que en el futuro podrían comprar menos.

El episodio actual supone un endurecimiento de las condiciones del crédito de las entidades financieras. Con las empresas sin grandes apalancamientos pero con muchos consumidores endeudados, los efectos sobre la economía, aunque relativamente suaves, pueden ser más generalizados y duraderos que en la crisis de 1998.

UNIÓN EUROPEA

La Comisión Europea espera una desaceleración moderada en 2008 y 2009.

Previsiones de la Comisión Europea: la Unión Europea capea el temporal

Crisis de las hipotecas *subprime*, recesión inmobiliaria en Estados Unidos, máximos del petróleo. La Unión Europea (UE) se enfrenta a una serie de factores con elevada capacidad de incidir negativamente en su recorrido económico futuro. No obstante, a juicio de la Comisión Europea, la UE será capaz de sortear estos obstáculos sin excesivas dificultades. Para cada riesgo, existe un elemento de amortiguación. La presión inflacionista de las materias primas queda filtrada por la apreciación del euro. El peaje que un euro fuerte inflige sobre la aportación del sector exterior queda parcialmente compensado por unos fundamentos internos sólidos. Y la desaceleración estadounidense no presenta el riesgo de episodios anteriores ya

que, en gran medida, el vigor de las economías emergentes, con la incombustible China en posición destacada, toma el relevo.

Concretando las grandes cifras, aunque el fuerte ritmo de crecimiento de 2007, del 2,9% en el conjunto de la UE, no se va a repetir en el futuro inmediato, el ritmo de actividad sólo se desacelerará moderadamente, situándose en el 2,4% tanto en 2008 como en 2009. La zona del euro replicará una trayectoria similar, pasando del 2,6% del actual ejercicio al 2,2% de 2008 y al 2,1% de 2009. Tampoco los precios presentan una evolución negativa. Aunque el ejecutivo comunitario espera un repunte de la inflación en los meses venideros, prevé que la desaceleración posterior permitirá que en 2008 el crecimiento anual de esta variable sea del 2,4%

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ZONA DEL EURO (1)

	2005	2006	Previsiones actuales otoño 2007			Diferencia con la primavera de 2007 (2)	
			2007	2008	2009	2007	2008
Producto interior bruto	1,5	2,8	2,6	2,2	2,1	0,0	0,3
Consumo	1,5	1,8	1,7	2,1	1,9	-0,4	-0,3
Inversión	1,4	1,9	2,0	2,1	2,0	0,2	0,2
Empleo	0,5	1,3	1,5	1,0	0,8	0,1	-0,2
Tasa de paro (3)	8,9	8,3	7,3	7,1	7,1	0,1	0,3
Inflación (4)	2,2	2,2	2,0	2,1	2,0	0,1	0,2
Saldo público (% del PIB)	-2,5	-1,5	-0,8	-0,9	-0,8	0,2	-0,1
Deuda pública (% del PIB)	70,3	68,6	65,0	66,5	63,4	-0,3	0,0
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1
<i>Crecimiento del PIB en la UE-27</i>	<i>1,8</i>	<i>3,0</i>	<i>2,9</i>	<i>2,4</i>	<i>2,4</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,3</i>

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

(2) Un signo «+»(«-») significa una cifra positiva más alta (más baja) o una negativa más baja (más alta) comparado con la primavera de 2007.

(3) Porcentaje de la población activa.

(4) Índice de precios de consumo armonizado.

FUENTE: Comisión Europea.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Otoño 2007

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bélgica	2,7	2,1	2,2	1,7	2,1	1,8	7,5	7,2	6,9
Alemania	2,5	2,1	2,2	2,2	2,0	1,8	8,1	7,7	7,6
Grecia	4,1	3,8	3,7	2,8	3,1	3,1	8,4	7,9	7,5
España	3,8	3,0	2,3	2,6	2,9	2,7	8,1	8,5	9,1
Francia	1,9	2,0	1,8	1,5	1,7	1,6	8,6	8,2	8,1
Irlanda	4,9	3,5	3,8	2,8	2,2	2,0	4,5	5,3	5,5
Italia	1,9	1,4	1,6	1,9	2,0	1,9	5,9	5,7	5,5
Luxemburgo	5,2	4,7	4,5	2,5	2,8	2,3	4,7	4,5	4,2
Países Bajos	2,7	2,6	2,5	1,6	2,3	2,7	3,1	2,7	2,4
Austria	3,3	2,7	2,4	1,9	1,9	1,8	4,3	4,2	4,2
Portugal	1,8	2,0	2,1	2,4	2,4	2,3	8,0	8,0	7,7
Eslovenia	6,0	4,6	4,0	3,5	3,7	2,9	4,9	4,7	4,6
Finlandia	4,3	3,4	2,8	1,5	2,4	2,1	6,7	6,4	6,3
Zona del euro	2,6	2,2	2,1	2,0	2,1	2,0	7,3	7,1	7,1

NOTAS: (*) Porcentaje de variación real.

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

(***) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

en la UE, sólo marginalmente superior al 2,3% de 2007. Además, el camino será de ida y vuelta, ya que para 2009 se espera una inflación de sólo el 2,2%. La eurozona arroja unos registros todavía más ajustados: del 2,0% de 2007 al 2,1% en 2008 y de nuevo un 2,0% en 2009.

¿Cuáles son los rasgos esenciales del momento económico europeo? Tres perspectivas distintas nos permiten enjuiciar mejor la cuestión. Desde el punto de vista de la composición del crecimiento, y refiriéndonos a la zona del euro, la desaceleración se explica por una menor contribución del sector exterior y por el ciclo de la inversión, que se aleja del momento álgido vivido en los últimos trimestres. Ello deja como único componente en aceleración al consumo, incapaz, no obstante, de compensar plenamente la ralentización de demanda externa y de la inversión.

La revisión de la posición cíclica por países apunta a otro aspecto destacable: el patrón que había dominado en la fase alcista del ciclo se rompe en parte en esta etapa bajista. Así, el tirón de Alemania y los países de su *hinterland* tradicional (Austria, Países Bajos y Bélgica, en especial), da paso a un crecimiento de este grupo de países sensiblemente menor. Al hecho de que la locomotora alemana levanta el pie del acelerador se le suma un ritmo económico escasamente dinámico de los dos otros grandes de la eurozona, Francia e Italia. Asimismo cabe mencionar que España, en opinión de la Comisión, va a perder comba respecto a otras dos economías de elevado dinamismo reciente (Irlanda y Grecia). Fuera del área de la moneda única, a pesar de una cierta ralentización, el momento de crecimiento explosivo de los países de Europa Central y Oriental se mantiene. Finalmente, cabe citar que Reino Unido, tras una eta-

La zona del euro crecerá levemente por encima del 2% en los próximos dos años.

Alemania va a empezar a perder fuele en 2008, en contraste con el persistente dinamismo de Europa del Este.

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

Otoño 2007

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bulgaria	6,3	6,0	6,2	7,1	7,3	5,8	7,5	6,8	6,0
República Checa	5,8	5,0	4,9	3,0	3,8	3,2	5,9	5,4	5,5
Dinamarca	1,9	1,3	1,4	1,7	2,4	2,4	3,0	2,7	2,7
Estonia	7,8	6,4	6,2	6,3	7,3	4,8	4,9	4,8	4,9
Chipre	3,8	3,9	3,9	2,0	2,3	2,1	4,3	4,1	3,9
Letonia	10,5	7,2	6,2	9,6	9,8	6,0	5,8	5,5	5,6
Lituania	8,5	7,5	6,3	5,6	6,5	5,2	4,2	4,2	4,4
Hungría	2,0	2,6	3,4	7,7	4,9	2,8	7,3	7,0	6,9
Malta	3,1	2,8	2,9	0,8	2,5	2,2	6,8	6,6	6,5
Polonia	6,5	5,6	5,2	2,5	2,8	2,9	9,4	7,3	6,4
Rumania	6,0	5,9	5,8	4,7	5,6	4,6	7,1	7,0	6,9
Eslovaquia	8,7	7,0	7,2	1,7	2,5	3,0	11,2	9,7	9,0
Suecia	3,4	3,1	2,4	1,6	2,0	2,0	6,1	5,8	5,7
Reino Unido	3,1	2,2	2,5	2,4	2,2	2,0	5,3	5,4	5,3
UE-27	2,9	2,4	2,4	2,3	2,4	2,2	7,1	6,8	6,6
<i>EEUU</i>	<i>2,1</i>	<i>1,7</i>	<i>2,6</i>	<i>2,7</i>	<i>1,9</i>	<i>1,5</i>	<i>4,6</i>	<i>5,3</i>	<i>5,4</i>
<i>Japón</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>2,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>0,5</i>	<i>3,9</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>

NOTAS: (*) Porcentaje de variación real.

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

(***) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

Saltó la sorpresa: la economía de la eurozona se acelera en el tercer trimestre, contrariamente a lo esperado.

Inversión y sector exterior, candidatos al papel de motores del crecimiento.

pa de numerosos ejercicios de crecimiento dinámico encadenados, afronta dos años de perspectivas más tibias.

La tercera de las perspectivas, la que se podría denominar, en términos generales, de fundamentos económicos, completa el panorama. Concretamente, el ejecutivo comunitario destaca los elevados márgenes de beneficios de las empresas europeas, el mantenimiento de los indicadores de confianza (empresarial y del consumidor) en niveles por encima de su tendencia a largo plazo, el crecimiento continuado del empleo y, en determinados países, el soporte adicional que está proveyendo la política fiscal. Todos estos factores dotan a la economía europea de un fondo de resistencia que permite miti-

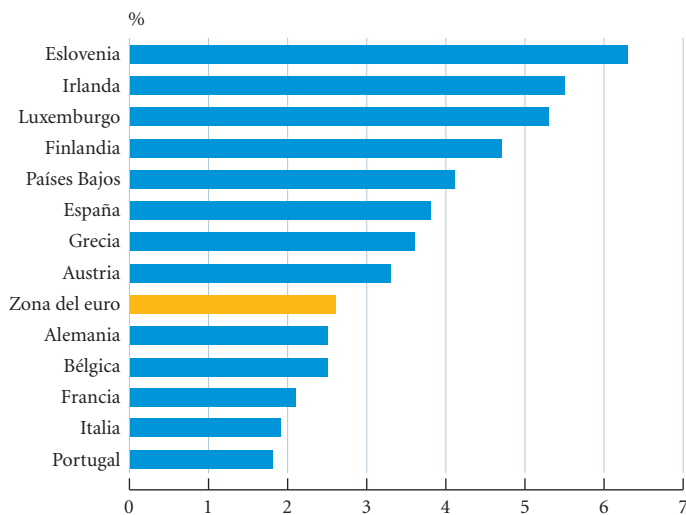
gar los riesgos de padecer una desaceleración profunda de la actividad.

Zona del euro: sorpresa positiva en el tercer trimestre

Los datos de crecimiento del tercer trimestre se esperaban con cierta expectativa ya que deberían permitir dilucidar el alcance de la desaceleración económica y el auténtico estado de forma de los tres grandes: Alemania, Francia e Italia. Las cifras han representado una sorpresa. De entrada, y cuando se esperaba que el crecimiento económico de la eurozona se ralentizase en el tercer trimestre respecto al 2,5% anterior, el avance publicado por Eurostat dictaminó que se había crecido

LAS ECONOMÍAS PEQUEÑAS CRECEN MÁS

Variación interanual real del producto interior bruto en la eurozona



NOTA: Datos referidos al tercer trimestre de 2007, salvo en los casos de Finlandia, Luxemburgo, Irlanda y Eslovenia cuyos valores se refieren al segundo trimestre.

FUENTE: Eurostat.

un 2,6% interanual. Este ritmo mayor de lo previsto se debió fundamentalmente a que Alemania y Francia rompieron al alza con lo que se esperaba, creciendo, respectivamente, un 2,5% y un 2,1%.

¿De dónde debe haber procedido este plus de actividad? Los indicadores mensuales apuntaban, en términos generales, a un menor ritmo de actividad (por ejemplo, el sentimiento económico había caído más de dos puntos en el tercer trimestre). A pesar de esta señal errónea general, los indicadores sí que aportan ciertas claves sobre los principales soportes de la expansión. Desde la perspectiva de la demanda, el consumo privado parece haber actuado como un elemento positivo pero contenido, toda vez que la recuperación respecto al segundo trimestre de indicadores clave, como las ventas al por menor, es moderada. Por el contrario, la inversión en bienes de equipo puede haber jugado un papel más decisivo. En este sentido apunta, por ejemplo, la aceleración del componente de bienes de equi-

po de la producción industrial en el tercer trimestre.

Junto al probable cambio del ciclo inversor, otro puntal puede haber sido el sector exterior. Con los datos de balanza comercial de mercancías en la mano, el crecimiento del superávit comercial hasta septiembre es apreciable. Concretamente, en el promedio del tercer trimestre el superávit comercial, en acumulado de 12 meses, se ha doblado gracias a un crecimiento exportador superior al 10% interanual, que batió el avance interanual del 6% de las importaciones. Este resultado es especialmente meritorio si se tiene en cuenta que el tipo de cambio efectivo nominal del euro se ha apreciado un 4% entre enero y octubre pasado. Por otra parte, cabe significar que la reducción del dinamismo exportador hacia Estados Unidos se está compensando con un mayor peso de los mercados emergentes. Precisamente, los cuatro países hacia los cuales las exportaciones, en cifras acumuladas de enero a agosto, han aumentado en mayor

**La exportación europea
bascula hacia los BRIC,
(Brasil, Rusia, India
y China).**

**La inflación repunta debido
al mal comportamiento
de energía y alimentos.**

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	Octubre
PIB	1,6	2,9	2,9	3,3	3,2	2,5	-	2,6	-	-
Ventas al por menor	1,2	2,1	2,4	2,3	1,7	1,0	1,4	1,0	1,6	...
Confianza del consumidor (*)	-14	-9,0	-8	-7	-5	-2	-2	-4	-6	-6
Producción industrial	1,3	4,0	4,1	4,0	4,0	2,7	4,0	4,6	3,4	...
Sentimiento económico (*)	97,9	106,9	108,2	109,9	110,0	111,6	111,0	110,0	106,9	105,9
Tasa de paro (**)	8,9	8,3	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,4	7,3	...
Precios de consumo	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6
Balanza comercial (***)	42,1	-10,4	-21,6	-13,1	-0,9	15,6	26,1	33,4	34,1	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	2,2	3,1	3,2	3,6	3,8	4,1	4,2	4,3	4,7	4,8
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	103,3	103,6	104,5	104,6	105,5	107,1	107,3	107,2	107,0	109,6

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.

Alemania vive un momento económico positivo.

medida respecto a un año antes son Rusia, India, Brasil y China, es decir, los denominados BRIC.

El buen momento exportador explica en gran medida porqué la industria europea está experimentando una etapa feliz. Así, en el tercer trimestre la producción industrial creció un 3,9% interanual, frente al 2,7% del segundo trimestre. Con todo, cabe señalar que las perspectivas inmediatas se alejan de este punto álgido (tanto la confianza industrial como los pedidos industriales ceden en su impulso hasta octubre).

Por lo que se refiere a la evolución de la inflación, los precios de consumo crecieron en octubre el 2,6% interanual, notable repunte respecto al 2,1% de septiembre. Esta aceleración se ha debido al tensionamiento del componente energético, pero también al de la alimentación, tanto fresca como elaborada. Como consecuencia, la inflación subyacente (que descuenta la energía y los alimentos no elaborados), se ha acelerado una décima, hasta el 2,1%

interanual. Más positivo es el recorrido de la tasa de paro, que descendió en septiembre una décima porcentual, hasta el 7,3%.

Alemania: presente brillante, futuro incierto

Alemania sigue presentando dos caras. La primera, la positiva, es la referida a la situación económica actual. El dato que mejor representa esta tesitura es el crecimiento económico del tercer trimestre, que sorprendió positivamente al alcanzar un incremento interanual del 2,5%, idéntico registro al del segundo trimestre. Cabe recordar que el conjunto de los analistas esperaban cifras del orden de medio punto porcentual menores.

El desglose por componentes muestra que la demanda interna se ha acelerado gracias al mejor tono del consumo privado e inversión en bienes de equipo. Este mayor tirón de la demanda interna ha permitido que la reducción del sector ex-

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
PIB	1,0	3,1	3,2	3,9	3,6	2,5	–	2,5	–	–
Ventas al por menor	1,4	6,1	5,5	6,5	–1,0	–1,9	–0,7	–1,9	–1,9	...
Producción industrial	2,8	6,0	6,7	6,3	7,6	5,2	4,6	5,4	6,1	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	105,3	107,0	107,5	108,0	106,4	105,8	104,2	103,9
Tasa de paro (**)	11,7	10,8	10,6	10,1	9,4	9,2	9,0	8,9	8,8	8,7
Precios de consumo	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,8	1,8	2,0	2,4	2,4
Balanza comercial (***)	156,3	151,6	146,0	155,3	165,1	177,4	187,2	190,5	193,9	...

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.

terior –fruto del dinamismo importador más que de pérdidas de vigor de las exportaciones, que continúan fuertes– se haya visto más que compensada.

Desde la perspectiva de la oferta, el sector industrial es el gran beneficiado del buen pulso exportador. Rompiendo las previsiones, la producción industrial creció en septiembre un 6,1% interanual, con lo que suma dos meses consecutivos en aceleración respecto a niveles de por sí dinámicos.

Este ritmo de actividad explica, en gran medida, que la evolución laboral siga siendo favorable. La tasa de paro descendió en octubre una décima porcentual, situándose en el 8,7% de la población activa. Este registro es 1,6 puntos porcentuales mejor que el de un año antes. Además, cabe destacar que Alemania consiguió alcanzar en octubre pasado su objetivo asignado en la Estrategia de Lisboa –el programa económico a medio plazo de la UE– de situar su tasa de empleo en más del 70% de la población activa (concretamente en el 70,7%, equivalente a más de 40 millones de personas). Se trata de un hito histórico que se logra mucho antes del límite establecido del año 2010. Esta

lectura positiva de la situación actual alcanza, incluso, a la inflación. A pesar de estar situada en el 2,4% interanual en octubre, a diferencia de otras economías el IPC germano no ha empeorado respecto a septiembre, lo que quita algo de hierro al dato.

