

Informe Mensual



NÚMERO 309

La economía global ante la desaceleración de Estados Unidos: ¿habrá decoupling? Pág. 9

El mundo se pregunta si la desaceleración de la economía americana se trasladará irremediamente al resto de países

La crisis subprime: los riesgos del riesgo Pág. 33

¿Puede la crisis de las hipotecas *subprime* acabar provocando una contracción del crédito?

Mercado de divisas: ¿todo lo que sube, baja? Pág. 40

Las perspectivas de las principales divisas en un entorno turbulento

La vivienda se enfría Pág. 49

La inversión residencial se desacelera en buena parte de los países de la OCDE

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	2,2	2,0	2,6	1,5	1,9	2,8	2,7	
Japón	2,4	1,9	1,5	2,5	2,8	1,6	2,0	1,3	
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	2,7	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	3,7	2,6	2,4	2,4	2,4	4,0	
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	3,8	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	4,0	4,6	4,7	4,8	4,6	4,1	
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,2	4,3	3,8	4,0	4,4	4,3	4,1	
Obligaciones 10 años	3,8	4,3	4,4	3,8	4,1	4,4	4,4	4,3	
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,26	1,38	1,47	1,30	1,32	1,35	1,39	1,47	

Los retos y los desafíos de 2008

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Previsiones OCDE
 - 9 *La economía global ante la desaceleración de Estados Unidos: ¿habrá decoupling?*
- 10 Estados Unidos
- 14 Japón
- 17 Brasil
- 19 Argentina
- 22 Unión Europea
 - 22 Zona del euro
 - 24 Alemania
 - 26 Francia
 - 27 Italia
 - 28 Reino Unido
- 30 Mercados financieros
 - 30 Mercados monetarios y de capital
 - 33 *La crisis subprime: los riesgos del riesgo*
 - 40 *Mercado de divisas: ¿todo lo que sube, baja?*
- 45 Coyuntura española
 - 45 Actividad económica
 - 49 *La vivienda se enfría*
- 53 Mercado de trabajo
- 59 Precios
- 63 Sector exterior
- 65 Sector público
- 67 Ahorro y financiación

Hace un año, los analistas se estrujaban el cerebro para atinar a descubrir qué acontecimiento inesperado podía dar al traste con la prolongada e intensa fase expansiva de la economía mundial. Como afirmaba el Banco de Pagos Internacionales en su informe de 2006, la continuidad en el excelente comportamiento de la economía mundial despertaba una mezcla de satisfacción y sorpresa. Satisfacción, porque el vigoroso crecimiento y la reducida inflación se traducían en un aumento generalizado del nivel de vida en la mayor parte de países y en una reducción de la pobreza. Sorpresa, porque numerosos desequilibrios amenazaban este buen comportamiento, pero ninguno de ellos parecía capaz de ponerlo en cuestión. La imparable subida del precio de las materias primas, los desfases en las cuentas corrientes, los niveles récord de endeudamiento de las familias, la acumulación de reservas en determinados países asiáticos... nada parecía capaz de frenar una economía mundial de la que tiraban cada vez con más fuerza los países emergentes. En julio de 2007, el Fondo Monetario Internacional todavía corregía al alza su previsión de crecimiento de la economía mundial para el conjunto del año.

Y sin apenas darnos cuenta, en un movimiento pendular, la percepción sobre las perspectivas económicas se ha deteriorado a una velocidad inusitada. La causa reside en un segmento del mercado hipotecario estadounidense del que muy pocos habían oído hablar antes de 2007: las hipotecas *subprime*. Los impagos derivados de estos créditos suponen para el sistema financiero unas pérdidas relativamente elevadas. Pero el auténtico problema está en la desconfianza generada por la forma de valorar y distribuir los riesgos en este mercado. Estos riesgos se situaron fuera de los balances bancarios, a los cuales, sin embargo, han acabado retornando, incrementando con ello las necesidades de liquidez. La desconfianza sobre qué entidades tienen potenciales problemas de liquidez y solvencia se ha extendido extraordinariamente, perturbando el funcionamiento normal de los mercados, disparando la volatilidad y elevando las primas indiscriminadamente, incluso en segmentos de elevada calidad crediticia. Las reverberaciones de la crisis se hacen sentir en los cinco continentes, y ahora mismo nadie es capaz de predecir con certeza el alcance y duración de la misma.

La crisis *subprime* se ha llevado por delante el optimismo que regía en las previsiones económicas porque puede actuar de catalizador de los desequilibrios y problemas latentes en la economía mundial desde hace muchos años. Si por su culpa la economía de Estados Unidos se encalla, los primeros perjudicados pueden ser los países asiáticos exportadores de manufacturas y, de rebote, el conjunto de economías emergentes. Una evolución de este tipo frenaría el comercio mundial, con lo que la expansión europea, que depende todavía mucho del sector exterior, se vería seriamente afectada. Si a ello se sumaran las tensiones inflacionistas que ya están aflorando, en un entorno de endurecimiento del crédito, el panorama crearía un escenario muy complicado para el año que comienza.

Pero la economía mundial no va a caer como fichas de dominó. La larga fase expansiva va a moderarse, especialmente en Estados Unidos, pero no debe despreciarse la capacidad de los países emergentes de seguir creciendo incluso sin el apoyo de los consumidores americanos. La etapa de elevada liquidez y escasa percepción del riesgo en los mercados financieros debe darse por cerrada, pero ello es bueno para conseguir un crecimiento más equilibrado. La inflación es un riesgo que no debe despreciarse, pero no existe entre los agentes económicos la percepción de un horizonte complicado en el frente de los precios. En todo caso, la robusta expansión mundial con la que ha empezado el siglo XXI sufrirá su primer gran test en 2008.

RESUMEN EJECUTIVO

La crisis *subprime* afecta a algunas de las firmas más importantes de Wall Street.

La OCDE subraya los riesgos de la previsión para 2008 pero opta por un escenario relativamente optimista.

La tensión de los tipos de interés monetarios obliga a encontrar nuevas fórmulas para afrontar la paralización de los mercados.

El año 2008 comienza bajo el signo de la crisis *subprime*

La economía internacional sigue bajo los efectos de la incertidumbre desencadenada por las turbulencias de los mercados financieros. El goteo de noticias sobre entidades afectadas ha sido continuo, alcanzando plenamente a las principales firmas de Wall Street. Bancos de inversión de la talla de Citigroup, UBS o Morgan Stanley se han visto obligados a recurrir a inversores de economías asiáticas o de Oriente Medio para obtener fondos con los que enderezar su posición de capital. La liquidez de los mercados monetarios sigue siendo insuficiente, las condiciones de crédito se endurecen y todo ello acaba por perjudicar sensiblemente la confianza de consumidores y empresas.