Por tanto, ¿dónde está la segunda cara, la menos satisfactoria? En el futuro, y no demasiado lejano. Diferentes elementos están confluyendo para que 2008 sea un año menos esperanzador. En primer lugar, la negociación salarial ha empezado con mal pie, ya que los sindicatos ferroviarios han exigido un alza salarial superior al 30% y, ante la inevitable negativa empresarial, han respondido con una huelga de amplia repercusión y con efectos que han alcanzado incluso la actividad industrial.

El gobierno, por su parte, no se encuentra en una situación de excesiva fortaleza. Aunque la «gran coalición» sigue indiscutida, la dimisión del vicescanciller Franz Müntefering, abanderado de la línea más liberalizadora del partido socialdemócrata germano, parece confirmar que en lo que resta de legislatura poco afán reformador se va a vislumbrar. A esta pinza social y política se le suma el frente propia-

La coyuntura laboral es satisfactoria, con más de 40 millones de alemanes trabajando.

Previsiones de crecimiento a la baja, debilitamiento del gobierno y huelga feroz en los ferrocarriles, señales de la entrada a una etapa de menor bonanza económica.

mente económico. Los expertos manejan unas previsiones de crecimiento sólo moderado para 2008. El cuadro macroeconómico del gobierno y la Comisión Europea dan las cifras más optimistas, un 2,1%; el Fondo Monetario Internacional rebaja una décima, hasta el 2,0%; y, finalmente, el comité de expertos independientes del gobierno (los llamados «cinco sabios»), apuntan a un crecimiento de sólo el 1,9%. Cabe recordar que se espera que el año se cierre con un avance del PIB del orden del 2,6%.

¿Demasiado pesimistas? Por el momento, los indicadores de carácter más anticipatorio ya han empezado a apuntar que estos escenarios tienen visos de realidad. El indicador IFO de actividad empresarial cayó en octubre hasta los 103,9 puntos, con lo que suma seis meses consecutivos a la baja. Aunque los niveles actuales todavía son históricamente elevados, la tendencia a la moderación no admite demasiados matices. En una línea similar apuntan indicadores de confianza relevantes, como los del consumidor y de los servicios.

Francia: respiro en el tercer trimestre

Tras un decepcionante crecimiento del PIB del 1,4% interanual en el segundo tri-

mestre, la aceleración hasta el 2,1% del tercero ha sido recibida con satisfacción en Francia. El consumo privado, puntal tradicional del patrón de crecimiento galo, ha vuelto a ganar ritmo en el tercer trimestre, lo que junto al mantenimiento del ritmo inversor y a la mayor contribución de las existencias ha facilitado una aceleración de siete décimas porcentuales de la demanda interna respecto al segundo trimestre. Por otra parte, la detracción del sector exterior se ha reducido a la mitad.

A partir de estas tendencias, los últimos indicadores se muestran más contenidos. La confianza del consumidor ha cedido cerca de cinco puntos en los dos últimos meses (septiembre y octubre), lo que junto a la desaceleración del consumo de los hogares en octubre avala un menor impulso del gasto de las familias en los meses venideros. En términos más generales, el índice de sentimiento económico se ha estabilizado en el nivel de los 110 puntos en septiembre y octubre, lo que aleja el indicador de los elevados niveles del verano pasado. Todo ello permite aventurar que el próximo dato de crecimiento del PIB apuntará a la ralentización económica más que a la expansión.

Ello no obstante, estas perspectivas más tibias no implican que el tono general de

Francia crece más de lo esperado en el tercer trimestre.

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

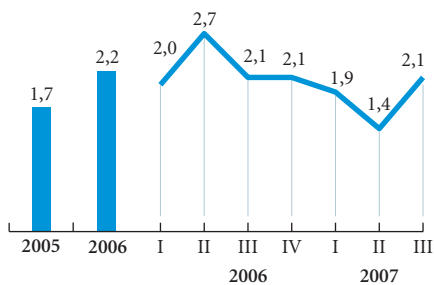
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

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

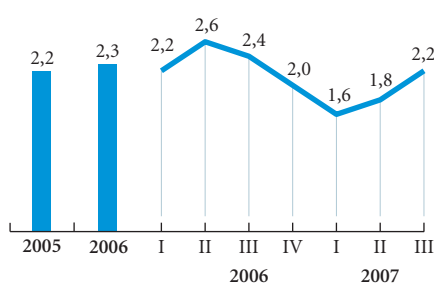
EVOLUCIÓN DEL PIB DE FRANCIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

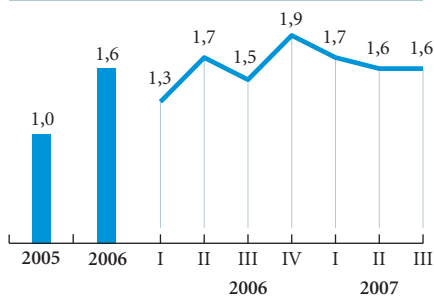
PIB



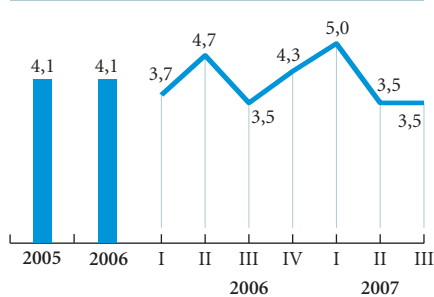
Consumo privado



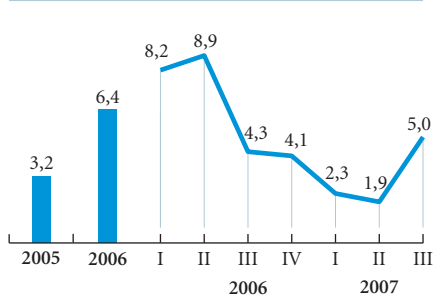
Consumo público



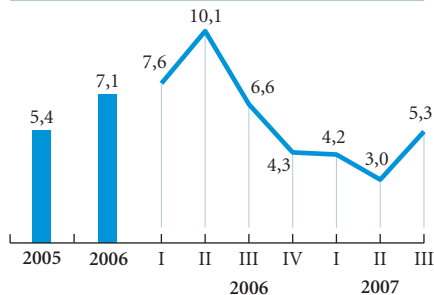
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: INSEE y elaboración propia.

la economía gala sea sombrío. A pesar del repunte inflacionista, debido fundamentalmente al petróleo, el IPC de octubre registraba un avance de sólo un 2,0% interanual, y descontadas las partidas más volátiles el índice resultante sólo crecía un 1,6% interanual, sin variación respecto a septiembre. Igualmente, la tasa de paro seguía registrando una tendencia bajista continuada. En el promedio del tercer trimestre, dicha tasa se situaba en el

8,6% interanual, dos décimas por debajo del nivel del segundo trimestre.

Italia: leve mejoría económica

En consonancia con lo ocurrido en otras grandes economías europeas, el crecimiento italiano del tercer trimestre fue positivo. Según las cifras preliminares, en dicho periodo la economía creció un 1,9%, re-

El consumo actúa como puntal de la recuperación, pero sus perspectivas inmediatas son más contenidas.

Italia crece un 1,9% en el tercer trimestre, mejorando el registro del trimestre anterior.

montando en una décima porcentual la cifra del segundo trimestre. Los indicadores disponibles apuntan a que, en gran medida, esta suave aceleración se habrá derivado de una cierta recuperación de la demanda interna (por ejemplo, y refiriéndonos al consumo, las ventas al por menor crecieron un 1,4% interanual en agosto, frente al 0,1% del segundo trimestre) y de una mayor contribución del sector exterior.

En este sentido, cabe destacar el buen tono de la exportación, que en dicho tercer trimestre ha crecido un 11,3% interanual, mejorando el 10,4% del segundo trimestre. Esta evolución, combinada con un menor empuje importador (las compras al exterior crecen un 5,9% en dicho tercer trimestre), ha facilitado que el déficit exterior (acumulado de doce meses) se haya reducido en un 28% durante dicho tercer trimestre. La principal beneficiaria de la recuperación exportadora es la industria, aunque el ritmo de crecimiento de la actividad secundaria sigue siendo reducido (la producción industrial avanza un 0,8% interanual en el tercer trimestre; cifra modesta, pero mejor que el 0,6% del trimestre anterior).

La evolución de precios y paro se asemeja a la registrada en otros países de la euro-

zona. La inflación repunta, fundamentalmente, debido al encarecimiento energético (en septiembre, el IPC crecía un 2,1% interanual, frente al 1,7% anterior), mientras que la tasa de paro se situó en el segundo trimestre en el 6,0% de la población activa, dos décimas menos que en los tres primeros meses de 2007.

Partiendo de esta situación, las perspectivas inmediatas italianas son de cierto empeoramiento. En el frente estrictamente coyuntural, el indicador sintético de indicadores avanzados retrocede un 3% interanual en septiembre, apuntando a un primer semestre en desaceleración. La caída del indicador de sentimiento económico en octubre hasta los 102,2 puntos refuerza este diagnóstico. Por lo que se refiere al ámbito de la política económica, ha sido noticia que el gobierno ha conseguido *in extremis* la aprobación de los presupuestos en una ajustada votación en el Senado, y con ello ha logrado salvar la coalición gubernamental de un nuevo escollo. No obstante, visto el delicado juego de equilibrios que el propio gobierno realiza en cada iniciativa de carácter económico, se antoja improbable que asistamos a intentos reformadores ambiciosos.

El sector exterior experimenta una mejora notable.

ITALIA: 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	Octubre
PIB	0,2	1,9	1,6	2,8	2,4	1,8	-	1,9	-	-
Ventas al por menor	0,4	1,2	1,6	1,0	1,0	0,1	0,1	1,4	...	...
Producción industrial	-0,8	2,6	1,8	3,8	1,2	0,6	0,6	1,1	0,8	...
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	2,1
Balanza comercial (**)	-9,8	-21,4	-22,0	-21,4	-18,4	-14,5	-12,7	-11,7	-10,4	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Reino Unido: una etapa dorada se acaba

El día 19 de octubre se conocía que la economía británica había crecido un 3,3% interanual en el tercer trimestre, rompiendo al alza las previsiones más optimistas. Menos de un mes después, el informe sobre la inflación del Banco de Inglaterra dibujaba un escenario de bajo crecimiento (menor al 2% en ciertos trimestres de 2008, el más moderado desde finales de 2005), anticipando que el efecto de la contracción del crédito sobre la actividad de empresas y consumidores sería significativo. La intensidad de la desaceleración llevó al gobernador del Banco de Inglaterra, Mervyn King, a afirmar que ésta «sería ciertamente fuerte comparada con el suave movimiento que se ha visto en los últimos diez años».

Los indicadores disponibles apenas permiten vislumbrar esta senda de corrección. El dato que ha suscitado mayor interés ha sido el de ventas minoristas de octubre. Su caída intermensual, de un 0,1%, la primera en nueve meses, ha sido destacada por los medios económicos. No obstante, en términos interanuales su cre-

cimiento sigue siendo del 4,4%. Aunque ciertamente se trata de una desaceleración respecto al 5,9% interanual de septiembre, este dato por sí solo no permite descartar la idea de que el final de año británico todavía retendrá gran parte del impulso reciente. Especialmente, si se tiene en cuenta que ese mismo octubre la confianza del consumidor repuntó.

Otros indicadores abundan en la misma idea de continuidad de tendencias de notable ritmo de actividad. La tasa de paro se mantiene en el 2,6% de la población activa en octubre, en mínimos históricos. Los precios de consumo, a pesar de acelerarse en octubre hasta el 2,0% interanual, todavía se sitúan en el nivel objetivo del Banco de Inglaterra. El mal momento de la industria (la producción industrial cayó un 0,3% interanual en septiembre) viene de antiguo, y por tanto leer este descenso en clave de desaceleración cíclica podría ser erróneo. En resumen, aunque las previsiones para 2008 son ciertamente poco optimistas, el camino hacia esta etapa de bajo crecimiento todavía está en un momento inicial.

El Banco de Inglaterra reconoce que 2008 será un año de débil crecimiento...

...pero el camino de la desaceleración apenas ha empezado a recorrerse.

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	Octubre
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	5,9	4,4
Producción industrial	-2,0	0,0	0,5	0,9	-0,1	0,7	0,9	0,7	-0,3	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,9	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	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	2,0
Balanza comercial (**)	-64,9	-74,1	-75,3	-77,0	-78,1	-80,0	-81,8	-82,1	-83,4	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,8	4,8	4,9	5,2	5,5	5,8	6,0	6,0	6,7	6,3
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra	100,3	101,0	102,0	103,3	104,2	103,7	104,3	104,6	104,4	102,2

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Los bancos centrales, preocupados por la crisis *subprime*

Ante la gravedad de la crisis hipotecaria, el gobernador de la Reserva Federal comparece en el Congreso de EEUU.

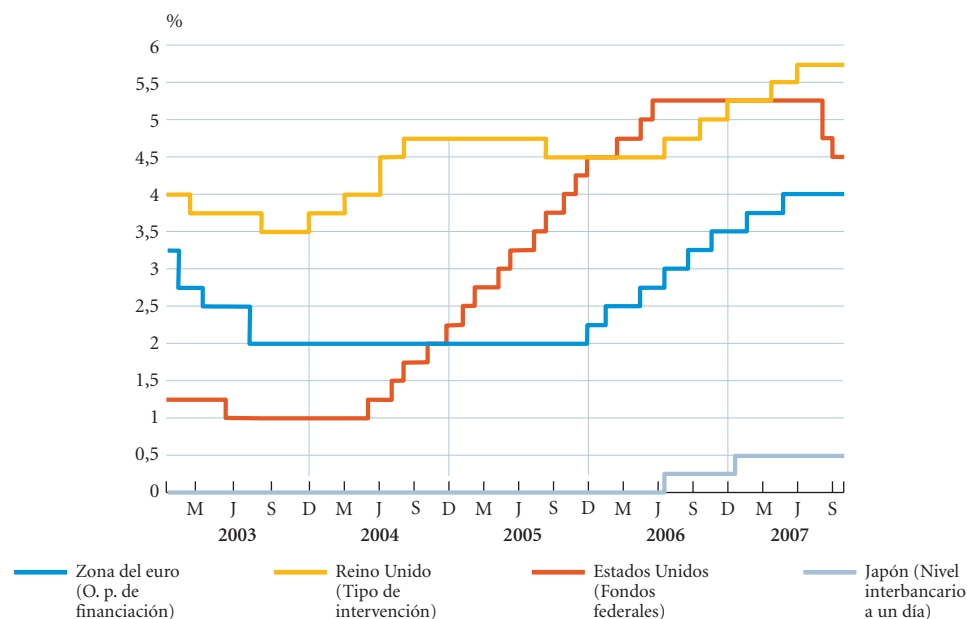
El 8 de noviembre, ante la magnitud de la crisis hipotecaria *subprime*, el gobernador de la Reserva Federal (Fed), el banco central, compareció ante el Comité Económico del Congreso de los Estados Unidos. Los congresistas y senadores, tras agradecer a Bernanke que aceptara su invitación, fueron muy incisivos, pues consideran que la Fed debería potenciar una batería de medidas para evitar que el problema se agrave. El presidente del comité, Schumer, afirmó que la crisis *subprime* no sólo no se ha contenido sino que ha contagiado al resto de la economía. Incluso, instó al gobernador que si considera que debido al cargo que ocupa no tiene

capacidad de decir en público todo lo que desearía decir, al menos, de forma privada lo comente con miembros de la administración, trabajando «detrás del escenario», como había hecho su predecesor Alan Greenspan, al que no le había temblado el pulso, arriesgando su prestigio personal, para resolver las crisis a las que le había tocado enfrentarse.

Bernanke comentó las políticas que la Fed había puesto en marcha. La primera medida fue volver a bajar el tipo de interés de referencia 25 puntos básicos del 4,75% al 4,50%, en la reunión del 31 de octubre. En segundo lugar, la Fed aconsejó a las instituciones de crédito que trabajen conjuntamente con los propietarios que no pueden hacer frente a las últimas cuotas

LA RESERVA FEDERAL APLICA BÁLSAMO EN LA HERIDA

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTE: Bancos centrales.

hipotecarias, para conseguir un plan de repago que permita reconducir la situación y en algunos casos evitar el embargo. La industria hipotecaria está siguiendo estos consejos e intensificando el esfuerzo que supone buscar soluciones caso por caso. Aunque el embargo no siempre puede finalmente evitarse, estas técnicas de mitigación de las pérdidas que preservan la propiedad de la vivienda, pueden llegar a ser menos costosas. En tercer lugar, la Fed ha montado equipos de trabajo formados por todos los agentes económicos implicados para encontrar soluciones comunitarias en algunas áreas fuertemente golpeadas por la crisis. Finalmente, la Fed utilizando la autoridad concedida por

parte del Congreso, publicará una normativa, antes de que acabe el año, para reducir prácticas fraudulentas y abusos en la concesión hipotecaria *subprime*.

El banco central aprovechó el mes de noviembre para comunicar que a partir de ahora publicará sus estimaciones sobre la economía cuatro veces al año, añadiendo resúmenes sobre las discusiones de estas proyecciones de inflación y crecimiento. El 20 de noviembre, la Fed publicó las actas de su última reunión oficial en las que incorporó por primera vez estas estimaciones. En las mismas se destaca el deterioro de las previsiones de crecimiento del año 2008 de los miembros del Comité Fe-

Bernanke explica las medidas que la Fed ha tomado en relación con la crisis.

Las previsiones económicas reflejan una mayor incertidumbre.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Tipo de referencia del BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2006									
Octubre	3,25	3,56	3,86	5,25	5,37	0,44	4,75	5,19	1,84
Noviembre	3,25	3,64	3,86	5,25	5,37	0,51	5,00	5,25	1,94
Diciembre	3,50	3,73	4,03	5,25	5,36	0,57	5,00	5,32	2,09
2007									
Enero	3,50	3,78	4,10	5,25	5,36	0,53	5,25	5,59	2,18
Febrero	3,50	3,85	4,06	5,25	5,35	0,71	5,25	5,53	2,19
Marzo	3,75	3,92	4,18	5,25	5,35	0,67	5,25	5,62	2,27
Abril	3,75	4,02	4,30	5,25	5,36	0,67	5,25	5,73	2,32
Mayo	3,75	4,12	4,46	5,25	5,36	0,69	5,50	5,81	2,42
Junio	4,00	4,18	4,53	5,25	5,36	0,76	5,50	6,00	2,67
Julio	4,00	4,26	4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63
Agosto	4,00	4,74	4,78	5,25	5,62	0,97	5,75	6,69	2,86
Septiembre	4,00	4,79	4,73	4,75	5,23	1,03	5,75	6,30	2,82
Octubre	4,00	4,60	4,60	4,50	4,89	0,90	5,75	6,28	2,68
Noviembre (1)	4,00	4,64	4,60	4,50	5,00	0,92	5,75	6,49	2,63

NOTAS: (1) Día 20.

(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: 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%), 31-10-07 (4,50%).

(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.

El BCE mantiene la estrategia de esperar y ver.

deral de Mercado Abierto. Además, se amplía de forma intensa la dispersión de las estimaciones del conjunto de los participantes en la reunión, reflejo de una mayor incertidumbre de los banqueros centrales sobre la futura trayectoria económica.

El Banco Central Europeo (BCE) no se libró de las reverberaciones de la crisis hipotecaria *subprime*, ya que reconoció tras su reunión oficial del 8 de noviembre que sigue el desarrollo de las tensiones en el mercado interbancario con gran atención. Según el BCE, tanto el análisis económico como el análisis monetario aconsejan esperar a tener más datos antes de tomar una decisión sobre el tipo de interés de referencia. En realidad, el BCE no ha observado una disminución del nivel de incertidumbre en los mercados financieros desde la reunión anterior del mes de octubre. El gobernador Jean-Claude Trichet anunció que es muy importante que las expectativas de inflación en los mercados financieros permanezcan ancladas. El incremento de la inflación debido a los precios energéticos y alimentación no se está trasladando al resto de componentes que forman parte de la cesta de bienes y servicios. Aunque considere que la inflación estará durante algunos meses por encima del 2%, cree que se irá moderando a medida que transcurra el próximo año 2008. Además, de momento, estima que el *shock* de incremento de precios energéticos y de alimentación es transitorio y no permanente.

En cambio, el Banco Central de Inglaterra, en su informe sobre inflación de noviembre, apuntó que existe la posibilidad de bajar el tipo de interés de referencia en el primer trimestre de 2008 para prevenir una desaceleración económica sin impulsar la inflación. En el informe apunta que su previsión es que la inflación vuelva en el año 2009 hacia el 2%, que es su objetivo, con la hipótesis de que bajaría el tipo de referencia del 5,75% al 5,5%. Incluso

en su última reunión, del 8 de noviembre, dos de los nueve miembros del Comité de Política Monetaria votaron a favor de recortar el tipo de referencia.

También la crisis *subprime* pesó en el ánimo de los miembros del Banco Central de Japón, que en la última acta publicada reflejó la necesidad de adoptar una actitud de esperar y ver cómo se desarrollarán los acontecimientos en los mercados financieros. Aunque en los discursos de los miembros del Comité Ejecutivo del Banco Central de Japón, éstos ponen el énfasis en la necesidad de subir los tipos para evitar la creación de burbujas financieras, la incertidumbre actual evitó que pudiesen subir el tipo de referencia del 0,5% actual.

Las diferentes declaraciones y estrategias de los bancos centrales más importantes, se ha traducido en comportamientos dispares en los tipos de interés a corto. Mientras que el tipo de interés a tres meses en la eurozona cotiza un 4,64% sin grandes cambios con respecto al mes anterior. Los tipos a corto plazo a 3 meses en Estados Unidos se tensionaron alcanzando un 5,00%, cuando el tipo de referencia está en el 4,50%. Las dificultades en el mercado interbancario también se trasladaron al Reino Unido, pues parece contradictorio que mientras el banco central comenta la posibilidad de bajar el tipo de referencia en 2008, el tipo interbancario a tres meses alcance un nivel de 6,49%, un incremento de un 0,21% desde octubre.

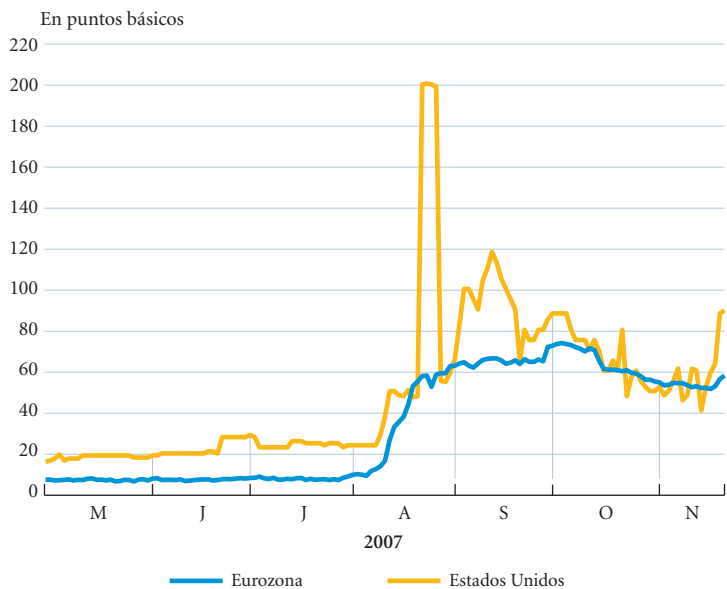
En el siguiente gráfico puede observarse cómo se ha intensificado la aversión al riesgo en el mercado interbancario en Estados Unidos, ampliándose el diferencial de tipos en este mercado con los tipos de la deuda pública, hasta alcanzar un nivel de 0,90%. Es decir, mientras que la rentabilidad ofrecida en una letra a 3 meses del tesoro norteamericano es de 4,15%, si un banco solicita un préstamo a tres meses a

Por su parte, el Banco de Inglaterra apunta la posibilidad de bajar tipos el año que viene.

Se mantiene el tensionamiento en los mercados interbancarios.

POR FAVOR, TRAIGAN EL BOTIQUÍN

Diferencial a 3 meses del tipo de interés depósitos interbancarios-letras



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

otro banco se le exige un 5,05%. A pesar de todas las inyecciones de liquidez y recortes por parte de la Fed, el anuncio de las dotaciones por quebrantos extraordi-

narios de las instituciones de crédito de Estados Unidos causa un aumento de la incertidumbre y del precio del riesgo en forma de tipos de interés más altos.

Crisis *subprime*: ¿son los derivados de crédito los culpables?

Warren Buffet, el inversor más conocido del mundo, califica los derivados financieros de «bombas de relojería». En cambio, Alan Greenspan, el anterior gobernador de la Reserva Federal, opina que son «herramientas indispensables de gestión del riesgo». Pero seguro que ambos están de acuerdo en que los derivados financieros constituyen uno de los elementos clave en la crisis hipotecaria *subprime*. Pero, ¿qué son los activos financieros derivados? Un derivado es un instrumento financiero cuyo valor se basa en el precio de otro activo, denominado activo subyacente. Un ejemplo de derivado es la opción de comprar 1.000 acciones de General Electric dentro de un año a un precio fijo de 40 dólares. El comprador de la opción obtiene un beneficio si dentro de un año el precio es superior a 40 dólares, pues podrá comprar un activo que quizá valga 60 dólares pagando sólo 40. En este caso, la posibilidad, que no obligación, de comprar es lo que entendemos por activo derivado y las acciones de General Electric constituyen el activo subyacente, es decir, el activo preexistente y que informa del precio del activo financiero derivado.

Las cuatro características principales de un activo derivado son: 1) su valoración depende del precio del activo subyacente, 2) requiere una inversión inicial que suele ser muy reducida en comparación con la compra directa

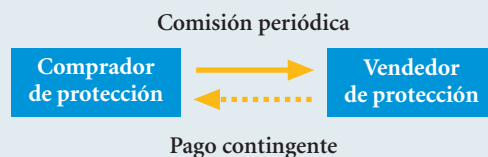
del activo subyacente, 3) el contrato se liquida en una fecha futura y 4) puede cotizarse en mercados organizados (como por ejemplo una bolsa) o en mercados no organizados.

¿Con qué activos financieros podemos formar derivados? A grandes trazos, podemos clasificar los activos financieros subyacentes que utilizamos para formar derivados en cuatro grandes grupos: 1) divisa, 2) renta variable, 3) materias primas y 4) renta fija. Dentro de estos últimos, los bonos son los activos más conocidos. El bono más sencillo es un instrumento financiero que paga un tipo de interés fijo. Pero en realidad podemos descomponerlo en una serie de atributos complejos: su liquidez, el riesgo de tipo de interés y el riesgo crediticio o de impago. Este último es el riesgo en el que incurre el comprador de un bono si el emisor no puede devolver el dinero y quiebra.

Es con este riesgo de crédito con el que formamos los derivados de crédito. El riesgo de impago es el activo subyacente de esta clase de derivados. En definitiva, los derivados de crédito son instrumentos cuyo precio se basa en la solvencia de un emisor. El rasgo característico de los derivados de crédito es que separan y aíslan el riesgo de crédito facilitando la negociación del riesgo de impago con el objetivo de replicar, transferir o cubrir este riesgo. La mayoría de estos activos pueden adoptar multitud de formas y alcanzar un nivel de complejidad muy elevado.

El derivado de crédito más simple es un contrato bilateral por el que el vendedor ofrece protección frente al riesgo de crédito sobre una compañía que se denomina entidad de referencia, mientras que el comprador adquiere protección frente a la posibilidad de que se produzca un impago. El más básico es un producto denominado *credit default swap* (CDS). Se trata de una permuta del riesgo de crédito. Si un inversor compra bonos o créditos emitidos por una entidad privada y desea proteger su inversión, puede comprar un CDS. En el caso de que el emisor del activo quiebre, el vendedor le cubre las pérdidas. Es asimilable a un seguro contra incendios, en el que el pago depende de que se produzca el daño que se pretende cubrir. Si la cobertura se compra para los próximos tres años, el comprador pagará una comisión periódica, por ejemplo anual. En el caso de que se produzca la contingencia, el vendedor cubrirá las pérdidas provocadas por el incendio.

CREDIT DEFAULT SWAP



Uno de los derivados de crédito más utilizados, y de mayor actualidad desde que se ha a florado la crisis *subprime*, es el *collateralized debt obligation* (CDO), se trata de un bono cuyo subyacente es deuda de hogares o empresas. En el caso de empresas, la deuda toma la forma de préstamos bancarios o de bonos emitidos en el mercado de renta fija; en los hogares, normalmente son los créditos con garantía hipotecaria. Y esos son los activos que subyacen al CDO. Si alguna de las compañías que forman el activo subyacente se declara en quiebra o la hipoteca deja de pagarse, la pérdida la soporta el tenedor del CDO, ya que este instrumento deja de pagar parte del flujo financiero que estaba respaldado por esas compañías y familias. En última instancia, a través del CDO el inver-

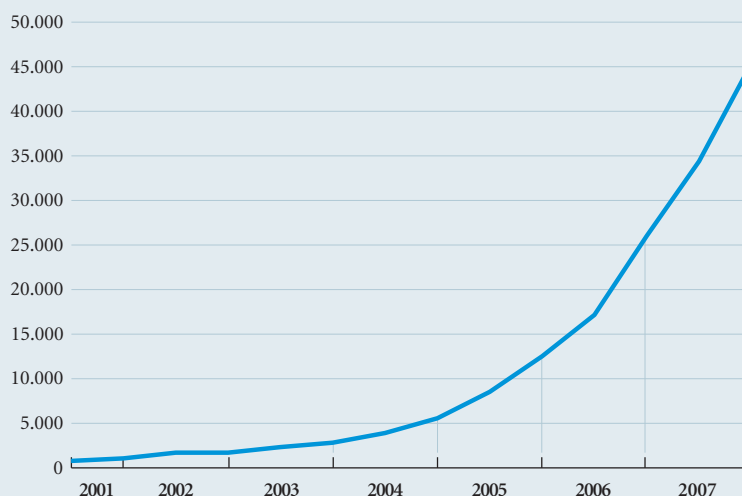
sor soporta el riesgo de impago de los activos subyacentes. El valor del CDO depende del riesgo de crédito de las compañías o activos que forman el subyacente, y por este motivo es un derivado de crédito.

Es a través de los CDO que el inversor obtiene exposición de riesgo de crédito de un número extenso de diferentes tipos de crédito a través de un solo activo. Esta exposición al riesgo de impago se puede vender en rodajas (*tranches*) de calidades de riesgo de crédito. Por ejemplo, un CDO con tres segmentos, el inferior de los cuales es el primero que sufre pérdidas en el caso de un aumento de la morosidad producida en el activo subyacente, que en este caso son los bonos corporativos que se han titulizado para crear el CDO.

¿Qué tamaño tiene este mercado? En junio de 2007, el volumen emitido de derivados de crédito ascendía a 45 billones de dólares, midiéndolo por los activos subyacentes. Como referencia para comparar, el producto interior bruto de Estados Unidos es de 13,8 billones de dólares. En el siguiente gráfico se puede ver el incremento espectacular de los derivados de crédito en los últimos años hasta alcanzar el volumen actual. Es un mercado mucho más importante que incluso el mercado de derivados de renta variable que cotizan fuera de las bolsas, que alcanzaron un volumen vivo de 10 billones de dólares.

AUGE DE LOS DERIVADOS DE CRÉDITO

Evolución del volumen vivo de derivados de crédito en miles de millones de dólares



FUENTES: International Swaps and Derivatives Association.

¿Qué relación tiene la crisis hipotecaria *subprime* de Estados Unidos con los derivados de crédito? En Estados Unidos, el aumento de la morosidad de las hipotecas de baja calidad crediticia denominadas *subprime*, ha producido sustanciales pérdidas a los inversores que tenían activos (entre ellos, derivados de crédito) respaldados con garantía de hipotecas *subprime*. También se han producido incrementos de las primas de interés exigidos a estos activos. Pero una de las características de los derivados de crédito comentada anteriormente es que requieren una inversión muy pequeña en comparación con el valor del activo subyacente. Es decir, si una unidad del activo subyacente –que podría ser un crédito hipotecario– cuesta 200.000 euros, el derivado puede costar sólo 2 euros. Por tanto, con una pequeña inversión es posible obtener una rentabilidad relativamente elevada. También

la exposición de riesgo es alta –característica esencial de un derivado financiero– porque aumenta la capacidad de potenciar las pérdidas y ganancias de estos instrumentos. Si la compra de estos derivados se realiza o garantiza mediante crédito, el efecto amplificador es entonces enorme. En definitiva, en la actual crisis *subprime*, los derivados de crédito han funcionado como amplificadores de las pérdidas producidas en los activos subyacentes.

En realidad, tanto Warren Buffet como Alan Greenspan tienen razón: un mal uso de estos derivados puede provocar enormes pérdidas por el apalancamiento que se consigue con estas estructuras financieras. Sin embargo, los derivados de crédito permiten completar los mercados financieros y de esta forma asignar más eficientemente los riesgos entre los agentes del mercado. Los derivados de crédito son como los teléfonos móviles o tantos otros inventos modernos: útiles y casi indispensables cuando descubrimos sus virtudes, pero molestos e incluso peligrosos si se hace un mal uso de los mismos.

Continúa la tendencia a la baja de los tipos de interés a largo plazo.

Los tipos de interés a largo plazo reflejan el deterioro de expectativas

Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública han intensificado la tendencia bajista que se inició en el mes de junio. El incremento de las pérdidas de la banca de Estados Unidos ha impulsado una compra de los bonos y la consiguiente caída de la rentabilidad ofrecida por éstos. El tipo de interés de la deuda pública a 10 años en Estados Unidos cotiza un 4,0%, mientras que el tipo de referencia del banco central se mantiene en el 4,50%.

En la eurozona, la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se ha reducido 21 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) hasta situarse también en el 4,0%.

Con este movimiento se ha cerrado el diferencial de tipos entre la deuda pública de Estados Unidos y la eurozona. Durante el año 2007, en promedio, la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos ofrecía una rentabilidad superior de un 0,45%.