En su reciente informe de otoño, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) recorta su previsión de crecimiento del producto interior bruto (PIB) para el conjunto de países miembros en 2008 hasta el 2,3%, desde el 2,7% previsto en la pasada primavera. ¿Las causas? Por supuesto, las turbulencias financieras, pero también el enfriamiento de los mercados de la vivienda, que han atravesado un prolongado ciclo expansivo en los últimos años en buena parte de países. Y también la subida de los precios energéticos y de otras materias primas. Sin embargo, la OCDE estima que factores como el alto nivel de empleo, los robustos beneficios empresariales o el vigor que las economías emergentes han dado al comercio internacional hacen que el escenario central sea relativamente benigno a medio plazo.

En Estados Unidos este escenario de base se caracteriza por una intensificación del

ajuste del mercado inmobiliario, que sin embargo no conllevará fuertes incrementos del desempleo. En los próximos dos años la inflación revertirá del 2,8% hasta niveles más confortables, ligeramente inferiores al 2,0%, y la corrección del déficit comercial continuará. En 2007 se espera cerrar con un 2,2%, pero la expectativa de crecimiento para 2008 se rebaja hasta el 2,0% para volver al 2,2% en 2009. Para la zona del euro, en general, todas las previsiones son revisadas a la baja, pero la tendencia a medio plazo será recuperar los ritmos de crecimiento habituales. El PIB del conjunto de la unión monetaria habrá subido en 2007 un 2,6%, desacelerándose en 2008 hasta el 1,9% y recuperándose levemente hasta el 2,0% en 2009. Por países, Alemania e Italia, que en mayo habían visto reforzadas sus perspectivas, vuelven a la situación previa, con crecimientos estimados para 2008 del 1,8% y 1,3%, respectivamente, claramente por debajo de los avances de 2007 y sin que se vislumbren importantes recuperaciones para 2009. También se rebajan las previsiones para Francia, donde el crecimiento se mantendrá relativamente estable, mientras que en 2009 repuntaría ligeramente hasta el 2,0%.

El escenario de previsión está condicionado a que las turbulencias de los mercados financieros amainen y no den lugar a una contracción del crédito que pondría en peligro la expansión prevista. De momento, apenas se perciben síntomas en este sentido. El tensionamiento del mercado interbancario se mantiene, pese a los esfuerzos de los bancos centrales por contener los tipos de interés y proporcionar toda la liquidez demandada. En diciembre, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra recortaron sus tipos de interés de referencia y, más importante, el conjun-

to de los principales bancos centrales (Estados Unidos, zona del euro, Reino Unido, Canadá y Suiza) lanzaron una operación coordinada para proporcionar liquidez a los mercados. Pero la aversión al riesgo continúa, algo que queda claro cuando se comparan los tipos de interés del mercado interbancario, en el cual los operadores toman prestados fondos para ajustar sus necesidades de tesorería, y los tipos equivalentes de la deuda pública, activos considerados seguros. El diferencial entre ambos se mantiene anormalmente ampliado desde que este verano estalló la crisis de las hipotecas *subprime*. En Estados Unidos, el tipo de interés del depósito interbancario a tres meses es del 4,8%, mientras que la rentabilidad de la letra del Tesoro americano al mismo plazo cotiza al 3,5%. En España, los tipos equivalentes son del 4,8% y del 3,9%, respectivamente. En otros segmentos de los mercados monetarios y financieros se producen situaciones anómalas de este tipo.

Estas tensiones de liquidez y crédito han dejado relativamente a salvo los mercados de valores en 2007, ya que sus resultados no pueden calificarse de negativos. No ya por el extraordinario comportamiento de las bolsas de los países emergentes, que han consumado un brillante año de subidas, en algunos casos históricas, sino también en los mercados de los países desarrollados. En Estados Unidos, cuna de la crisis *subprime*, el índice Standard & Poor's cierra el año ligeramente positivo, mientras que el Nasdaq, representativo de los valores tecnológicos, registra unas ganancias superiores al 10%. El peor resultado se lo lleva la bolsa japonesa, con una acusada rentabilidad negativa.

El relativamente favorable comportamiento de los mercados de valores podría dar a entender que los inversores confían en el escenario de moderado optimismo para la economía mundial. ¿Es esto así? Ciertamente, la situación financiera de las empresas es buena, las expectativas de beneficios son todavía favorables y la economía

mundial sigue beneficiándose del empuje y el dinamismo de las economías emergentes. Los últimos datos revisados del PIB de Estados Unidos del tercer trimestre son halagüeños en este sentido, con un avance del 2,8% interanual, un 4,9% respecto al segundo trimestre en términos anuales. La demanda de consumo y la inversión privada mantienen su inercia, mientras que a las exportaciones les sienta bien la debilidad del dólar. Pero no hay que confiarse; las primeras previsiones para el cuarto trimestre del año son mucho más débiles, la confianza del consumidor se encuentra en niveles mínimos y las expectativas, en general, se desenvuelven en una gran incertidumbre.

En la Unión Europea, el panorama es parecido: relativa fortaleza de la demanda interna y sostenimiento de las exportaciones, pero baja confianza de los consumidores y signos de inquietud entre las empresas. En la zona del euro preocupa especialmente el brusco rebrote de la inflación en los últimos meses, con un índice de precios de consumo (IPC) que escaló hasta el 3,1% interanual en noviembre (máximo desde mayo de 2001). Esta subida, en gran medida debida a las tensiones del petróleo y los alimentos, no es probable que revierta a corto plazo, lo cual presenta el riesgo de que las tensiones inflacionistas se difundan entre los agentes económicos y se cree una situación más complicada para la política económica.

Menos crecimiento y más inflación en 2008

La OCDE también ha revisado a la baja sus previsiones para España, anticipándose una apreciable desaceleración desde el robusto 3,8% de 2007 hasta el 2,5% de 2008 sin que en 2009, con un crecimiento previsto del 2,4%, se produzca apenas recuperación. Sin embargo, en una coyuntura marcada por las incertidumbres señaladas, lo único claro es que el perfil de crecimiento registrado a lo largo de 2007

Las bolsas salen relativamente indemnes de las turbulencias de 2007, con algunas excepciones.

Los indicadores de actividad permiten mantener un escenario de crecimiento, pero las expectativas de consumidores y empresarios están bastante alicaídas.

La OCDE también recorta las previsiones de crecimiento de la economía española.

La construcción residencial es responsable de buena parte de la desaceleración del crecimiento.

ha sido descendente, y que cabe esperar que la tendencia se prolongue en 2008.