La caída de los tipos de interés a largo plazo ha sido generalizada en todo el mundo. En el caso de Japón, el tipo de interés a 10 años, que llegó a cotizar casi un 2%, a mediados de este año ha caído hasta el 1,43%. Sin embargo, aunque las bajadas de los tipos a largo plazo de la deuda pública han sido intensas, no han superado las caídas en los tramos cortos de las curvas de interés. La consecuencia ha sido una positivización de las curvas, es decir, éstas han aumentado la pendiente.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

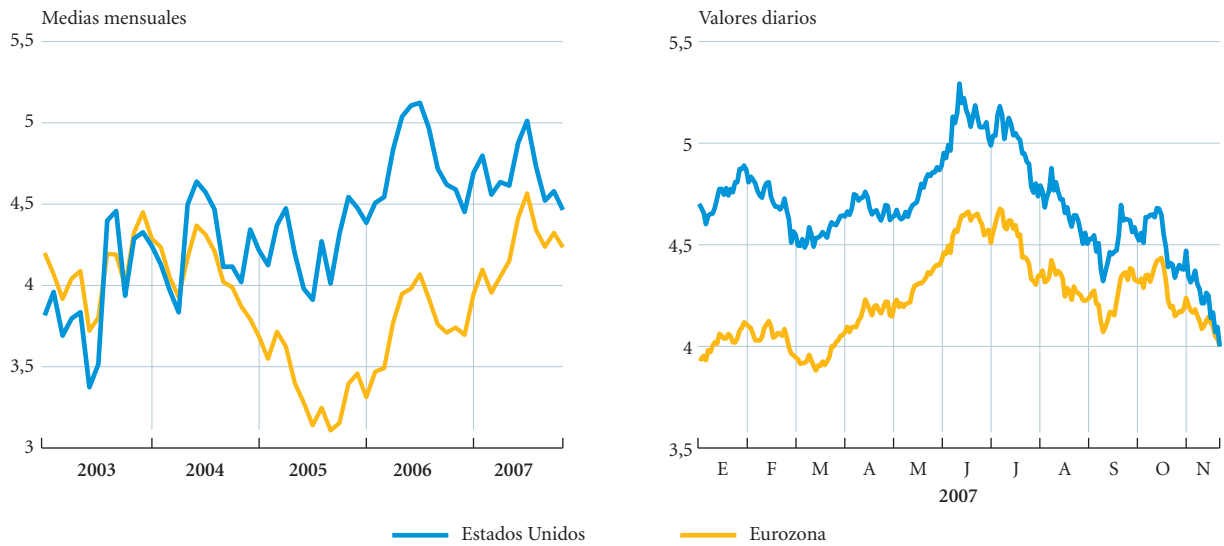
	2005	2006	2007			
			Junio	Septiembre	Octubre	Noviembre (*)
Estados Unidos	4,39	4,70	5,02	4,59	4,43	4,00
Japón	3,31	1,69	1,88	1,69	1,59	1,43
Eurozona	1,48	3,95	4,57	4,33	4,21	4,00
Reino Unido	4,10	4,74	5,46	5,01	4,90	4,59
Suiza	1,97	2,52	3,23	3,01	2,94	2,85

NOTA: (*) Día 21.

FUENTE: Bloomberg.

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

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años



FUENTE: Bloomberg.

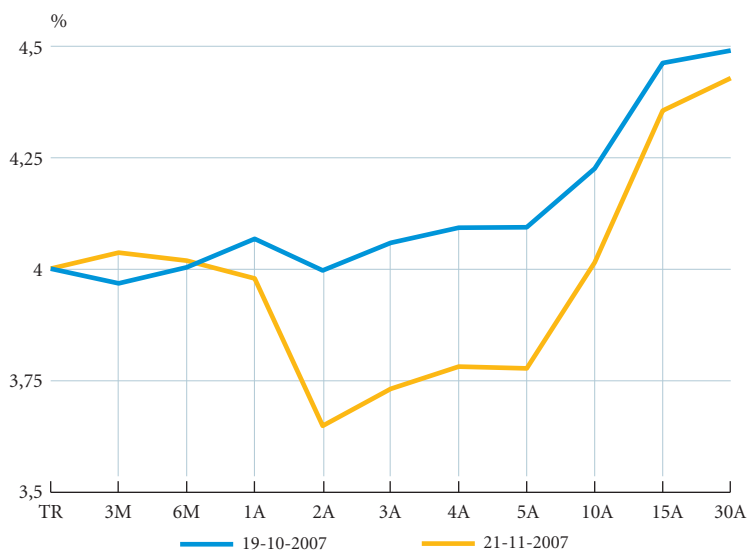
Es interesante explicar la evolución de la curva de tipos de interés de la eurozona en el último mes, pues refleja muy bien las expectativas de los agentes de mercado. En el tramo más corto (hasta el año) los tipos per-

manecen muy cerca del 4%, que es el tipo de referencia del BCE y que de forma indirecta marca el precio del dinero al que los bancos pueden financiarse recurriendo al BCE. El tramo intermedio, desde el año hasta los 5

La deuda pública a 10 años europea y americana ofrece la misma rentabilidad.

MENOS CRECIMIENTO SIN RIESGO DE INFLACIÓN

Curva de tipos de interés de la deuda pública de la eurozona



NOTAS: TR = Tipo de referencia del Banco Central Europeo, M = Meses, A = Años.
FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

La curva de tipos de interés de la eurozona indica menos crecimiento sin problemas de inflación.

años, es la parte de la curva que mejor expresa las expectativas de ciclo económico en cuanto a crecimiento y refleja una mayor incertidumbre sobre el crecimiento del año 2008. En cambio, el tramo largo de la curva de tipos de interés, que incluye desde el 10 años hasta el 30 años, recoge con mayor intensidad las perspectivas inflacionistas.

El movimiento del último mes indica que los inversores creen que el aumento puntual de la inflación, por el incremento del precio energético y de las materias primas agrícolas, no es un aumento permanente y que a medida que transcurre el año 2008 la inflación se acercará al objetivo del 2% que tiene el BCE.

El valor del dólar sigue siendo una incógnita

En el mercado de divisas es necesario destacar dos hechos fundamentales. El pri-

mero es la continuación del movimiento de depreciación del dólar. Pero la violencia del movimiento contra el euro ha sido de un orden de magnitud tal que el propio gobernador del BCE, Jean-Claude Trichet, ha vuelto a rescatar del baúl de intervenciones verbales la frase: «los movimientos brutales [en una divisa] no son bienvenidos». También otros importantes gestores de política económica se han mostrado de acuerdo con esta idea. Por ejemplo, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Henry Paulson, ha manifestado que su país mantiene una política de dólar fuerte.

Por otra parte, en la última reunión de la OPEP se discutió la situación de la valoración del dólar. Algunos países sostenían la necesidad de cambiar el sistema de fijación del precio en dólares, debido a la debilidad de este último, y deseaban incluir en el comunicado final una afirmación en este sentido. Por el contrario, otros mi-

La aceleración del ritmo de depreciación del dólar enciende las alarmas.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-11-2007

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2006	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	108,4	-5,7	-9,8	-8,8
Libra esterlina	0,487	-1,1	-4,7	-7,6
Franco suizo	1,104	-6,7	-10,4	-12,4
Dólar canadiense	0,989	1,1	-17,8	-15,9
Peso mexicano	11,016	1,8	1,8	0,6
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,482	4,5	12,3	15,4
Yen japonés	160,7	-1,1	2,3	6,1
Franco suizo	1,637	-2,0	1,7	2,7
Libra esterlina	0,721	3,4	7,0	6,6
Corona sueca	9,338	1,5	3,3	2,5
Corona danesa	7,454	0,0	0,0	0,0
Zloty polaco	3,689	1,0	-3,7	-2,9
Corona checa	26,80	-1,6	-2,5	-4,1
Forint húngaro	256,6	1,8	2,2	-0,1

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

nistros consideraron que hacerlo podría suponer añadir volatilidad en el mercado y aumentar el riesgo de un mayor desplo-me del dólar. Los ministros de la OPEP realizaban estas declaraciones creyendo que lo hacían a puerta cerrada. Pero, por un error, las afirmaciones fueron aireadas por los medios de comunicación, aumentando la volatilidad en los mercados.

La divisa europea alcanzó un máximo histórico de 1,482 dólares el 21 de noviembre, con lo que el dólar se ha depreciado con respecto a la moneda única un 12,3% desde principios de este año. Pero la divisa estadounidense no cayó contra todas las divisas, pues durante el último mes se ha recuperado un poco contra el dólar canadiense, aunque lleva acumulada una caída durante este año del 17,8%.

Debido a que el euro fue introducido en enero de 1999, sólo hay cotización del eurodólar de un periodo relativamente corto de unos ocho años. Para ganar mayor sensibilidad es interesante realizar un pequeño ejercicio de reconstrucción arqueológica. Éste consiste en crear un índice sintético desde el año 1971 que

reconstruya la serie eurodólar utilizando la cotización del marco alemán traducida al euro con el *fixing* en el que la moneda alemana se fijó de 1 euro equivalente a 1,95 marcos alemanes. Este pequeño trabajo permite observar el movimiento del dólar y comprobar si el nivel alcanzado se produjo en algún momento en las últimas décadas y entender con mayor claridad la preocupación de los banqueros centrales, ministros de economía y del resto de gestores económicos.

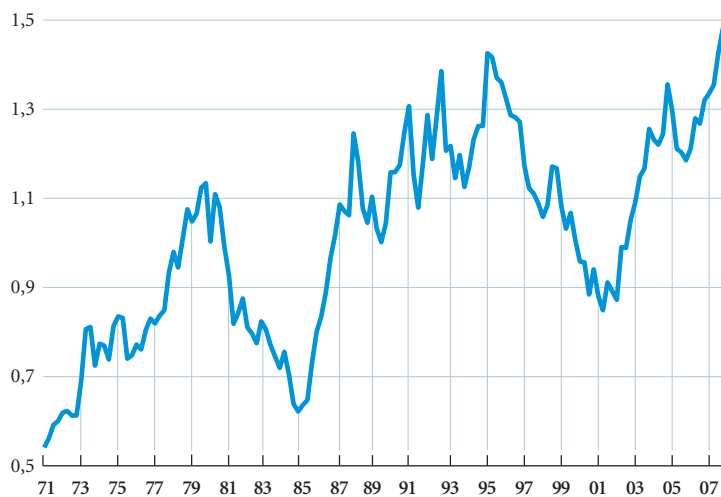
En el gráfico siguiente se muestra que el máximo anterior en este índice sintético del eurodólar se alcanzó en marzo de 1995, cuando cotizaba un 1,4255, un nivel muy alto pero inferior al 1,482 que ha alcanzado a finales de noviembre. Los movimientos violentos en las divisas tienen efectos negativos sobre los empresarios por la mayor incertidumbre sobre los ingresos finales en moneda local o el coste de las importaciones. El aumento de la volatilidad implica que realizar una cobertura a través de un seguro de cambio sale más caro. Este nivel supone, sin lugar a dudas, una mayor dificultad para los exportadores europeos.

Nunca se había alcanzado el nivel actual de un euro, 1,482 dólares.

Para observar un valor parecido, debemos remontarnos a 1995.

POR ESE PRECIO LE COMPRO DOS

Índice sintético del dólar frente al euro



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

El yen se fortalece por el aumento de la aversión al riesgo.

El segundo hecho fundamental en el mercado de divisas ha sido la apreciación del yen japonés. El aumento de la aversión al riesgo ha supuesto la reducción de las posiciones que estaban financiadas a través del endeudamiento con el yen. El mes pasado, un dólar compraba 114 yenes; actualmente sólo puede comprar 108,4 yenes, es decir, en el último mes el yen se ha apreciado un 5,7%. Por este motivo, las autoridades japonesas se han pronunciado públicamente en contra de la velocidad de este proceso que consideran tiene repercusiones negativas para la economía nipona. Un país como el japonés, que está en deflación, a través de una apreciación de su divisa consigue comprar más barato en el exterior, pero agrava así el problema de caída de precios. Por otra parte, los exportadores japoneses tendrán más dificultades, pues sus productos pierden atractivo para el resto del mundo por el encarecimiento relativo de sus productos.

La situación se complica en los mercados de renta variable

Tres factores han pesado sobre el pesimismo de los inversores, que han reducido su exposición a las bolsas. En primer lugar, el alto precio de los precios energéticos, que reduce ingresos disponibles de las familias y encarece los costes de producción, en un contexto donde las compañías no tienen un elevado poder de fijación de precios, debido a la globalización. En segundo lugar, el deterioro de las estimaciones de diferentes instituciones sobre el crecimiento que supone un entorno más complicado para incrementar los beneficios empresariales. Y, finalmente, los malos resultados empresariales del tercer trimestre. Éstos están centrados en el sector financiero, que está dotando cuantiosas provisiones para cubrir las pérdidas en los productos relacionados con la crisis hipo-

El petróleo, las expectativas de crecimiento y los beneficios empresariales pesan sobre las bolsas.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

20-11-2007

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.958,4	-4,2	4,0	5,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.433,3	-4,5	1,1	2,3
<i>Nasdaq</i>	2.593,4	-4,8	7,4	5,7
Tokio	15.211,5	-9,5	-11,7	-3,3
Londres	6.169,1	-5,5	-0,8	-0,6
Zona del euro	4.257,8	-3,5	3,3	4,0
<i>Francfort</i>	7.578,4	-3,9	14,9	17,5
<i>París</i>	5.472,2	-4,7	-1,3	0,3
<i>Amsterdam</i>	493,7	-10,4	-0,3	0,4
<i>Milán</i>	37.932,0	-4,9	-8,5	-6,8
<i>Madrid</i>	15.624,9	0,6	10,5	9,6
Zurich	8.317,7	-6,9	-5,3	-5,1
Hong Kong	27.771,2	-5,7	39,1	46,5
Buenos Aires	2.243,5	0,3	7,3	18,3
São Paulo	62.336,0	2,4	40,2	51,9

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.

tecaria *subprime*. Pero también en otros sectores se han producido revisiones a la baja de las previsiones de beneficios para los próximos trimestres, como por ejemplo en los sectores inmobiliario y de transportes, así como en el tecnológico, todos los cuales observan una desaceleración del ritmo de su cartera de pedidos.

Los diferentes índices de renta variable de Estados Unidos han caído alrededor de un 4,5% durante el último mes. Por ejemplo, el S&P 500 presenta una variación acumulada desde el 1 de enero de tan sólo un 1,1%. Pero otras bolsas han sufrido más durante las últimas cuatro semanas. Entre ellas, el índice de los Países Bajos, con una caída del 10,4%, y el índice Nikkei 225 de Japón, que lleva una variación acumulada negativa del 11,7%.

Este incremento de la incertidumbre sobre la trayectoria económica mundial y su impacto sobre las cuentas de resultados de las empresas se ha traducido en

una mayor volatilidad en las bolsas. Esta intensificación de la volatilidad puede interpretarse como un aumento del precio del riesgo que representa invertir en renta variable. Una mayor variabilidad de los beneficios conlleva que los inversores exijan una prima más alta. Traducido a las cotizaciones en las bolsas, éstas caen para reflejar esta inseguridad sobre los próximos trimestres. El principal problema es que los dos escenarios alternativos están muy alejados. Un posible escenario es una reconducción de la crisis que evite el riesgo de una recesión en Estados Unidos. El escenario alternativo es, en cambio, precisamente un crecimiento negativo del PIB de Estados Unidos. Actualmente, el primer escenario es el más probable y así lo reflejan las expectativas de los agentes económicos. Pero el problema es que las consecuencias de uno u otro escenario son diametralmente opuestas y esto provoca mayor nerviosismo entre los inversores.

Aumenta la volatilidad en bolsa, reflejo de una mayor incertidumbre.

NO HEMOS DEJADO LAS CURVAS ATRÁS

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



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

El PIB aumenta el 3,8% en el tercer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, en línea con lo previsto.

La economía española sigue creciendo más que la de la eurozona, pero el diferencial se reduce.

Moderación de la demanda nacional

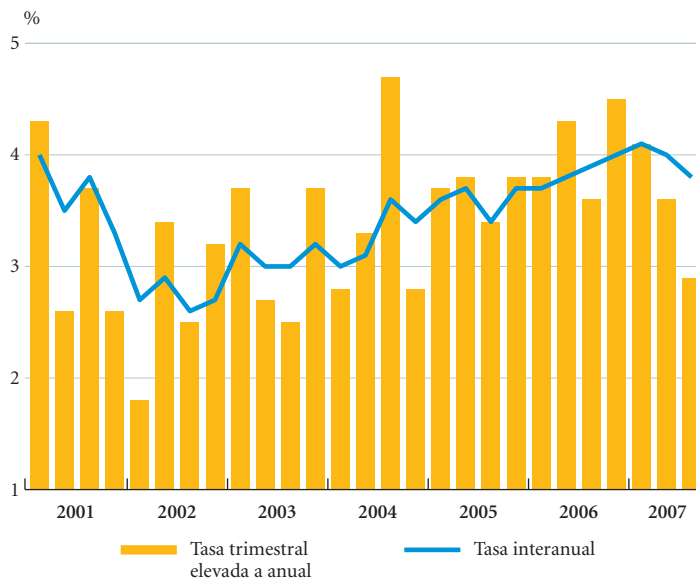
El producto interior bruto (PIB) de la economía española siguió desacelerándose en el tercer trimestre, según la primera estimación del Instituto Nacional de Estadística (INE). De esta manera, la economía creció el 3,8% en términos interanuales, dos décimas menos que en el trimestre anterior, en línea con lo previsto. Así, se confirma la senda de ralentización de la expansión económica, como se ve más claramente si se observan las tasas de variación intertrimestrales del gráfico adjunto. No obstante, el ritmo de crecimiento interanual de la economía española continúa siendo sensiblemente superior al de la eurozona, si bien el diferencial se ha estrechado.

La moderación del crecimiento económico se debió a la mayoría de componentes de la demanda, especialmente del consumo de las familias y de la inversión en construcción. En cambio, el sector exterior mejoró su contribución negativa a la variación del PIB en 3 décimas, hasta 6 décimas. De esta forma, como nota positiva se aprecia un mayor equilibrio en el crecimiento económico, hasta ahora muy centrado en la construcción y con un abultado desequilibrio con el exterior.

Efectivamente, la contribución de la demanda nacional al crecimiento interanual del PIB bajó 5 décimas hasta 4,4 puntos porcentuales, lejos de los 5,8 puntos del segundo trimestre de 2005. El principal componente, el consumo de los hogares,

EL MÁXIMO CÍCLICO QUEDA ATRÁS

Variación del PIB

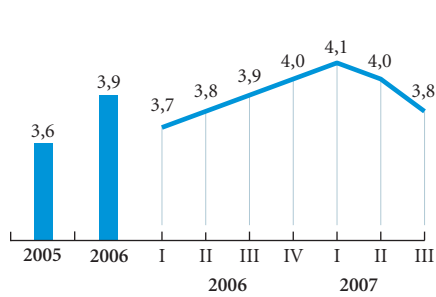


FUENTES: INE y elaboración propia.

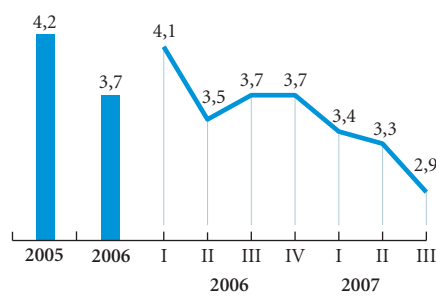
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

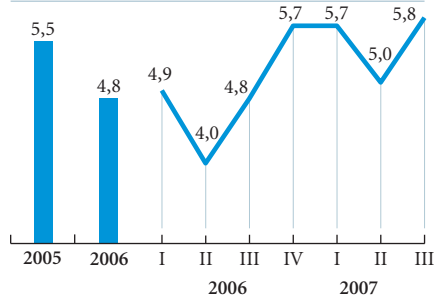
PIB



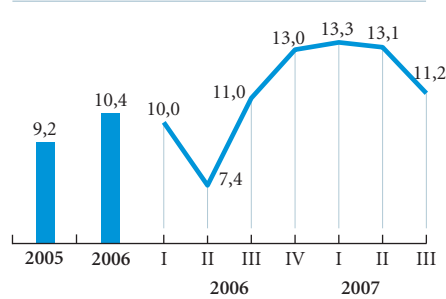
Consumo de los hogares



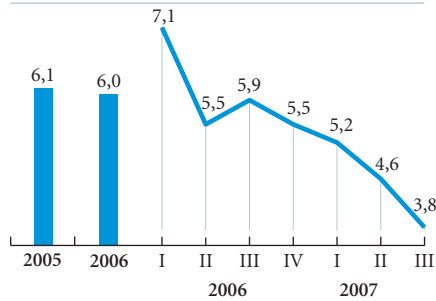
Consumo público



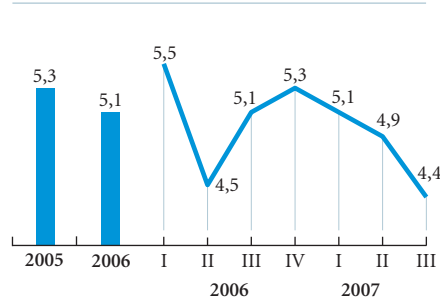
Inversión en bienes de equipo



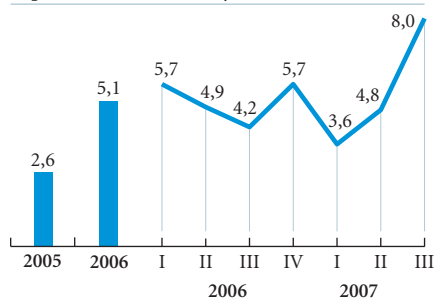
Inversión en construcción



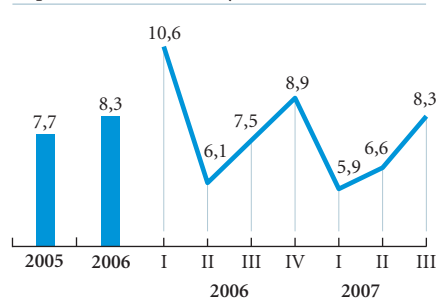
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La moderación se debe sobre todo al consumo de las familias y de la construcción.

Mejora del sector exterior, aunque su aportación sigue siendo negativa.

continuó perdiendo vigor hasta presentar un aumento interanual del 2,9%, 4 décimas menos que en el segundo trimestre. Según los datos del INE, la ralentización del gasto de consumo de las familias ocurre más en los bienes que en los servicios. Y dentro de los bienes, sobresale la bajada de las compras de vehículos. Previsiblemente, la aminoración del crecimiento del consumo de los hogares continuará en los próximos trimestres, si bien suavemente, pues la creación de empleo lo sigue apoyando. De hecho, en octubre las ventas de automóviles experimentaron una recuperación, aunque fueron impulsadas por ofertas de las marcas.

Por el contrario, el consumo de las administraciones públicas se aceleró en el tercer trimestre hasta presentar un alza interanual del 5,8%. Tanto las remuneraciones de los asalariados como la adquisición de bienes y servicios contribuyeron a este tirón.

Todos los componentes de la inversión moderaron su ritmo de crecimiento. La tasa de variación interanual de la construcción descendió hasta el 3,8%, lejos del 7,1% del primer trimestre de 2006. Esto refleja un menor dinamismo en la edificación residencial y también en la obra pública. El aumento anual de la inversión en inmuebles residenciales se redujo al 2,9%, con la pérdida de tono del mercado inmobiliario. Probablemente, en los próximos meses va a continuar la desaceleración de la construcción de viviendas, a juzgar por la caída de los visados de obra nueva. En cuanto a la construcción de infraestructuras, la última tasa anual está afectada por su comparación con el periodo anterior a las últimas elecciones autonómicas y locales, por lo que es previsible una próxima recuperación, dados los proyectos en marcha. Por lo referente a la inversión en bienes de equipo, moderó sensiblemente su expansión hasta mostrar un crecimiento intertrimestral del 0,8%, aunque la tasa

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
Consumo										
Producción de bienes de consumo (*)	0,9	2,3	1,9	4,3	4,8	2,1	1,3	1,9	-0,4	...
Importación de bienes de consumo (**)	7,9	8,9	2,4	7,6	-1,1	5,6	15,0	5,7	4,6	...
Matriculaciones de automóviles	2,1	-0,9	-4,1	1,8	-0,7	-2,4	0,0	-2,7	-7,7	3,4
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	-14,0	-16,0
Inversión										
Producción de bienes de equipo (*)	-0,1	8,4	7,9	11,2	8,9	5,3	7,8	5,3	4,8	...
Importación de bienes de equipo (**)	20,4	3,2	6,5	3,4	20,1	11,0	0,6	-6,2	3,0	...
Matriculación de vehículos industriales	13,2	1,5	0,5	-1,0	1,7	-2,2	4,2	-4,6	-11,2	4,4
Comercio exterior (**)										
Importaciones no energéticas	6,0	9,0	8,9	9,3	6,4	7,7	13,8	4,3	4,5	...
Exportaciones	0,2	5,6	1,7	4,7	3,0	2,8	10,6	6,0	3,4	...

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.

interanual se situaba en un elevado 11,2%. El resto de la inversión, que incluye a gastos en software informático, prospecciones mineras y petroleras, etc., cayó en relación con el segundo trimestre.

Respecto al sector exterior, tanto las exportaciones de bienes como las de servicios se aceleraron, gracias a la pujanza de la demanda externa. Las importaciones de bienes y servicios también se avivaron, pero en menor medida, de manera que se frenó el deterioro del sector exterior.

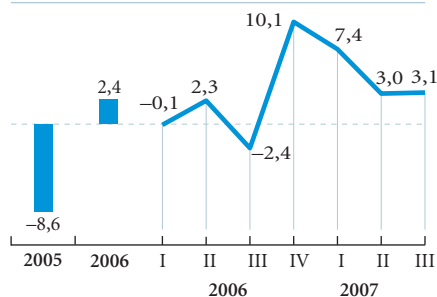
Desde el punto de vista de la oferta, la desaceleración de la construcción y del sector primario sólo pudo ser compensada parcialmente por el suave repunte de los servicios de mercado y de la industria. El valor añadido bruto de la construcción experimentó una notable pérdida de vigor y su ritmo de variación anual se situó en el 3,6%. El sector de la energía sufrió una caída interanual. La industria se aceleró ligeramente, aunque su tasa de variación anual bajó 1,2 puntos hasta el 2,4%. En los próximos meses parece difícil que los sectores

El dinamismo de los servicios y de la industria no basta para compensar la desaceleración de la construcción.

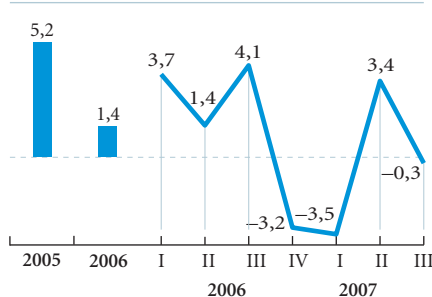
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

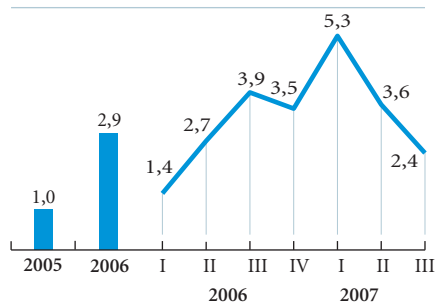
Agricultura



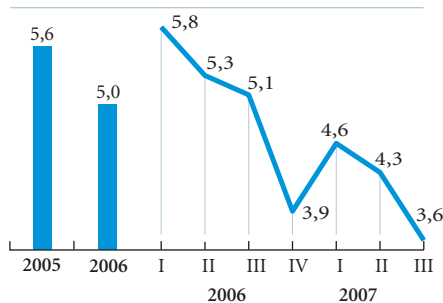
Energía



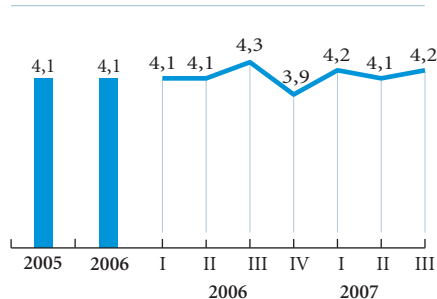
Industria



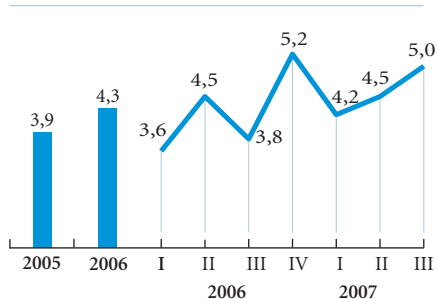
Construcción



Servicios de mercado



Servicios no de mercado



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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Riesgos a la baja para el crecimiento económico, que difícilmente alcanzará el 3% en 2008.

industriales puedan contrarrestar la previsible ralentización de la construcción, si nos atenemos a los últimos datos de la entrada de pedidos en la industria.

Las ramas de los servicios de mercado que experimentaron un mayor dinamismo fueron el transporte, los servicios a las empresas y el comercio. Los servicios de no mercado, por el contrario, ralentizaron su avance. En conjunto las ramas de servicios mantuvieron un notable ritmo de expansión y la tasa de variación interanual subió dos décimas hasta el 4,4%.

El valor añadido bruto del sector primario siguió cayendo comparado con el trimestre anterior. No obstante, su tasa inter-

anual de variación se elevó una décima hasta el 3,1% gracias a un relativamente buen resultado de la agricultura.

¿Va a continuar la tendencia a la ralentización económica? Probablemente. La discusión está más bien en cuanto a su intensidad. Un mayor grado de restricción crediticia, el fortalecimiento del euro y el encarecimiento de las materias primas han aumentado los riesgos a la baja. En este panorama, la Comisión Europea rebajó recientemente la previsión de crecimiento económico para 2008 hasta el 3% y para 2009 hasta el 2,3%. Efectivamente, aunque el crecimiento para este ejercicio parece asegurado en torno al 3,8%, en los dos próximos ejercicios difícilmente alcanzará el 3% anual.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
Industria										
Consumo de electricidad (1)	3,5	3,8	6,0	3,8	5,2	4,4	1,4	1,5	2,3	3,4
Índice de producción industrial (2)	0,7	3,9	4,2	4,6	4,2	2,4	1,1	1,6	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	-6,0
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	4,7	...
Construcción										
Consumo de cemento	7,3	8,5	5,7	8,5	5,5	-1,3	3,7	-2,7	-5,6	5,2
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	8,0
Viviendas (visados obra nueva)	6,2	18,6	50,5	0,2	8,0	-15,0	-37,1	-39,0	...	...
Licitación oficial	18,5	31,3	19,1	55,0	14,9	-2,1	21,5	-55,8	...	...
Servicios										
Ventas comercio minorista	4,4	5,0	5,9	5,2	6,2	4,5	4,8	5,4	2,4	...
Turistas extranjeros	6,6	3,8	1,8	2,3	5,3	0,1	1,8	3,0	1,8	0,0
Ingresos turismo	6,0	5,6	4,9	3,1	5,8	2,0	2,6	4,0	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,2	-1,2	-3,3	-6,4	-4,1	-6,5	7,2	-4,0	-6,7	...
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	6,1	...	...

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.

Mercado de trabajo

Ralentización de la creación de empleo

De acuerdo con la coyuntura de ligera desaceleración económica, los últimos datos de la afiliación a la Seguridad Social apuntan a que la creación de empleo crece a un ritmo moderado. Queda atrás el periodo de la regularización extraordinaria iniciada en el año 2005, que comportó un alza espectacular de la afiliación, como se puede apreciar en el gráfico adjunto. En octubre, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social cayó en 75.719 personas, pero fue debido primordialmente a un efecto estacional derivado del fin de la temporada veraniega. El número total de afiliados se situó en 19.232.271, que suponen un alza del 2,5% en relación con el mismo mes del año anterior.

En los últimos doce meses el número total de afiliados a la Seguridad Social se elevó en 464.520 personas. De ellos 308.105 correspondieron a españoles y 156.415 a extranjeros. Éstos aumentaron un 8,4% en el último año hasta 2.021.166 millones, representando actualmente el 10,5% del total de afiliados.

Por géneros, las mujeres han continuado incorporándose a un mayor ritmo al mercado laboral. De este modo, las afiliadas a la Seguridad Social se elevaron el 3,8% en los doce últimos meses, por el 1,5% los hombres. Así, las mujeres afiliadas, 8.043.185, ya representaban el 41,8% del total al final de octubre.

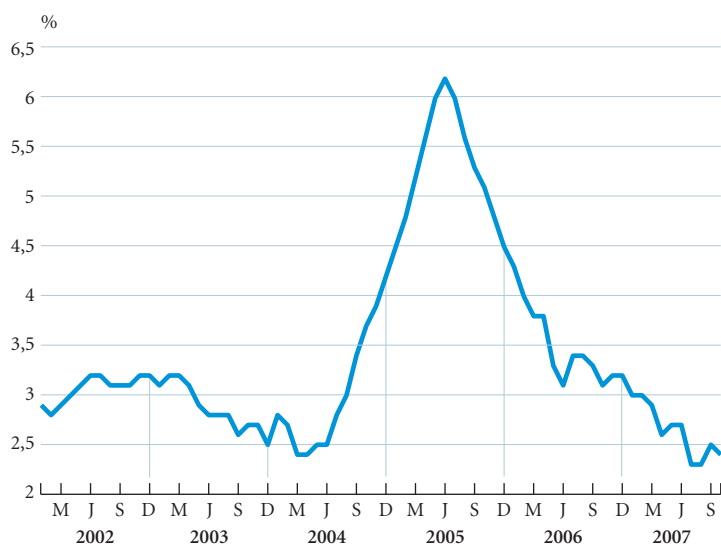
El sector que muestra más dinamismo en la creación de empleo son los servicios,

Los afiliados a la Seguridad Social crecen a un ritmo anual del 2,5%.

Los extranjeros afiliados suben el 8,4% en el último año hasta representar el 10,5% del total.

EL EMPLEO CRECE MENOS

Variación interanual del número de afiliados total a la Seguridad Social (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.

FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y elaboración propia.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

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

(***) En el INEM.

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

Los autónomos de la construcción ascienden el 10,1% en los últimos doce meses, pero el resto cae el 0,9%.

con un aumento interanual del 2,9%. La construcción parece mostrar una cierta mejora del empleo, pero se debe a los autónomos, que se elevaron el 10,1% respecto a octubre de 2006, ya que los afiliados en el régimen general bajaron el 0,9% en los doce últimos meses. En cuanto a la industria, mostraba una tendencia de una moderada creación de empleo, con una tasa de variación interanual del 2,6%.

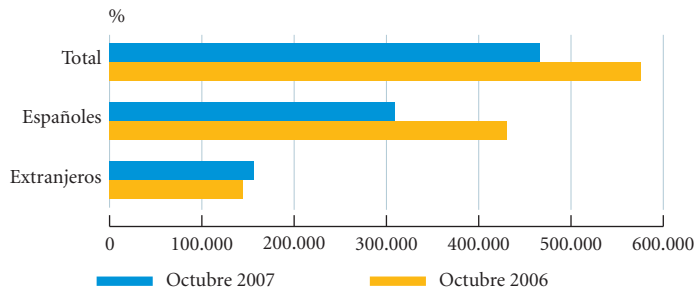
Por otro lado, los datos de los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo de la contabilidad nacional correspondientes al tercer trimestre presentan un panorama similar. En el tercer trimestre continuó la tendencia a una suave ralentización de la ocupación, con un crecimiento interanual del 3,0%, 2 décimas menos que en el trimestre anterior. El empleo en la industria no mejoró con respecto al trimestre anterior y siguió

siendo ligeramente inferior al del mismo periodo del año precedente. Por lo referente a la construcción, continuó perdiendo vigor, si bien presentaba la mayor alza del empleo respecto a un año antes. Por su parte, los servicios de mercado flojearon, pero mantenían un crecimiento interanual del 3,2%.