Buena parte de esta pérdida de pulso corresponde a la construcción, al agotarse el prolongado ciclo expansivo que el sector ha disfrutado en los últimos años. Se percibe un freno en los visados de obra nueva, que constituyen un indicador adelantado de la actividad residencial, si bien el volumen de viviendas actualmente en construcción asegura el nivel de actividad del sector para 2008. Sin embargo, el indicador empresarial de confianza en el sector ha seguido deteriorándose. A ello contribuye el enfriamiento del mercado inmobiliario. Según datos del Colegio de Registradores de la Propiedad, las transacciones de viviendas se redujeron en un 16,0% en el tercer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior.

La subida del IPC en la parte final de 2007 responde a la coyuntura de los precios internacionales de las materias primas.

En el mercado laboral también se percibe esta tónica de ralentización, si bien la creación de empleo se mantiene todavía a un ritmo notable. Así, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social se elevó el 2,3% en noviembre en relación con el mismo mes del año anterior, tasa inferior en sólo una décima a la registrada en octubre. Por su parte, los costes laborales tendieron a repuntar en el tercer trimestre. El coste laboral medio por trabajador y mes se colocó en 2.201 euros, cantidad que supone una subida interanual del 4,2%, unas tres décimas más que en el trimestre anterior, de acuerdo con la encuesta trimestral de coste laboral del Instituto Nacional de Estadística.

Esta evolución coincide con una brusca subida de la principal referencia inflacionaria, el índice de precios de consumo. Una vez más, los carburantes han sido los protagonistas del deterioro del índice en la última parte del año 2007. También los precios de los alimentos elaborados subieron considerablemente, repercutiendo las subidas de los precios de las materias primas agrarias internacionales. De esta for-

ma, la tasa del IPC se encaramó hasta el 4,1% en noviembre, medio punto más que en el mes precedente, volviendo al nivel del comienzo de 2006. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los productos más volátiles, como los energéticos y los alimentos no elaborados, siguió incrementándose y se colocó en el 3,2% anual. Las tensiones latentes de los precios de los alimentos previsiblemente continuarán impulsando al alza a la inflación en los primeros meses de 2008. Sin embargo, en la segunda mitad del ejercicio las presiones inflacionarias deberán ceder, con lo que la inflación puede reducirse sensiblemente en la segunda mitad de 2008 hasta situarse por debajo del 3%.

Otro punto sensible de la coyuntura española es el déficit del sector exterior. En términos de balanza de pagos, el desequilibrio corriente tiende a ampliarse a un ritmo anual del 20%. La balanza comercial tiende a contener sus números rojos gracias a una ralentización de la demanda de importaciones y al sostenimiento de la demanda exterior. Pero, por el contrario, se aprecia un rápido deterioro de los saldos de transferencias corrientes, en los que intervienen en buena medida las remesas de inmigrantes al exterior, y también un aumento considerable de la balanza de rentas. En estas condiciones, y a la vista de las inercias de estas partidas dentro de las cuentas con el exterior, no cabe esperar mejoras apreciables en 2008.

La mejor noticia sobre la marcha de la economía sigue estando en las cuentas públicas. A falta de un mes para cerrar 2007, los ingresos no financieros del Estado se elevaron el 11,7% y las entradas en las arcas del Estado aumentaron a un ritmo superior en 4,5 puntos porcentuales al producto interior bruto nominal, con lo que respecto al PIB, el superávit del Estado supuso el 2,5%, medio punto más que el contabilizado en idéntico periodo de 2006.

27 de diciembre de 2007

El déficit exterior no apunta a mejoras en los próximos meses, pese al menor deterioro del desequilibrio comercial.

CRONOLOGÍA

2006

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.

diciembre 11 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 4,25%.
13 Los bancos centrales de Estados Unidos, la zona del euro, Reino Unido, Suiza y Canadá anuncian un plan de **acciones coordinadas para aliviar las tensiones de los mercados monetarios** provocadas por las turbulencias financieras.

AGENDA

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.

Febrero

- 5 Índice de producción industrial (diciembre).
- 7 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14 Avance PIB de España (cuarto trimestre). PIB de la UE (cuarto trimestre).
- 15 IPC (enero). Balanza de pagos (noviembre).
- 20 Contabilidad nacional trimestral (cuarto trimestre).
- 25 Precios industriales (enero).
- 29 IPC armonizado de la UE (enero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

La OCDE rebaja su previsión de crecimiento para 2008 hasta el 2,3%.

La crisis financiera reducirá el crecimiento a corto plazo pero el escenario es benigno.

Para 2008, Estados Unidos se desacelera y crece un 2,0% mientras que la zona del euro avanza un 1,9%.

La OCDE prevé menor crecimiento pero no crisis

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para el conjunto de sus Estados miembros mantiene respecto al informe de primavera la previsión de crecimiento del producto interior bruto (PIB) del 2,7% en 2007. Se rebajan, empero, las expectativas de 2008 del 2,7% al 2,3% para en 2009 repuntar muy ligeramente hasta el 2,4%. Las principales economías han sufrido recientemente una serie de crisis en forma de turbulencias financieras, enfriamiento de los mercados de la vivienda y subida de los precios energéticos y de otras materias primas que harán que la actividad se resienta a corto plazo. Las mayores revisiones a la baja están centradas en Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Sin embargo, según la OCDE, factores como el alto nivel de empleo, los robustos beneficios empresariales y el vigor que las economías emergentes han dado al comercio internacional hacen que el escenario central sea relativamente benigno más a medio plazo.

En Estados Unidos este escenario de base se caracteriza por una intensificación del ajuste del mercado inmobiliario, que sin embargo no conllevará fuertes incrementos del desempleo. En los próximos dos años la inflación revertirá del 2,8% hacia niveles más confortables, ligeramente inferiores al 2,0%, y la corrección del déficit comercial continuará. En 2007 se espera avanzar un 2,2% pero la expectativa de crecimiento para 2008 se rebaja hasta el 2,0% para volver al 2,2% en 2009.

Para la zona del euro, en general, todas las previsiones son revisadas a la baja pero la tendencia a medio plazo será recuperar los ritmos de crecimiento habituales. El PIB del conjunto de la unión monetaria subirá en 2007 un 2,6%, desacelerándose en 2008 hasta el 1,9% y recuperándose levemente hasta el 2,0% en 2009. Por países, Alemania e Italia, que en mayo habían visto reforzadas sus perspectivas, vuelven a la situación previa, con crecimientos estimados para 2008 del 1,8% y 1,3%, respectivamente, claramente por debajo de los avances de 2007 y sin que se vislumbren importantes recuperaciones para 2009. También se rebajan las previsiones para Francia, aunque el crecimiento se mantendrá relativamente estable para en 2009 repuntar ligeramente hasta el 2,0%.