A resultas de la evolución del producto interior bruto trimestral y del empleo ocupado a tiempo completo la variación interanual de la productividad aparente del trabajo se cifró en el 0,8%, en el mismo nivel que en el segundo trimestre. La remuneración de los asalariados mantuvo un aumento anual del 7,3% en el tercer trimestre, ya que la retribución media se avivó ligeramente y compensó la desaceleración del número de asalariados. De esta forma, el incremento del coste laboral unitario se elevó una décima hasta el

DINAMISMO DE LAS AFILIACIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL DE LOS EXTRANJEROS

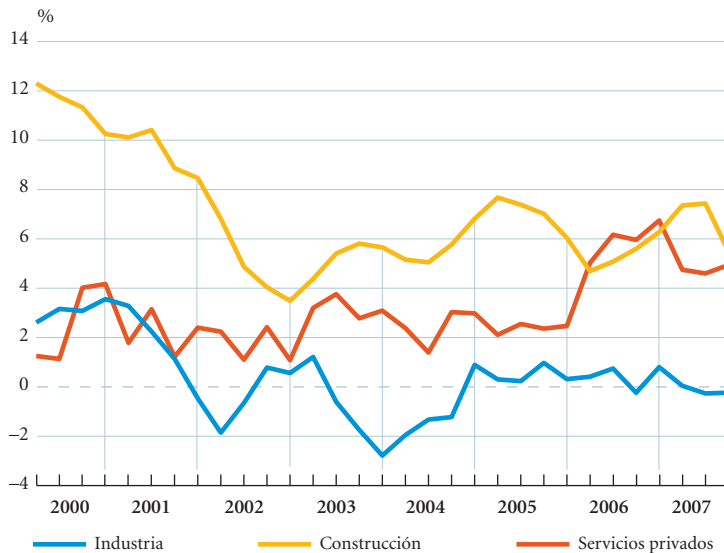
Variación del número de afiliados a la Seguridad Social en los últimos doce meses



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y elaboración propia.

LA CONSTRUCCIÓN PIERDE GAS MIENTRAS LOS SERVICIOS SE ANIMAN

Variación interanual de los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

3,0%, superando al deflactor implícito de la economía.

Por otra parte, se constata un fondo de dinamismo en el mercado laboral, a juzgar por el vigor de la contratación. Así, en octubre de 2007 se registraron 1.911.389 contratos de trabajo, un 5,1% más que en el mismo mes del año anterior. El número de contratos indefinidos realizados en el mes bajó el 2,7% respecto a octubre de 2006, una vez que desaparecieron los in-

centivos para las conversiones de otro tipo de contratos en indefinidos desde el final de 2006. No obstante, los contratos estables en octubre representaron el 12,2% del total, una participación notable.

Se modera el deterioro del paro registrado en octubre

El número de desempleados inscritos en las oficinas del servicio público de em-

Vigor de la contratación en octubre.

El número de parados registrados masculinos extranjeros se eleva el 31% en los últimos doce meses.

Sostenido incremento de los beneficiarios de las prestaciones económicas por desempleo en los últimos años.

pleo aumentó en octubre hasta alcanzar 2.048.577 personas, un 2,8% más que doce meses antes. No obstante, la mayor parte del aumento mensual, 31.214 personas, se debió a un efecto estacional debido a la finalización de la temporada turística. En conjunto, se aprecia una cierta moderación de la tendencia al deterioro del paro registrado. El sector de la construcción fue donde más se incrementó el desempleo en el último año, un 12,6%. De esta manera, no es extraño que el paro haya aumentado sensiblemente más entre los hombres que entre las mujeres en los últimos doce meses. Asimismo, el nú-

mero de parados registrados masculinos extranjeros subió el 31,0% en relación con octubre de 2006.

Por otro lado, los beneficiarios de prestaciones económicas por desempleo han aumentado de un modo sostenido en los últimos años, totalizando 1.409.580 en el mes de septiembre. Esta cifra supone un aumento del 34,0% desde 1999. Esta alza ha sido superior en el caso del nivel contributivo, del 75,6%. De esta forma, la tasa de cobertura neta se ha elevado desde el 63,5% en 1999 hasta el 95,3% en el mes de septiembre.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Octubre 2007

	Parados	Variación sobre diciembre 2006		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	66.765	5.271	8,6	3.828	6,1	3,3
Industria	270.556	-11.592	-4,1	-5.997	-2,2	13,2
Construcción	240.385	3.614	1,5	26.980	12,6	11,7
Servicios	1.253.805	28.936	2,4	38.209	3,1	61,2
Primer empleo	217.066	-525	-0,2	-7.279	-3,2	10,6
Por sexos						
Hombres	802.831	-1.443	-0,2	40.340	5,3	39,2
Mujeres	1.245.746	27.147	2,2	15.401	1,3	60,8
Por edades						
Menores de 25 años	235.125	-6.887	-2,8	-15.159	-6,1	11,5
Resto de edades	1.813.452	32.591	1,8	70.900	4,1	88,5
TOTAL	2.048.577	25.704	1,3	55.741	2,8	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Precios

Los alimentos y el petróleo disparan el IPC

El fuerte encarecimiento de los alimentos y de los carburantes y combustibles se ha traducido en una brusca subida del índice de precios de consumo (IPC) en octubre, de modo que su tasa de variación interanual alcanzó el 3,6%, volviendo al nivel de agosto de 2006. Los máximos históricos marcados por el precio del petróleo en octubre no pudieron ser compensados totalmente por la apreciación del euro, de modo que se dejó sentir su efecto en las estaciones de servicio y consiguientemente en el IPC. También la escalada de los precios de las materias primas agrarias en los mercados mundiales se está

trasladando a la cesta de la compra. En este caso, el núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, también ha resultado afectado y ha aumentado hasta el 3,1%.

En efecto, de las nueve décimas con que se incrementó la tasa interanual de inflación en octubre, un poco más de la mitad corresponde a los alimentos, principalmente los elaborados. El peso actual de los alimentos y bebidas en el IPC es del 22,1%, y su tasa de inflación interanual experimentó una subida del 3,4% de septiembre al 5,5% en octubre.

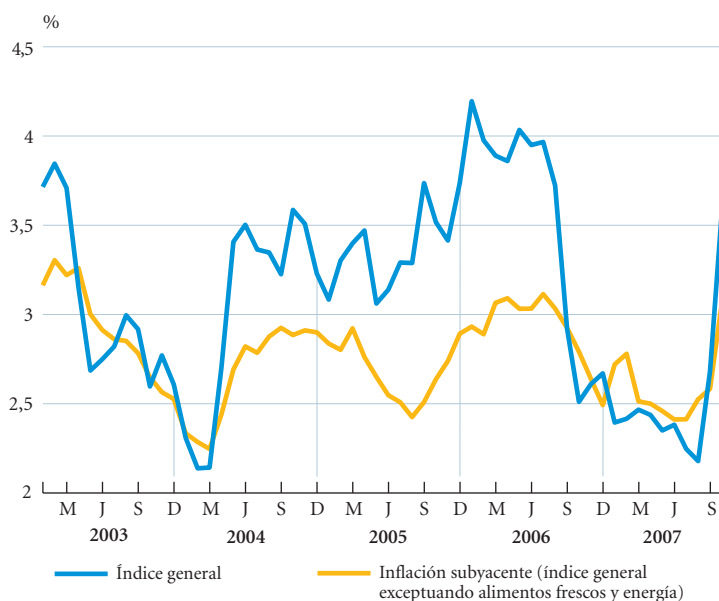
El componente que más subió en los últimos doce meses fue la leche, con un as-

El IPC vuelve al nivel de agosto de 2006.

La inflación subyacente sube hasta el 3,1% debido a los alimentos elaborados.

FUERTE REPUNTE DE LA INFLACIÓN HASTA EL 3,6%

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

censo del 24,2%. Como se ha comentado más arriba, este ascenso se debe a que las empresas lecheras han repercutido la subida de la materia prima en el precio de venta al público. La causa radica en el comportamiento de los mercados internacionales. En éstos, los precios se han

elevado espectacularmente en el último periodo debido tanto a choques de demanda como de oferta. Por un lado, la demanda mundial ha experimentado un incremento debido a la mayor demanda proveniente de los denominados países emergentes. Por otro lado, han existido

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	1,3	3,0	3,6
Noviembre	0,2	2,4	2,6			
Diciembre	0,3	2,7	2,7			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

BRUSCA ALZA DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

Variación interanual del componente de alimentos y bebidas no alcohólicas del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Octubre

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

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

limitaciones en la oferta internacional a causa de condiciones meteorológicas adversas en los principales productores mundiales. Esta escasez relativa se ha trasladado a los precios del mercado español debido a la rigidez de la política agrícola comunitaria, que limita y restringe la producción de leche desde hace muchos años.

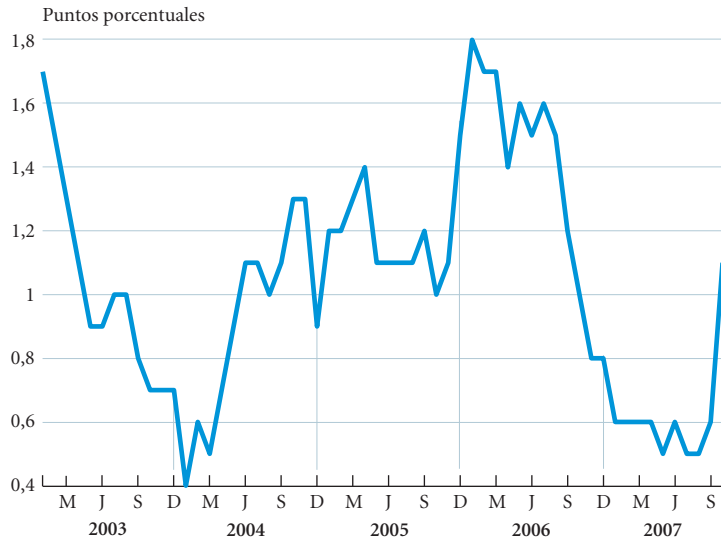
Los precios de los cereales también se han encarecido en gran medida en los últimos meses. Con ello han aumentado los cos-

tes de la producción ganadera. De momento, las tensiones se concentran en la carne de pollo, que se elevó el 14% en el último año, mientras que la carne de ovino y porcino se encuentra deprimida. En cambio, donde sí se ha notado el efecto del alza del precio de los granos ha sido en la partida de cereales y derivados y sobre todo del pan, cuyo precio aumentó el 13,4% desde octubre de 2006. En el caso de los cereales, el ascenso de los precios se debe a una mayor demanda mundial, junto con una insuficiente cosecha global.

Fuerte alza de la leche, al repercutirse la espectacular escalada en los mercados internacionales.

EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA EUROZONA VUELVE A SUPERAR UN PUNTO

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



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

Descensos de los precios del aceite y las patatas en los últimos doce meses.

Pero no todo son malas noticias. Algunos alimentos básicos tienen precios más bajos que hace un año. Así, los aceites cayeron el 14% en los últimos doce meses, después del encarecimiento del año pasado. Similarmente, el precio de las patatas descendió ligeramente en el último año tras el último subidón.

También ayuda la práctica estabilidad de los bienes industriales no energéticos cuya tasa interanual se mantuvo estable en el 0,4% anual en octubre, contenida por la encarnizada competencia en los mercados internacionales. En cambio, la tasa de inflación de los servicios, más resguardados de la disciplina que impone la globalización, se incrementó en una décima hasta el 3,8%.

La tasa de inflación interanual podría situarse cerca del 4% al final del ejercicio, pero debería reconducirse a la baja en 2008.

En cuanto al panorama inflacionario para los próximos meses, las tensiones en los mercados del petróleo y de alimentos no auguran un buen registro. De esta manera, el IPC podría cerrar el ejercicio cerca del 4%. No obstante, en el próximo año se debería reconducir la inflación con el

apoyo de una desaceleración del consumo, salvo alzas inesperadas del precio del crudo.

La tasa de inflación interanual armonizada con la Unión Europea también se colocó en 3,6%. De esta forma, el diferencial de inflación con la eurozona se amplió en medio punto hasta 1,1 puntos porcentuales. Un mayor peso de los carburantes y de los alimentos en el IPC español, junto a una menor participación de los impuestos en el precio de los carburantes, explican esta evolución.

Tirón de los precios mayoristas

La escalada de los precios energéticos y de las materias primas agrarias en los mercados internacionales en el último periodo se ha transmitido a los precios mayoristas en los últimos meses. De esta forma, han quedado atrás por algunos meses los bajos niveles de inflación que presentaban la mayoría de precios en origen.

La tasa de inflación interanual de los precios industriales se elevó hasta el 4,7% en octubre, más que doblando el nivel del mínimo alcanzado en agosto. Este brusco repunte se debió sobre todo a los bienes energéticos, cuya tasa de inflación anual aumentó hasta el 6,1% desde el 0,8% que presentaban en septiembre. Pero también los bienes de consumo no duraderos experimentaron una fuerte alza hasta el 4,4%, 1,2 puntos más que en el mes precedente, reflejando el ascenso de los precios agrarios. De hecho, los precios a la salida de fábrica de la industria de productos alimenticios y bebidas aumentaron el 8,3% en los doce últimos meses.

Incluso los precios de importación no pudieron sustraerse a la remontada inflacionista después de situarse en niveles muy reducidos hasta el verano. En efecto, en

septiembre el índice general de los precios de importación subió el 2,3% en el último año a pesar de la apreciación del euro. Los precios de los bienes de equipo también tendieron a elevarse, pero gracias a la competencia internacional y a las ganancias de productividad sólo se incrementaron el 0,3% en los doce últimos meses. En cuanto a los bienes intermedios, continuaron ralentizándose, transmitiendo una caída de los precios de los metales.

Los precios agrarios percibidos por los agricultores experimentaron una fuerte alza en agosto, último mes disponible. Tanto los productos agrícolas, con un aumento interanual del 10,9%, como sobre todo los ganaderos (leche, huevos, etc.), con un ascenso del 21,9%, se elevaron en gran medida.

La inflación interanual de los precios industriales sube hasta el 4,7% en octubre, más del doble del nivel de dos meses antes.

Los productos ganaderos en origen aumentan el 22% en los doce últimos meses hasta agosto.

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												
Agosto	0,4	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	5,1	0,5	-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	0,8	-0,1	9,5	-	
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	0,2	-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	-0,2	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	0,2	0,7	0,0	6,1	-	
Mayo	0,4	2,4	2,0	3,3	6,0	-2,8	0,7	1,5	0,1	5,6	3,2	
Junio	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	-1,4	1,2	1,0	0,0	5,9	-	
Julio	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	-2,6	0,7	0,9	-0,1	4,1	-	
Agosto	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	-2,9	0,7	1,6	0,2	3,8	2,9	
Septiembre	...	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,3	1,2	0,3	3,1	-	
Octubre	...	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	...	...	...	...	-

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

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

Sector exterior

El déficit comercial interrumpe la tendencia a la desaceleración.

El empeoramiento de la balanza energética imposibilita la ralentización del desequilibrio comercial.

El déficit comercial vuelve a empeorar

En el periodo que abarca de enero a septiembre de 2007 el déficit comercial fue de 71.108 millones de euros. Eso implica que, tras varios meses siguiendo una tendencia a la desaceleración, el déficit comercial, en términos acumulados de enero a septiembre, creció un 7,6% interanual, frente al 7,2% interanual registrado entre enero-agosto. Por su parte, la tasa de cobertura se situó en el 65,3%, reduciéndose en los primeros nueve meses del año una décima sobre el mismo periodo de 2006.

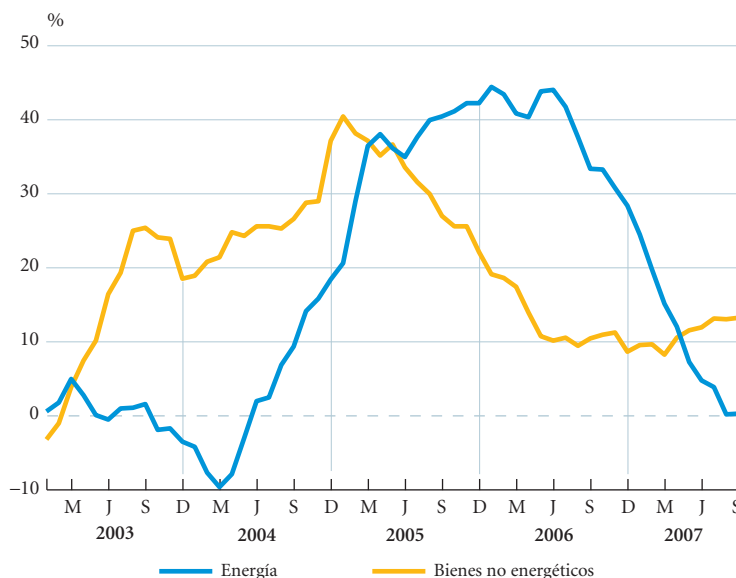
Este mal resultado no es sorprendente. Desde principios de año la ralentización del aumento del déficit se debía funda-

mentalmente a la desaceleración del saldo comercial de la balanza energética. En cambio, los bienes no energéticos tendían a acelerarse desde meses atrás. Desde el momento en que el desequilibrio comercial de los productos energéticos ha empeorado el déficit comercial ha vuelto a acelerarse. Las perspectivas inmediatas son igualmente negativas. Dada la evolución del precio del petróleo registrada en el otoño pasado, lo más probable es que el desequilibrio de la balanza energética se amplíe.

En términos más generales, cabe señalar que, en dicho periodo de enero a septiembre, tanto las exportaciones como las importaciones crecieron algo por encima del 7% interanual en valor. En términos rea-

LA ENERGÍA YA NO SALVA LOS PLATOS ROTOS DE LA BALANZA COMERCIAL

Variación interanual del saldo acumulado de 12 meses



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

COMERCIO EXTERIOR

Enero-septiembre 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	29.624	-4,3	14,4	5.555	-4,0	4,1	-24.069	18,8
Bienes de consumo	56.571	6,1	27,6	48.095	4,5	35,9	-8.475	85,0
<i>Alimenticios</i>	11.476	9,8	5,6	15.213	5,0	11,4	3.737	132,6
<i>No alimenticios</i>	45.094	4,9	22,0	32.882	0,2	24,5	-12.212	72,9
Bienes de capital	21.189	7,9	10,3	12.196	-1,4	9,1	-8.993	57,6
Bienes intermedios no energéticos	97.733	12,1	47,6	68.163	12,1	50,9	-29.570	69,7
Por áreas geográficas								
Unión Europea 25	120.853	7,5	58,9	94.423	6,3	70,5	-26.430	78,1
<i>Zona del euro</i>	100.937	7,9	49,2	75.616	7,1	56,4	-25.322	74,9
Otros países	84.264	7,2	41,1	39.585	9,6	29,5	-44.678	47,0
<i>Rusia</i>	6.041	7,2	2,9	1.490	42,4	1,1	-4.551	24,7
<i>EEUU</i>	7.203	15,7	3,5	5.693	3,4	4,2	-1.509	79,0
<i>Japón</i>	4.535	6,4	2,2	1.016	5,7	0,8	-3.519	22,4
<i>América Latina</i>	10.821	2,7	5,3	7.526	0,4	5,6	-3.294	69,6
<i>OPEP</i>	15.638	-6,6	7,6	3.720	14,2	2,8	-11.918	23,8
<i>Resto</i>	40.026	13,6	19,5	20.140	12,8	15,0	-19.886	50,3
TOTAL	205.117	7,3	100,0	134.008	7,2	100,0	-71.108	65,3

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

les, la distancia entre las exportaciones y las importaciones fue mayor, ya que mientras las primeras avanzaban un 4,0% interanual, las compras del exterior lo hacían un 6,6%.

Los grupos de productos más dinámicos son los bienes intermedios no energéticos, que registran crecimientos superiores al 12% interanual tanto por lo que se refiere a las exportaciones como a las importaciones. Cabe recordar que este segmento representa, por sí solo, aproximadamente la mitad del comercio exterior español. A cierta distancia, los flujos exteriores de los bienes de consumo alimenticio se muestran también vigorosos. Las importaciones de los mismos avanzan a un ritmo del 10% interanual y las exportaciones, al 5%.

Finalmente, la evolución reciente de los mercados exteriores sigue presidida por las tendencias recientes. La Unión Europea (UE) continúa siendo el socio comercial de referencia de la economía española. A pesar del dinamismo de países como China (importamos a un ritmo de crecimiento del 34% interanual) o Rusia (nuestras exportaciones avanzan un 42% interanual), la UE es todavía el destino de un 71% de las exportaciones españolas y el origen del 60% de nuestras compras al exterior.

Balanza de pagos: el déficit de rentas alcanza cotas elevadas

La balanza por cuenta corriente registró en los últimos doce meses que acaban en

Fuerte dinamismo comercial con los países emergentes.

El déficit corriente, sin dejar de crecer, se desacelera.

Preocupante evolución de la balanza de rentas.

agosto, un crecimiento del déficit corriente del 20,4% interanual, aproximadamente dos puntos menos que en el acumulado de doce meses hasta julio. Esta desaceleración se está debiendo, fundamentalmente, a la ralentización del crecimiento del déficit comercial y, en menor medida, de la balanza de transferencias.

El contrapeso a esta tendencia lo ejerce la balanza de rentas, que sigue ampliándose a un ritmo creciente. En valores absolutos, la contribución de la balanza de rentas ya supera en unos 1.000 millones de euros la de la balanza comercial, un resul-

tado cuya importancia se entiende mejor si se considera que la balanza de rentas no llega a equivaler a un tercio de la balanza comercial.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, la nota destacada es que continúa un mes más la disminución (en términos de acumulado de doce meses) de las entradas de inversión en cartera, situándose en términos interanuales en niveles un 14% menores a los de un año antes. Prácticamente idéntico ritmo de descenso interanual registran las salidas de inversión directa.

BALANZA DE PAGOS

Agosto 2007

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-55.481	6,2	-83.370	-6.447	8,4
Servicios					
<i>Turismo</i>	19.055	1,2	27.674	335	1,2
<i>Otros servicios</i>	-3.586	-3,4	-5.176	284	-5,2
Total	15.470	2,4	22.498	618	2,8
Rentas	-20.284	44,6	-27.236	-7.343	36,9
Transferencias	-6.521	31,0	-7.295	-2.991	69,5
Total	-66.817	19,0	-95.403	-16.163	20,4
Cuenta de capital					
	2.418	-25,3	5.355	-1.030	-16,1
Balanza financiera					
Inversiones directas	-27.623	-37,8	-38.775	6.304	-14,0
Inversiones de cartera	107.808	-28,1	156.113	-24.706	-13,7
Otras inversiones	-8.509	-78,0	-5.282	32.063	-85,9
Total	71.676	7,2	112.056	13.661	13,9
Errores y omisiones	-1.496	-67,4	188	7.025	-
Variación de activos del Banco de España	-5.782	-38,4	-22.196	-3.494	18,7

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.

Ahorro y financiación

Se acentúa la desaceleración de la financiación al sector privado

El tipo de interés de referencia euríbor a un año experimentó una baja en promedio mensual en octubre por primera vez en los dos últimos años. Se trató de un modesto descenso de 8 centésimas, pero la bajada tiene visos de continuar al disminuirse gradualmente las tensiones en el mercado interbancario a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo estadounidenses. No obstante, en los últimos doce meses el euríbor a un año acumulaba una elevación de 0,85 puntos hasta el 4,647%.

Por otro lado, las entidades financieras restringieron las condiciones de financiación en el tercer trimestre, según la encuesta sobre préstamos bancarios del

Banco de España, y continuará esta tendencia en los últimos meses del ejercicio. Este tensionamiento de la oferta se debió al efecto de las perturbaciones registradas en los mercados financieros internacionales en el verano y a un cambio en la percepción de la situación económica general. El endurecimiento de las condiciones afectó especialmente a la financiación a largo plazo de las grandes sociedades y a las hipotecas para la compra de vivienda de las familias. Además, las entidades financieras encuestadas apreciaron una menor demanda crediticia.

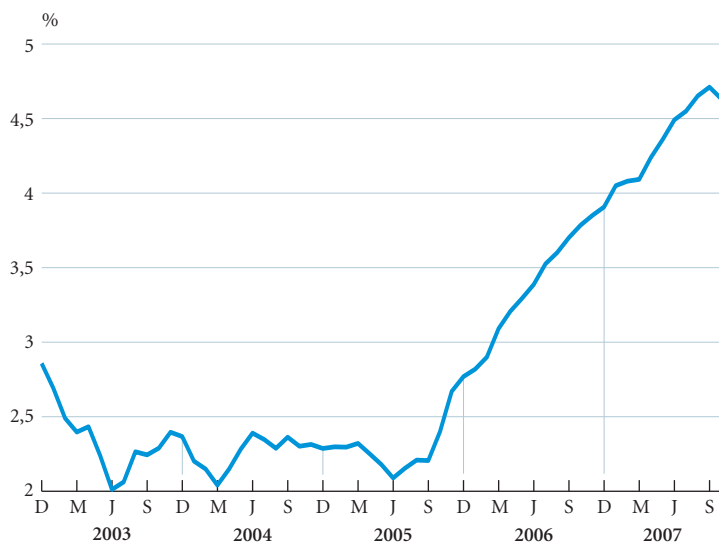
En este entorno, la financiación al sector privado continuó aumentando debido al dinamismo económico, pero a un ritmo sensiblemente menor. La financiación total recibida por las empresas y las familias subió el 18,9% en septiembre en relación

El euríbor a un año baja ligeramente en octubre, movimiento que podría continuar.

Las entidades financieras endurecen las condiciones de acceso al crédito en el tercer trimestre, tendencia que se mantiene en el cuarto.

EL EURÍBOR A UN AÑO TOCA TECHO

Tipo de interés Euríbor a 12 meses



FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Septiembre 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	87.875	2.499	2,9	8.429	10,6	5,2	
Deudores con garantía real (*)	1.038.617	115.641	12,5	171.161	19,7	60,9	
Otros deudores a plazo	484.681	70.092	16,9	91.421	23,2	28,4	
Deudores a la vista	35.586	1.473	4,3	5.894	19,9	2,1	
Arrendamientos financieros	44.877	4.164	10,2	5.653	14,4	2,6	
Créditos dudosos	14.328	3.469	31,9	3.432	31,5	0,8	
TOTAL	1.705.963	197.337	13,1	285.990	20,1	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La financiación total al sector privado crece el 19% en los últimos doce meses, 5 puntos menos que un año antes.

con el mismo mes del año anterior, tasa inferior en 5,4 puntos a la registrada doce meses antes. Los recursos financieros destinados a las sociedades aumentaron a un mayor ritmo que los canalizados a las familias en el último periodo, pero también mostraron una clara ralentización. La financiación total destinada a las compañías se incrementó el 21,8% con relación a septiembre de 2006, 6,1 puntos menos que en diciembre.

Los créditos de las cajas aumentan un poco más que los de la banca respecto a septiembre de 2006.

El crédito a la inversión acusó recientemente una mayor moderación, reduciéndose la tasa de variación anual de los arrendamientos financieros al 14,4%. El crédito comercial, por su parte, que financia el capital circulante de las empresas, aumentó el 10,6% en el último año.

La tasa de morosidad de las entidades crediticias baja 3 centésimas en septiembre.

En cuanto a las familias, su financiación siguió disminuyendo su ritmo de crecimiento hasta registrar una tasa de variación anual del 15,2% en septiembre, 4,4 puntos menos que en diciembre. Esta desaceleración se debió sobre todo a la pérdida de impulso de los préstamos

para la compra de la vivienda, que frenaron su ritmo de expansión hasta el 16,0%. Pero también el resto de créditos para el consumo y otros fines se ralentizó hasta el 13,0% con relación a septiembre de 2006.

En el último año, tanto los créditos al sector privado de las cajas de ahorros como los de la banca se desaceleraron. No obstante, los créditos de las cajas de ahorros mostraban un crecimiento un poco superior al de los bancos en los últimos doce meses.

Por otra parte, el superior nivel de los tipos de interés y la ralentización económica comportaron que los créditos dudosos aumentasen el 31,5% en los últimos doce meses. Sin embargo, la tasa de morosidad, medida como ratio entre los créditos dudosos y el saldo total del crédito a empresas y familias, del conjunto de las entidades financieras disminuyó en 3 centésimas en septiembre respecto al mes anterior y se colocó en el 0,84%, un nivel relativamente reducido.

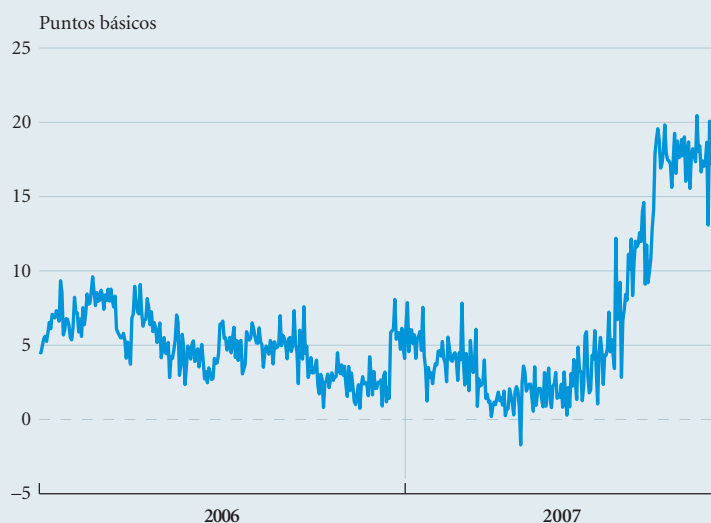
De la clásica hipoteca a los bonos con garantía hipotecaria

En los últimos años la inversión en España ha superado con creces el ahorro interno. Ello no hubiera sido posible sin el acceso al ahorro externo, en especial el de nuestros vecinos europeos. Una buena parte de este ahorro ha entrado a España de la mano del sistema financiero a través de la venta de cédulas hipotecarias. Las entradas de flujos financieros mediante este instrumento el año pasado fueron equivalentes aproximadamente a una cuarta parte del déficit por cuenta corriente español.⁽¹⁾ Su fuerte crecimiento y destacada importancia en España es el tema que aquí nos ocupa. Pero empecemos por el principio, ¿qué es una cédula hipotecaria?

Todos sabemos qué es una hipoteca, pues o bien adquirimos una al comprar nuestra vivienda o conocemos a más de uno que la tiene. Simplificando mucho, también sabemos que la entidad financiera que nos ha concedido la hipoteca lo ha hecho gracias a aquellas personas que han decidido depositar sus ahorros en esa misma entidad. Sin embargo, las entidades financieras disponen de otras vías adicionales de financiación. Una de ellas son los bonos con garantía hipotecaria conocidos como *covered bonds* o, en su versión española, cédulas hipotecarias. Así, una cédula hipotecaria no es más que un bono emitido por una entidad financiera que se caracteriza por un doble grado de protección o garantía. Están garantizados por la entidad financiera que los emite pero, además, lo están también por todos aquellos préstamos hipotecarios de la entidad emisora que cumplen ciertos requisitos. La legislación española establece entre estos requisitos, por ejemplo, que el préstamo sea por un máximo de un 80% del valor de la propiedad para hipotecas residenciales y de un 70% en el caso de propiedades comerciales. La ley también limita la emisión de cédulas a un máximo del 90% del valor de la cartera hipoteca-

LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS HAN AUMENTADO CON LAS RECIENTES TURBULENCIAS FINANCIERAS DESDE NIVELES MUY BAJOS

Diferencial sobre tipo de interés en el mercado interbancario



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

(1) Esta estimación es el resultado de aplicar el porcentaje del stock de valores de titulización que estaba en manos extranjeras a finales de 2006 por el volumen de emisión de cédulas durante ese año.

ria susceptible de ser utilizada como garantía. En la práctica, sin embargo, las entidades españolas están muy lejos de ese máximo, lo cual refuerza la calidad crediticia de las cédulas en circulación.

Es precisamente esa doble garantía la que distingue a las cédulas de los títulos respaldados por hipotecas utilizados comúnmente en el mercado norteamericano (los *mortgage-backed securities* - MBS). En el caso de estos últimos, tanto los créditos impagados como las amortizaciones anticipadas de la cartera de hipotecas que garantiza el bono en cuestión repercuten de forma directa sobre los pagos que recibe el tenedor del MBS. Al emitir un MBS, la entidad financiera se desprende en buena medida de una parte de su cartera hipotecaria, que de hecho desaparece de su balance. Aunque dicha entidad típicamente continúa gestionando el cobro de las cuotas de las hipotecas, es como si lo hiciera en nombre del tenedor del MBS. Si la hipoteca entra en impago, el banco no responde con su balance. La única garantía es la vivienda.

Gracias a su bajo perfil de riesgo, las cédulas hipotecarias han tendido a ofrecer un tipo de interés muy cercano al del mercado interbancario –en el que las entidades financieras se prestan entre sí–. En los últimos años, tal y como muestra el gráfico anterior, el diferencial de tipos de interés a favor de las cédulas a un plazo de 10 años ha fluctuado alrededor de 5 puntos básicos (esto es 0,05%). Recientemente, este diferencial ha aumentado hasta los 15-20 puntos básicos como consecuencia de las turbulencias financieras generadas por la crisis *subprime* de Estados Unidos –un impacto que algunos consideran exagerado dado el perfil de muy bajo riesgo de la cédula–.

La emisión de cédulas, y de *covered bonds* en Europa en general, ha crecido de manera espectacular en la última década. A mediados de los 90, las emisiones en toda Europa no alcanzaban los 100.000 millones de euros mientras que el año pasado se superaron los 350.000 millones.⁽²⁾ Durante este periodo, España se ha convertido en el segundo mayor emisor europeo por detrás de Alemania. ¿Qué explica este fuerte aumento? Sin duda, la introducción del euro ha tenido mucho que ver al eliminar el riesgo de tipo de cambio. Otros factores que cabe mencionar son el contexto de bajos tipos de interés, que hace más difícil la captación de nuevos depósitos por parte de las entidades financieras, y el auge de inversores institucionales, como fondos de pensiones o compañías de seguros, demandantes de activos de bajo riesgo que ofrezcan un tipo de interés algo superior al de la deuda pública. Además, el mercado secundario de *covered bonds* es muy líquido, lo que también aumenta su atractivo.

En definitiva, las cédulas hipotecarias son un buen ejemplo de innovación financiera relativamente sencilla que ha facilitado los flujos financieros internacionales. De esta manera, el ahorro ha podido fluir de allí donde sobraba hacia donde más se necesitaba. El sistema financiero ha jugado un papel clave en esa intermediación.

(2) Según, Packer, F., Stever, R., Upper, C. «El mercado de bonos cubiertos», BIS, Informe Trimestral 2007.

Las perturbaciones en los mercados mayoristas de capitales inducen a las entidades financieras a relanzar la captación de depósitos y la emisión de pagarés.

Fuerte expansión de los depósitos a plazo

El endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas de capitales y en el mercado interbancario han inducido a un buen número de entidades financieras a redoblar su ofensiva de captación de depósitos para poder

atender al elevado volumen de créditos concedidos. Así, el tipo de interés promedio de los depósitos a plazo se elevó sensiblemente hasta el 4,15% en septiembre.

De este modo, las imposiciones a plazo hasta dos años experimentaron una extraordinaria subida del 38,8% en los doce últimos meses, una vez desaparecida la

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Septiembre 2007

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (*)	438.299	-10.038	-2,2	10.578	2,5	34,7
A plazo hasta 2 años	318.549	72.143	29,3	89.028	38,8	25,2
A plazo a más de 2 años	375.998	43.149	13,0	77.548	26,0	29,8
Cesiones temporales	85.960	2.136	2,5	15.739	22,4	6,8
Total	1.218.805	107.389	9,7	192.892	18,8	96,5
Depósitos en monedas no euro	43.864	11.147	34,1	14.814	51,0	3,5
TOTAL	1.262.670	118.537	10,4	207.707	19,7	100,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

discriminación respecto a las de mayor plazo con el nuevo régimen fiscal del ahorro en vigor desde enero. De hecho, los depósitos en moneda extranjera, favorecidos por algunos diferenciales de tipos de interés superiores, experimentaron un ascenso anual del 51,0%, si bien su participación en el total es de sólo el 3,5%. En cambio, los depósitos a la vista y de ahorro únicamente se incrementaron el 2,5%, afectados por unas bajas retribuciones. En conjunto, los depósitos se elevaron el 19,7% en el último año, ligeramente menos que los créditos al sector privado, por lo que las entidades financieras también recurrieron a la emisión de pagarés, valores a corto plazo.