Para España, la revisión bajista es menor, pero se prevé una apreciable desaceleración desde el robusto 3,8% de 2007 hasta el 2,5% de 2008 sin que en 2009, con un crecimiento previsto del 2,4%, se produzca ninguna recuperación. Por su parte, la economía japonesa continuará dependiendo del sector exterior. Las expectativas de crecimiento se revisan fuertemente a la baja, con un PIB que avanza un 1,9% en 2007 para desacelerarse hasta incrementos del 1,6% para 2008. El final de la deflación debe, sin embargo, alentar patrones de crecimiento más compensados que deberían traer en 2009 una suave recuperación hasta tasas de avance del 1,8%.

El problema de este escenario central benigno es que los riesgos están todos ses-

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA OCDE (1)

	2005	2006	2007	2008	2009
PIB (2)					
Estados Unidos	3,1	2,9	2,2	2,0	2,2
Japón	1,9	2,2	1,9	1,6	1,8
Alemania	1,0	3,1	2,6	1,8	1,6
Francia	1,7	2,2	1,9	1,8	2,0
Italia	0,2	1,9	1,8	1,3	1,3
Reino Unido	1,8	2,8	3,1	2,0	2,4
España	3,6	3,9	3,8	2,5	2,4
Zona del euro	1,6	2,9	2,6	1,9	2,0
OCDE	2,7	3,1	2,7	2,3	2,4
Inflación (3)					
Estados Unidos	3,4	3,2	2,8	2,7	1,9
Japón	-0,6	0,2	0,0	0,3	0,4
Alemania	1,9	1,8	2,2	2,3	1,8
Francia	1,9	1,9	1,5	2,2	1,9
Italia	2,2	2,2	2,0	2,4	1,9
Reino Unido	2,0	2,3	2,3	2,2	2,0
España	3,4	3,6	2,8	3,6	2,5
Zona del euro	2,2	2,2	2,1	2,5	2,0
OCDE	2,0	2,2	2,3	2,1	2,1
Paro (4)					
Estados Unidos	5,1	4,6	4,6	5,0	5,0
Japón	4,4	4,1	3,8	3,7	3,6
Alemania	9,1	8,1	6,4	5,7	5,6
Francia	8,8	8,8	8,0	7,5	7,4
Italia	7,8	6,8	5,9	5,8	5,8
Reino Unido	4,8	5,5	5,5	5,7	5,5
España	9,2	8,5	8,1	8,1	8,3
Zona del euro	8,4	7,7	6,8	6,4	6,4
OCDE	6,4	5,9	5,4	5,4	5,3
Balanza por Cuenta Corriente (5)					
Estados Unidos	-6,4	-6,5	-5,6	-5,4	-5,3
Japón	3,7	3,9	4,7	4,8	5,2
Alemania	4,6	5,1	6,7	7,0	7,0
Francia	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0
Italia	-1,6	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6
Reino Unido	-2,4	-3,4	-3,2	-2,7	-2,7
España	-7,4	-8,7	-10,1	-10,5	-10,5
Zona del euro	0,3	0,1	0,2	-0,1	-0,2
OCDE	-1,6	-1,9	-1,4	-1,4	-1,4
Comercio mundial (6)	7,5	9,6	7,0	8,1	8,1

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 12 de noviembre de 2007 (1 dólar = 109,38 yenes = 0,690 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 20 de noviembre de 2007.

(2) Tasas porcentuales de variación en términos reales.

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

(4) En porcentaje sobre población activa.

(5) En porcentaje del PIB.

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

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

PERSPECTIVAS FINANCIERAS DE LA OCDE (1)

	2005	2006	2007	2008	2009
Déficit (-) o superávit (+) público (2)					
Estados Unidos	-3,6	-2,6	-2,8	-3,4	-3,5
Japón	-6,4	-2,9	-3,4	-3,8	-3,4
Alemania	-3,4	-1,6	0,0	0,1	0,3
Francia	-3,0	-2,6	-2,5	-2,6	-2,6
Italia	-4,3	-4,5	-2,2	-2,3	-2,0
Reino Unido	-3,5	-2,8	-2,9	-3,4	-2,7
España	1,0	1,8	1,9	1,5	1,3
Zona del euro	-2,5	-1,6	-0,7	-0,7	-0,6
OCDE	-2,9	-1,8	-1,6	-2,0	-1,9
Tipos de interés a corto plazo (3)					
Estados Unidos	3,5	5,2	5,3	4,6	4,7
Japón	0,0	0,2	0,7	0,6	0,9
Reino Unido	4,7	4,8	5,9	5,2	5,1
Zona del euro	2,2	3,1	4,3	4,2	4,1
Tipos de interés a largo plazo (4)					
Estados Unidos	4,3	4,8	4,7	4,5	4,8
Japón	1,4	1,7	1,7	1,9	2,4
Alemania	3,4	3,8	4,2	4,2	4,4
Francia	3,4	3,8	4,3	4,3	4,4
Italia	3,6	4,0	4,5	4,5	4,7
Reino Unido	4,4	4,5	5,0	4,9	5,1
España	3,4	3,8	4,3	4,2	4,4
Zona del euro	3,4	3,8	4,3	4,3	4,5

NOTAS: (1) Hipótesis de partida: a) Las políticas fiscales en vigor o anunciadas permanecen sin cambios. b) Los tipos de cambio no variarán con relación a su nivel del 12 de noviembre de 2007 (1 dólar = 109,38 yenes = 0,690 euros). c) La fecha de cierre de la edición y de incorporación de datos fue el 20 de noviembre de 2007.

(2) En porcentaje del PIB.

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

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

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Los riesgos para el escenario central son las tensiones inflacionistas, la generalización de la debilidad inmobiliaria y la persistencia de problemas en el sector financiero.

gados en el lado negativo, con menor crecimiento y sin alivio de tensiones inflacionistas. En este sentido, las expectativas de inflación están *ancladas*, es decir, que los agentes confían en la capacidad de los bancos centrales para controlar las subidas de precios. Esto es una ventaja importante que da flexibilidad a la política monetaria para mitigar los efectos de una generalización de la debilidad del sector de la vivienda y, por otra parte, ayuda a amortiguar posibles aumentos del precio del petróleo y otras materias primas. Sin embargo, esto no debería darse por supuesto ya que los efectos deflacionistas de

las importaciones provenientes de China están diluyéndose mientras que energía y alimentación verán sus precios al alza por un tiempo.

En el capítulo de las finanzas públicas, la situación de Alemania y sus perspectivas mejoran notablemente. También en España mejora ligeramente la balanza fiscal esperada para 2007, mintiendo expectativas de superávit para 2008 y 2009. Pero aquí acaban las buenas noticias. La previsión empeora en general pese a venir de un momento en que era relativamente fácil cuadrar las cuentas públicas.

La economía global ante la desaceleración de Estados Unidos: ¿habrá *decoupling*?

Estados Unidos se enfrenta a un difícil final de 2007 e inicio de 2008. Una mayoría de analistas prevee un crecimiento promedio del PIB durante estos dos trimestres de alrededor de 1%, muy por debajo del 3% donde se sitúa su crecimiento potencial. La posibilidad de que la economía norteamericana sufra una recesión tampoco se descarta –Greenspan, entre otros, sitúa esta probabilidad en torno al 50%–. Ante este panorama, no es de extrañar que haya surgido un debate sobre las posibles repercusiones de una desaceleración o recesión de los Estados Unidos sobre el resto del mundo.

En este debate hay dos campos: los que creen que el crecimiento de la economía global depende más, en estos momentos, de la solidez de los países emergentes y que, por ello, el crecimiento global no se resentiría en exceso –habría, por tanto, *decoupling*–; y los que defienden que «cuando Estados Unidos estornuda, el resto del mundo se resfría». Estos últimos recuerdan que el PIB de la economía norteamericana todavía representa cerca de un tercio del PIB mundial.⁽¹⁾ Ambos argumentos están cargados de algo de razón.

Un vistazo a la historia sugiere que, en efecto, la debilidad de la economía norteamericana tiende a coincidir con una desaceleración en el resto del mundo. La tabla siguiente muestra las variaciones en la tasa de crecimiento del PIB en Estados Unidos y otras regiones durante las cinco recesiones y los dos episodios de fuerte desaceleración que ha sufrido la economía norteamericana desde 1970.⁽²⁾ En promedio, la tasa de crecimiento del PIB en Estados Unidos cayó casi cuatro puntos porcentuales durante las recesiones. Durante estos episodios, el crecimiento de otros países industrializados cedió dos puntos porcentuales mientras que América Latina y los países asiáticos también sufrieron caídas significativas aunque no tan importantes. En contraste con los episodios de recesión, los episodios de desaceleración económica no parecen coincidir tan marcadamente con un frenazo en el ritmo de actividad económica de otros países.

CUANDO ESTADOS UNIDOS ESTORNUDA... ¿EL RESTO DEL MUNDO SE RESFRÍA?

Cambios en la tasa de crecimiento de diferentes regiones durante recesiones y desaceleraciones en Estados Unidos. Puntos porcentuales en relación con la tasa de crecimiento potencial

	Recesiones					Desaceleraciones		Todas las recesiones	Todas las desaceleraciones
	1974-75	1980	1982	1991	2001	1986	1995		
Estados Unidos	-6,1	-3,4	-4,5	-2,1	-2,9	-0,7	-1,5	-3,8	-1,1
Otras economías industriales	-5,4	-1,5	0,4	-1,3	-2,0	-0,1	-0,3	-2,0	-0,1
América Latina	-3,2	-0,8	-3,9	1,1	-1,8	1,9	–	-1,7	0,9
Asia Emergente	-3,5	-0,3	-1,5	-0,1	-1,1	0,9	0,3	-1,3	0,6

FUENTE: World Economic Outlook, abril 2007, Fondo Monetario Internacional.

En parte, la debilidad económica de otras regiones ha podido coincidir con la de Estados Unidos porque la causa principal ha sido de alcance global, como la crisis del petróleo en 1974-75 o el pinchazo de la burbuja tecnológica en 2001. Pero incluso cuando no existe tal factor común, una desaceleración o recesión en Estados Unidos se transmite al resto del mundo. Ello sucede a través de dos canales: el comercial y el financiero. No en vano,

(1) Este dato es el promedio de los últimos cinco años a tipos de cambio corrientes. La proporción se reduce al 22% cuando el PIB se mide en paridad de poder de compra.

(2) La variación en la tasa de crecimiento es en relación con la tasa de crecimiento potencial de las economías respectivas.

Estados Unidos es el destino del 20% de las exportaciones globales y sus bolsas representan el 40% de la capitalización mundial total.

Las importaciones norteamericanas son fuertemente cíclicas y su crecimiento se ralentiza notablemente durante periodos de desaceleración y, especialmente, de recesión. Ello sucede porque cerca del 50% de las importaciones son de bienes de inversión o de bienes de consumo duraderos y éstas son precisamente dos de las categorías más sensibles al ciclo económico. Obviamente, los países que más exportan a Estados Unidos son los que más sufren las consecuencias de esa menor demanda de importaciones. Actualmente, los más afectados serían sus vecinos del norte y del sur: las exportaciones a Estados Unidos de Canadá y México representan cerca del 25% del PIB en cada uno de estos países. Un buen número de economías asiáticas también dependen de manera significativa de sus exportaciones a la economía norteamericana, incluyendo a China y Taiwán (en ambos casos por cerca del 10% de su PIB). Aunque los países europeos están mucho menos expuestos al comercio con Estados Unidos (las exportaciones representan menos del 2% del PIB de la región), las exportaciones europeas podrían sufrir indirectamente una pérdida de competitividad en el mercado mundial si la desaceleración americana va de la mano de un dólar débil.

La creciente integración de los mercados financieros ha acentuado la importancia del canal financiero como posible correa de transmisión de una desaceleración o recesión económica. Una recesión en Estados Unidos iría acompañada, muy probablemente, de una corrección en la bolsa que, la experiencia sugiere, podría trasladarse a otros mercados. Al fin y al cabo, el inversor global tiende a responder a las pérdidas en uno de los principales mercados con una reducción de sus posiciones en otros mercados –resultado de un aumento en su aversión al riesgo–. Por otra parte, en el contexto actual, la crisis *subprime* nos ofrece una nueva vía de contagio a través de los problemas en los mercados interbancarios, las pérdidas de capital en importantes entidades financieras globales, y la posible restricción de crédito asociada (véase el recuadro «La crisis *subprime*: los riesgos del riesgo»).

¿Resistirá, pues, el resto del mundo la desaceleración en Estados Unidos? La respuesta depende de la profundidad de tal desaceleración y de la existencia de factores globales tras esa debilidad. Ante una recesión, las conexiones comerciales y financieras pesarán sobre el resto del mundo. Una suave desaceleración, en cambio, podría ser capeada más fácilmente. En cuanto a los factores globales, el alcance de la crisis *subprime* será clave en los próximos meses, sin olvidar algún que otro riesgo geopolítico.

Queda pendiente la consolidación fiscal y la inestabilidad cambiaria puede provocar tentaciones proteccionistas.

Otro riesgo importante es la aparición de nuevas turbulencias financieras debido a la actual situación del sistema bancario. Sus deficiencias se han puesto de manifiesto con el advenimiento de la crisis *subprime*, y mientras no acabe el proceso de afloramiento de pérdidas en las cuentas de resultados, el riesgo y la incertidumbre continuarán.