La dura competencia en la captación de pasivo se ha reflejado negativamente en la venta neta de participaciones de fondos de inversión mobiliaria en los últimos meses. Así, sólo en octubre la retirada totalizó 5.282 millones de euros, cifrándose las ventas netas en los diez primeros meses del año en 12.509 millones de euros. La bajada del patrimonio de los fondos en este periodo fue menor, de 4.637 millones de euros, el 1,8%, gracias a las plusvalías acumuladas, hasta 249.685 millones de euros, según datos de la asociación de gestoras Inverco.

De hecho, el rendimiento medio anual registrado por los fondos de inversión fue del 4,5%, pero presentaba una notable dispersión según las modalidades. Así, la renta variable de los mercados emergentes encabezaba la clasificación con unas espectaculares ganancias del 44,1% anual, mientras que la renta variable japonesa la cerraba con pérdidas del 7,8%.

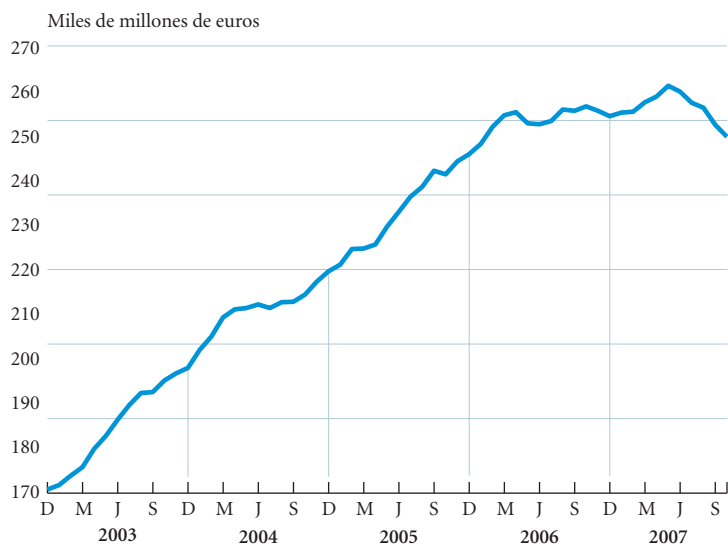
Respecto a los fondos de inversión libre, los *hedge funds*, sus primeros pasos en el mercado español siguen progresando. De esta forma, su patrimonio ascendía a 538 millones de euros al final de octubre, frente a 240 al final del primer semestre.

El volumen de los activos de los fondos de pensiones, que tienen por objetivo atender a las necesidades financieras de los ahorradores a más largo plazo, se elevó el 10,2% en los doce últimos meses hasta septiembre hasta cifrarse en 83.856 millones de euros. El número de cuentas de partícipes aumentó el 5,0% en el último año. El número estimado de partícipes se sitúa en torno a los siete millones y medio. El mayor incremento del patrimonio en los últimos doce meses fue anotado por el sistema individual, con una elevación del 12,9%, seguido por el sistema asociado (promovido por asocia-

La rentabilidad anual media de los fondos de inversión mobiliaria se sitúa en el 4,5%.

DESCENSO DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN POR LA COMPETENCIA DE OTROS PRODUCTOS FINANCIEROS

Patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria



FUENTE: Inverco.

El volumen de activos de los fondos de pensiones sube el 10,2% en los doce últimos meses hasta septiembre.

ciones como colegios profesionales, sindicatos, etc.) con un alza del 8,5%. La rentabilidad media anual alcanzada por los fondos de pensiones en los últimos

diecisiete años resultó del 6,35%, superando ampliamente a la tasa de inflación del periodo.

Hedge Funds: licencia para invertir

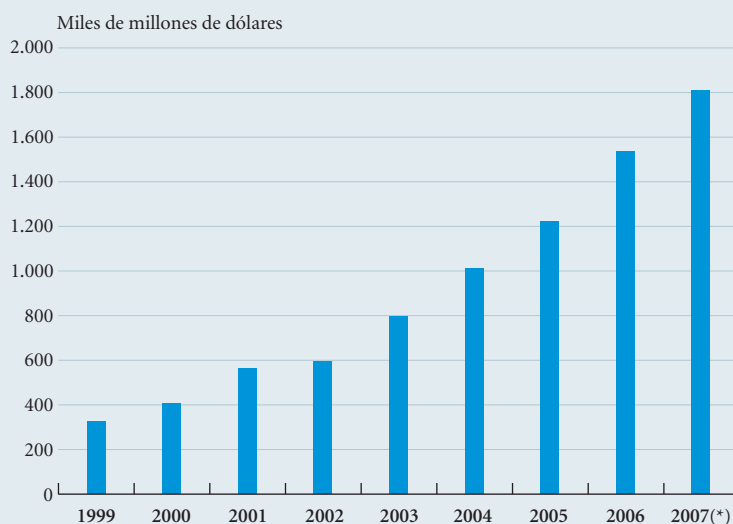
El doble cero de «007» distingue a James Bond como uno de los pocos agentes de su departamento que disponen de «licencia para matar». En el mundo inversor, los *hedge funds* también cuentan con ciertos privilegios. El «libre» de «fondos de inversión libre» –designación oficial de los *hedge funds* en España– enfatiza la libertad de este tipo de fondo para invertir en un amplio abanico de estrategias, estando exentos de la mayoría de normas que limitan a sus homólogos convencionales. Curiosamente, la lista de paralelismos entre el espía británico más célebre del celuloide y los *hedge funds* (HF) no termina aquí: ambos seducen a la vez que inquietan; con un dilatado historial de éxitos y algún que otro revés; y pretenden ganar sea cual sea la circunstancia. Sin embargo, difieren claramente en un aspecto: mientras 007 es sobradamente conocido, los fondos HF continúan siendo un misterio para la gran mayoría. Por ello, no está de más empezar por el principio para entender mejor a qué se dedican y cuál es el papel que desempeñan en el engranaje financiero global.

Los HF acaban de cumplir su primer año en España pero sus orígenes se remontan a mediados del siglo pasado. Alfred W. Jones fundó el primero en 1949, juntando 40.000 dólares de su propio bolsillo y 60.000 ajenos y, des-

de entonces, la industria de los HF no ha dejado de crecer. En los últimos veinte años se ha pasado de contar con unos cuantos fondos en manos de célebres virtuosos –como George Soros o Julian Robertson– a miles de ellos, exprimiendo día a día complejos modelos matemáticos y operando en un heterogéneo universo de estilos inversores, activos y mercados. En 2007 superan ya los 9.000 fondos y gestionan en todo el mundo un patrimonio de 1,8 billones de dólares, equivalente al 13% del PIB de Estados Unidos (véase gráfico siguiente). En términos relativos, sin embargo, su peso es todavía modesto; los fondos de inversión convencionales en EEUU controlaban a finales de septiembre un patrimonio seis veces mayor.

AUMENTA EL PATRIMONIO GESTIONADO POR HEDGE FUNDS

Patrimonio gestionado por *hedge funds*



NOTA: (*) Datos de finales de septiembre de 2007.

FUENTES: Moore Capital Management, Bloomberg según datos HFR Inc y elaboración propia.

Aunque la industria de HF actual es muy heterogénea, nos centraremos en sus características típicas. El HF es ante todo una institución de inversión colectiva que se establece como una sociedad privada. Como tal, los socios inversores confían su dinero al gestor del fondo con la peculiaridad de que éste es, a su vez, un socio inversor. A diferencia de los fondos de inversión convencionales, los HF no están abiertos al gran público sino que se dirigen exclusivamente a inversores cualificados –individuos con un patrimonio elevado o instituciones–.⁽¹⁾ Es precisamente esa limitación la que les permite estar exentos de la mayoría de regulaciones, diseñadas para proteger al pequeño inversor, y gozar de una enorme flexibilidad en sus políticas de inversión.

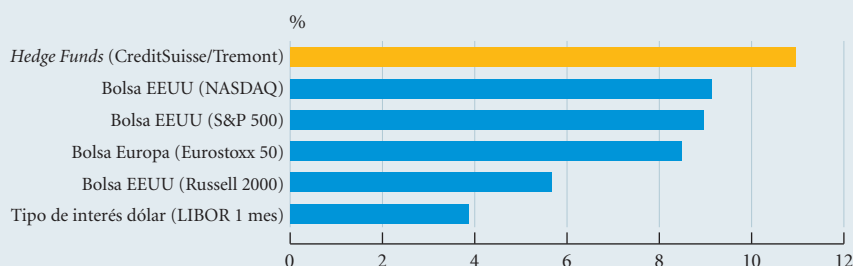
Dicha flexibilidad ha permitido a los HF obtener elevadas rentabilidades (véase gráfico adjunto). A cambio, estos fondos exigen habitualmente a los inversores una permanencia mínima de dos a tres años y acostumbran a cobrar unas comisiones más altas que las de los fondos convencionales, aunque también más ligadas a los resultados del fondo (por ejemplo, no es inusual observar una comisión de gestión del 2% del patrimonio y otra por resultados que oscila entre el 15 y el 25% de la rentabilidad acumulada por el partícipe).

(1) La proliferación de los fondos de fondos de inversión libre, fondos de inversión colectiva que no invierten directamente en valores sino mayoritariamente en otros fondos de inversión libre puros, ha abierto el acceso del pequeño inversor a la rentabilidad de la industria de los HF.

En la práctica, esa mayor flexibilidad permite que las estrategias de inversión de los HF sean muy distintas a las de los fondos de inversión convencionales. Estos últimos confeccionan normalmente su cartera a partir de posiciones largas (compras) en distintos valores con perspectivas de recorrido al alza. El objetivo primordial de un HF es, en cambio, explotar oportunidades de arbitraje –aprovecharse de diferenciales de precio entre activos que no parecen sostenibles–. Para ello, utilizan ventas al descubierto (pedir prestado un título que creen sobrevalorado para venderlo y más tarde recomprarlo a un precio inferior) y el uso extensivo de derivados (véase el recuadro «Crisis *subprime*: ¿son los derivados de crédito los culpables?»).

LA RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS ES ELEVADA

Rendimiento anualizado, 1994-2006



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

Veamos un ejemplo. Supongamos que tanto el gestor 1 de un fondo de inversión convencional como el gestor 2 de un HF concluyen que el valor A, muy parecido al valor B, está infravalorado en relación a B. En el más simple de los escenarios, el gestor 1 comprará más A y menos B; el gestor 2, en cambio, comprará A y venderá B al descubierto. En un mercado alcista, el valor A tenderá a apreciarse más que el B y ambos gestores obtendrán rentabilidades positivas. Pero si el mercado cae, A tenderá a caer menos que B y el fondo convencional tendrá pérdidas. El HF, en cambio, saldrá ganando pues su rentabilidad depende del comportamiento relativo de los dos valores (su posición larga en A perderá valor pero quedará compensada por su posición corta en B ya que podrá recomprar el activo a un precio más barato y obtener así beneficio).

Cabe insistir que estamos hablando de explotar diferenciales de precio pequeños, a menudo ínfimos, con lo cual el recurso a apalancarse (endeudarse para invertir) resulta clave para que los HF puedan amplificar sus posiciones y multiplicar así el retorno de sus operaciones de arbitraje: si invertir un capital de 100 millones de euros permite ganar 5 millones en un mes, la rentabilidad del capital es del 5% para ese periodo; si se toman prestados 100 millones adicionales a un interés del 2% mensual y se invierten en la misma estrategia, el retorno será del 8% sobre el capital original de 100 millones (ganancias de 10 millones y coste de 2, sobre una inversión de 100 millones). En ese proceso de apalancamiento, que no sólo aumenta la rentabilidad sino también el riesgo, la figura de los *prime brokers*, mayoritariamente bancos de inversión, es esencial pues actúan como intermediarios clave para ejecutar sus operaciones y proporcionarles la financiación que necesitan.

La creciente complejidad de la red de exposiciones entre los HF y sus intermediarios financieros ha despertado cierto temor sobre el riesgo sistémico que podría derivarse de la crisis de un HF. Aún está en la memoria de muchos lo que ocurrió en 1998 cuando uno de sus colosos, el Long Term Capital Management Fund pasó de obtener una rentabilidad media anual superior al 40% a perder más de 1.800 millones de dólares en un mes. Su situación, próxima al colapso, llevó a la Reserva Federal a intervenir para evitar que la crisis se extendiera a todo el

sistema financiero. Esa crisis hizo patente la vulnerabilidad del engranaje financiero a los riesgos asociados a los HF. Aunque todo apunta a que los bancos de inversión han mejorado sustancialmente su gestión del riesgo en su exposición a las operaciones de los HF desde la crisis de 1998, con lo cual la vulnerabilidad del sistema a episodios aislados de colapso de un HF se ha reducido, continúan las presiones alrededor del globo por intensificar la supervisión de los HF y promover una mayor transparencia de sus operaciones.

En el debate sobre si los HF necesitan más regulación, hay quien cree que ello les restaría privacidad, agilidad y flexibilidad y, por ello, podría disminuir los beneficios que los HF aportan al sistema financiero. Estos beneficios, aunque difíciles de cuantificar, pueden ser considerables. Mediante sus operaciones de arbitraje, contribuyen a que se valoren correctamente los activos mientras que su flexibilidad estratégica les permite ofrecer innovadoras oportunidades de diversificación y tomar riesgos que otras instituciones prefieren evitar. Todo ello puede derivar en mercados más eficientes y completos y en una mejor asignación del riesgo pero la disponibilidad de los HF a continuar desempeñando ese papel depende crucialmente de la privacidad y la flexibilidad que les permite su exigua regulación.

En la película «Licencia para matar», M decide devolver su licencia a Bond después de habérsela revocado temporalmente. Veremos qué depara el futuro a los HF pero está claro que cualquier medida que limitara su licencia estratégica actual debería sopesar adecuadamente sus costes y beneficios... a no ser que las instituciones reguladoras puedan administrar la licencia tan fácilmente como M.

ÍNDICE 2007

Recuadros temáticos publicados en el Informe Mensual

		PÁGINA
Enero	PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	
	El sector inmobiliario y la desaceleración de la economía estadounidense	12
	¿Continuarán los tipos de interés reales bajos en 2007?	34
	La competitividad exterior española aguanta el tipo... de momento	58
	La política fiscal para 2007: el gasto como protagonista	64
Febrero	INFLACIÓN	
	Vivienda, IPC y el color del cristal con el que se miran los precios	9
	Zona del euro: ¿inflación a la carta?	25
	Energía e inflación: ¿una mezcla inflamable?	34
	¿Cuáles son las causas del diferencial de inflación español?	57
Marzo	AHORRO	
	China, un coloso ahorrador	14
	Los felices años 00: crece el consumo... ¡y también la riqueza!	40
	Malas noticias sobre los impuestos al ahorro	61
	¿Se han endeudado demasiado las empresas españolas?	65
Abril	EDUCACIÓN	
	Universidades americanas y europeas, cuestión de Estado	10
	El talento europeo se escapa a América	27
	La educación de los padres, un beneficio duradero	46
	Saber es poder... ¿adquisitivo?	52
Mayo	INFRAESTRUCTURAS	
	¿Es adecuado el nivel de las infraestructuras españolas?	43
	Cuánto y cómo gastamos: ingredientes para unas infraestructuras productivas	55
	La internacionalización de las empresas españolas de construcción e infraestructuras	61
	Puentes al sector privado: cómo financiar las infraestructuras	66
Junio	LATINOAMÉRICA	
	Latinoamérica: la estabilidad recuperada	15
	Cuatro años de crecimiento, ¿cien años de prosperidad?	21
	La calidad institucional, el eslabón perdido del progreso latinoamericano	34
	Remesas a Latinoamérica: ¿maná caído del cielo?	64
Julio-agosto	POBREZA Y EXCLUSIÓN SOCIAL	
	Pobres en tierra de ricos: América despierta y Europa empieza a soñar	9
	Exclusión social y pobreza	29
	Ser pobre en España	45
	Información y exclusión: la brecha digital	57

Septiembre	CAMBIO CLIMÁTICO	
	El cambio climático: certezas e incertidumbres	13
	¿Contener o no contener? Esa es la cuestión	23
	Política medioambiental para el cambio climático: ¿querer es poder?	33
	Una economía con muchos humos	49
Octubre	PAÍSES DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL	
	Invirtiendo al este del edén	26
	El euro en Europa Central y del Este: ¿cabe esperar nuevas incorporaciones?	37
	Polonia queda más cerca de lo que parece	55
	Desarrollo financiero en Europa Central y Oriental: clave para potenciar el crecimiento	67
Noviembre	ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA	
	¿Cuáles son los efectos de la política fiscal?	20
	Cinco lecciones de una década de consolidación fiscal en Europa	31
	Reglas de política fiscal: ¿útiles, factibles y creíbles?	42
	Los presupuestos de 2050 son de color gris	66
Diciembre	INNOVACIÓN FINANCIERA	
	Crisis financieras y cómo escapar de la rueda de la historia	18
	Crisis <i>subprime</i> : ¿son los derivados de crédito los culpables?	35
	De la clásica hipoteca a los bonos con garantía hipotecaria	63
	<i>Hedge Funds</i> : licencia para invertir	66

Publicaciones del Servicio de Estudios

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

www.laCaixa.es/estudios

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

8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell

■ "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.laCaixa.es/estudios

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

04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jodar-Rosell

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Diciembre 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.