La cotización del dólar y su estabilidad suponen otro peligro que podría dar lugar a tentaciones proteccionistas que perjudicarían al comercio mundial, uno de

los pilares de la actividad global en estos momentos. La otra cara de esta moneda es la necesaria apreciación del renminbi, que debería ayudar a sosegar la marcha de la economía China para parar el aumento de la inflación.

Estados Unidos: ¿vuelven los setenta?

Un joven pastor llamado Pedro pedía a sus amigos que le socorrieran cuando gritaba que venía un supuesto lobo que nunca terminaba de aparecer. El día que llegó el lobo

de verdad, los otros pastores no acudieron. En la coyuntura actual de Estados Unidos no hay un lobo remiso sino dos. El primero, que la extensión de la crisis financiera se alargue y acabe afectando a la economía real y provocando una recesión o periodo de bajo crecimiento. El otro lobo es un viejo conocido que había estado dormido durante cierto tiempo: la inflación. De aparecer ambos al mismo tiempo, y si las políticas no son las correctas, la situación recordará los años setenta, donde coexistieron bajo crecimiento e inflación.

Las cosas no tienen por qué pasar con la misma intensidad que entonces. Nuestra previsión de crecimiento para 2007 es del 2,2% y para 2008 del 2,0%, lo que, considerando que el producto interior bruto (PIB) estadounidense ha venido creciendo a un promedio cercano al 3% en las últimas décadas, supone ya dos años de avance por debajo de la norma. Así, en cierto modo, el primer peligro ha llegado, pero sólo a medias. El reto es que la cosa no vaya a mayores, porque existen riesgos

importantes: la corrección del sector inmobiliario arrecia y el empleo, siempre avanzando, sigue una lenta desaceleración. Todo ello afectará a la evolución del consumo privado que, representando el 71% del PIB, en estos momentos sólo contribuye en un 40% al crecimiento y será la variable clave.

Por ahora los datos revisados del PIB del tercer trimestre son halagüeños en este sentido, con un avance del 2,8% interanual, un 4,9% respecto al segundo trimestre en términos anuales. La demanda interna sigue fuerte y las exportaciones se mantienen en la banda alta. Las ventas al por menor siguen este camino sin socavones importantes. Sin autos ni gasolina, altamente volátiles, el consumo minorista de noviembre creció un 5,2% interanual, un buen dato que, sin embargo, no rompe la tendencia de lenta desaceleración. En esta línea, el Índice de Confianza del consumidor del Conference Board siguió a la baja pasando de 95,2 al nivel de los 87,3 puntos. Lo significativo es que se agranda

El PIB de Estados Unidos crece un 2,8% en el tercer trimestre gracias a demanda interna y exportaciones.

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	Noviembre
PIB real	3,1	2,9	2,6	1,5	1,9	2,8	–	...
Ventas al por menor	6,6	6,2	5,1	3,4	4,0	4,1	5,0	6,3
Confianza del consumidor (1)	100,3	105,9	106,8	109,9	106,7	105,7	95,2	87,3
Producción industrial	3,2	4,0	3,5	2,5	1,7	1,7	1,4	2,1
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	50,9	50,8	55,2	52,9	50,9	50,8
Venta de viviendas unifamiliares	6,5	-18,0	-21,9	-24,6	-21,2	-25,3	-23,5	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,5	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7
Precios de consumo	3,4	3,2	1,9	2,4	2,7	2,4	3,5	4,3
Balanza comercial (3)	-714,4	-758,5	-758,5	-746,4	-732,2	-706,1	-705,7	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	4,9	5,1
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,9	79,3	77,0	73,9	72

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

ESTADOS UNIDOS: EL GASTO DE CONSUMO SE RALENTIZA

Ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina, variación intermensual anualizada (*)



NOTA: (*) Serie de tendencia de los datos deflactados por el índice de precios sin energía ni alimentos.

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

El consumo privado mantiene la fuerza pero baja expectativas, mientras que los empresarios siguen activos pero ven subidas de precios.

la diferencia entre la percepción de la situación actual y las expectativas. Estas últimas pasaron de 80,0 a 68,7 puntos, un nivel inferior al mínimo de octubre de 2001, tras los atentados del 11 de septiembre en el World Trade Center, que no se alcanzaba desde 1993. Tememos al lobo de la desaceleración, pero algunos pueden decir que, de momento, éste llega atenuado.

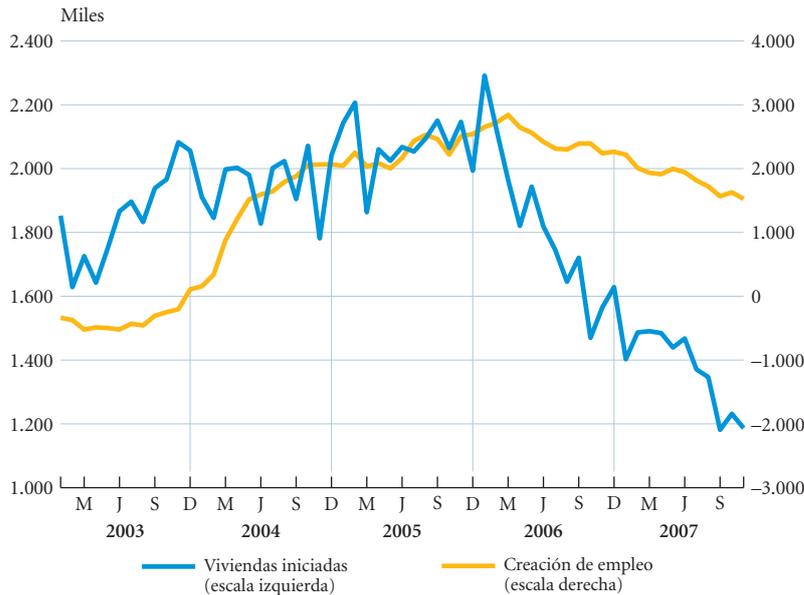
Con la sólida situación de las cuentas de resultados de las empresas no financieras, con niveles de endeudamiento más que razonables, la ralentización de la marcha económica encuentra un elemento de apoyo que puede ratificarse en el índice de actividad empresarial del Institute for Supply Management de noviembre. En el sector de manufacturas, el índice quedó prácticamente inalterado en los 50,8 puntos, 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 bajó de 55,8 a los 54,1 puntos, en una línea de estabilidad. Sin embargo, la observación por componentes aporta una

sombra de desconfianza, con el empleo del sector de manufacturas que baja del nivel de 50 y con los precios que intensifican sus alzas de forma significativa.

El mercado de la vivienda sigue aún en la senda bajista. Por el lado de la oferta, la tormenta, más que mejorar, arrece, con un descenso mucho más abrupto que en otros ciclos bajistas del sector. Las viviendas iniciadas intensificaron sus descensos quedando en noviembre un 24,2% por debajo del mismo periodo del año anterior, con un retroceso acumulado del 48,2% respecto al no tan lejano máximo histórico de enero de 2006. La venta de inmuebles de segunda mano de octubre cayó un 20,7% interanual, mientras que la de nuevas viviendas cedió un 23,5%. También es abrupta la desaceleración de los precios, con un índice Case-Schiller de precios de la vivienda que en septiembre siguió intensificando sus descensos perdiendo un 5,5% interanual. Por lo general, las áreas con mayores descensos son las que más han subido, pero dentro de cada una son las viviendas de menor

ESTADOS UNIDOS: EL EMPLEO VA MÁS TRANQUILO QUE LA CONSTRUCCIÓN

Viviendas iniciadas en términos anuales y creación de empleo en los últimos doce meses



FUENTES: Departamento de Trabajo, Bureau of the Census y elaboración propia.

precio las que sufren mayores descensos en su valor. En el entorno de las hipotecas *subprime*, de baja calidad crediticia, 600.000 familias están ya en situación de embargo y 600.000 más podrían entrar en una fase crítica cuando los tipos de interés sean revisados al alza en los primeros meses. Por ello, el plan del gobierno de congelar las deudas es adecuado, aunque sea arbitrario y premie imprudencias.

El mercado de trabajo sigue una evolución más pausada, pero también en el sendero bajista. Se siguen creando nuevos empleos, como lo demuestran los nuevos 94.000 puestos de noviembre, y ésta es la mejor noticia para el consumidor. Sin embargo, en los doce últimos meses se ha creado una media de 127.000 empleos por mes, mientras que el promedio de los doce meses previos fue de 187.000. Por su parte, la tasa de desempleo de noviembre permaneció inalterada en el 4,7% de la población activa, así que el primer lobo llega manso, por el momento.

En el caso de la inflación, los lirios han empezado a echar espinas. El índice de precios al consumo (IPC) de noviembre se aceleró y pasó de crecer un 3,5% a un 4,3% interanual. Más allá de la presión al alza que el petróleo pueda ejercer, la subida de precios es generalizada como lo demuestra el componente subyacente, el general sin alimentos y energía, que aceleró su ritmo de crecimiento del 2,1% al 2,3% interanual. Los precios de producción, con una subida del 7,7% interanual, también ayudan a definir este panorama más sombrío que hace unos meses. El problema es que la velocidad de cruce a la que la economía puede avanzar sin crear tensiones inflacionistas se ha reducido. Es por ello crucial que las expectativas de inflación permanezcan en valores moderados ya que, de lo contrario, la capacidad de la política monetaria para apuntalar los déficit de crecimiento disminuirá grandemente.

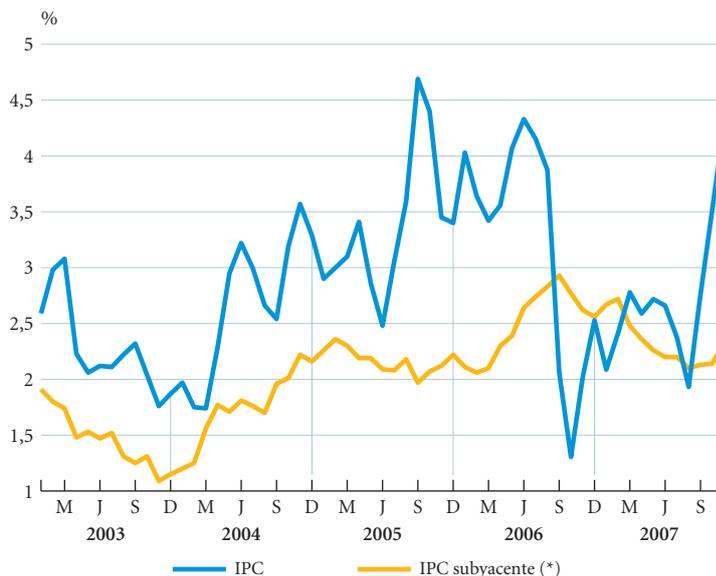
No ayuda aquí la presión al alza sobre los precios de las materias primas que hacen

La vivienda sigue sin ver la luz con unos precios que bajan un 5,5% y unas viviendas iniciadas que acumulan descensos del 48%.

El empleo se ralentiza y la tasa de paro está en un bajo 4,7%.

ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN ENSEÑA LOS DIENTES

Variación interanual de índices de precios al consumo



NOTA: (*) El índice subyacente excluye alimentos y energía.
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

La inflación supera el 4% y da un aviso que puede complicar la vida a la Reserva Federal, pero el déficit comercial sigue corrigiendo.

las economías emergentes, así como su acumulación de divisas y unas políticas monetarias ineficientes. Ello hace que disminuya su capacidad de exportar a bajos precios a las grandes economías. En el sector exterior, las cosas siguen evolucionando favorablemente. La balanza comercial de bienes y servicios arrojó en octubre un déficit de 57.823 millones de dólares, un descenso del 0,6% interanual. Las exportaciones avanzaron un robusto 13,7% pero las importaciones se aceleraron hasta el 9,2%. Sin el petróleo, el déficit ya está un 28% por debajo de su máximo histórico.

Japón: el crepúsculo domina sobre el amanecer

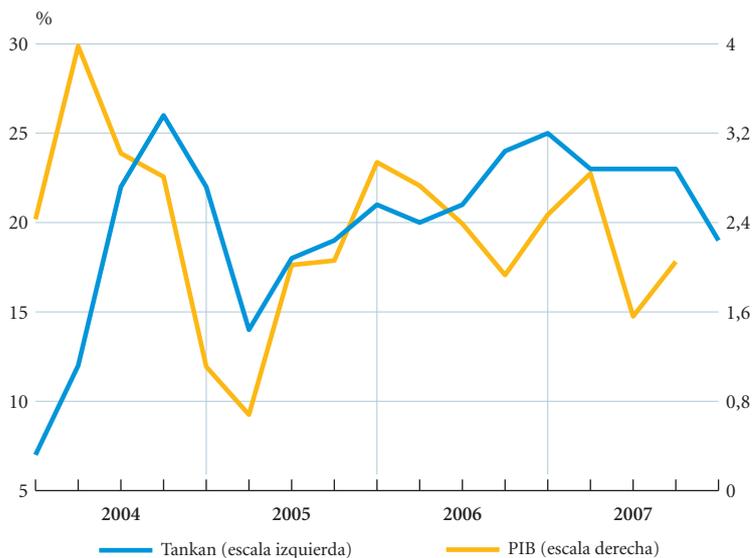
Tokio viene a ser un bosquejo aproximado del Japón actual. Una ciudad refinada donde los mejores platos se sirven crudos y la discreción es la norma. De igual forma, las estadísticas económicas, con sus vaivenes y revisiones, esconden un dura-

dero periodo expansivo de perfil bajo que evoluciona a menos. Prueba de ello es que el PIB del tercer trimestre se revisó a la baja dejando el crecimiento en el 2,0% interanual, con menos existencias, y menos inversión en equipo. Tras un último trimestre de 2007, que se espera débil, las previsiones para 2008 son de desaceleración, con un crecimiento para el total del año en torno al 1,5% a causa de cuatro factores que debilitan la marcha económica: un apático consumo interno, un menor apetito inversor, cambios de reglamentación que han debilitado el sector de la vivienda y fuerte dependencia de las exportaciones al exterior. Para 2009 debería haber una leve recuperación si el entorno internacional evoluciona de manera positiva.

En lo referente a los dos primeros factores, la inversión de las grandes empresas, siempre con vistas a la exportación, ha sido uno de los pilares del crecimiento. Los beneficios de estas corporaciones han subido con solidez, pero como las

JAPÓN: EL TANKAN NO AUGURA ABUNDANCIA

Índice Tankan de grandes empresas manufactureras y variación interanual del PIB



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

compañías pequeñas, que aglutinan el 70% del empleo, no han participado de esta bonanza, la buena marcha no se ha transmitido a los salarios y, como consecuencia, el consumo privado sigue languideciendo. Los pedidos de maquinaria, que avanza la tendencia de la inversión, repuntaron en octubre gracias al sector exportador, sin embargo, en el tercer trimestre, el índice Tankan de actividad y sentimiento para grandes empresas manufactureras, que publica el Banco de Japón, retrocedió de 23 al nivel de los 19 puntos, el más bajo desde 2005. El componente de expectativas también descendió hasta los 15 puntos. La producción industrial de octubre también mantuvo un perfil relativamente bajo con un incremento del 3,6% interanual. Con todo ello resulta que una de las fortalezas de la economía nipona ya no lo es tanto.

Respecto al tercer factor, la inversión en construcción del tercer trimestre cedió un 11,1% interanual, en gran parte a causa de cambios en la regulación que buscan edificios más seguros en caso de te-

rremotos. Aunque esto no se deba al funcionamiento normal del mercado, sus efectos han sido superiores a los de la actual crisis inmobiliaria de Estados Unidos y podrían alargarse durante la mayor parte de 2008. De este modo, las viviendas iniciadas de octubre cedieron un 35,0% interanual. El mercado de la vivienda parece amplificar las turbulencias ya que las ventas de noviembre en el área de Tokio retrocedieron un 51,7% respecto al mismo periodo del año anterior. Los precios, al no haber participado en la escalada que ha tenido lugar en otros países, siguieron evolucionando al alza con incrementos del 11,7%. Estas subidas, a la vista de la situación general, parecen difíciles de mantener, pero llevan manteniéndose desde mediados de 2006.

La tasa de desempleo en octubre continuó en el 4,0% de la población activa. Pese a ello, los salarios subieron muy poco, salvo en el sector de manufacturas, donde se dio un tímido repunte. En el frente de precios, la deflación se acabó, al menos por el momento, con un IPC que en octubre subió

Los empresarios manufactureros lo ven más negro que antes.

La venta de viviendas cae en picado pero los precios suben.

JAPÓN: 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	Noviembre
PIB real	1,9	2,4	2,5	2,8	1,6	2,0	-	...
Producción industrial	1,5	4,5	5,3	3,6	2,3	3,3	3,6	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	25,0	23,0	23,0	23,0	-	19,0
Viviendas iniciadas	3,9	4,5	5,4	-1,9	-2,7	-37,1	-35,0	...
Tasa de paro (2)	4,4	4,1	4,0	4,0	3,8	3,8	4,0	...
Precios de consumo	-0,3	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	...
Balanza comercial (3)	10,2	9,4	9,4	10,2	11,1	12,3	12,8	...
Tipo interbancario 3 meses (1)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	86,2	81,1	79,2	77,6	75,7	76,9	76,9	79,4

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.

Las exportaciones mantienen el superávit comercial.

un 0,3% interanual. Sin embargo, esta victoria tiene trampa. El petróleo y los alimentos han tenido un papel importante en la subida de precios y prueba de ello es que el IPC subyacente, que excluye del general los alimentos frescos pero no la ener-

gía, quedó en tablas repitiendo el registro del mismo periodo del año anterior. El Banco de Japón es así el único de entre las economías ricas que no tiene problemas de inflación, pudiendo ocuparse de atender la falta de crecimiento.

JAPÓN: LA DEFLACIÓN ACABA... DE MOMENTO

Variación interanual del índice de precios al consumo



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

La ciudad de Osaka, que fue en la antigüedad un importante centro comercial, es hoy bulliciosa, respira espíritu emprendedor y, al contrario de Tokio y del resto del país, los peatones circulan por la derecha, como en el resto del mundo. Tal vez en Japón debe haber más de una Osaka porque en lo que concierne a la dependencia del exterior, el sector exportador japonés cumple bien su parte, a la espera de que la demanda mundial no afloje. El superávit acumulado en los doce meses hasta octubre de la balanza comercial se encaramó hasta los 12,8 billones de yenes gracias a que las exportaciones continuaron creciendo mientras que las importaciones se estancaron.

Brasil se mantiene en la banda alta

El PIB brasileño del tercer trimestre avanzó un vigoroso 5,6% interanual, una muestra del nuevo papel que han adquirido los países emergentes como soporte del crecimiento global en este contexto de desaceleración de las economías desarrolladas. El consumo privado mantuvo una relativa aceleración subiendo un 6,1%, mientras que la inversión mantuvo su fuerza con un incremento del 14,4%. Sin

embargo, fue el sector exterior el que más evidenció un cierto aire de crisis, con unas exportaciones que se desaceleraron con intensidad ya que el ritmo de crecimiento pasó del 13,3% a un modesto 1,8%. Por su parte, las importaciones se incrementaron en un 20,4% interanual fruto de la vigorosa demanda interna. El consumo público mantuvo su tímido repunte pero con una velocidad de avance inferior al del resto de la economía.

Entre los últimos indicadores de actividad, la producción industrial de octubre aceleró hasta avanzar un 10,3% interanual. También la producción industrial de bienes de capital, más crucial para la continuidad de la expansión de Brasil, ganó fuerza creciendo un 26,8%. A consecuencia de esta efervescencia de la industria, la utilización de la capacidad productiva del mismo mes se colocó en máximos históricos. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas crecieron un 8,5% interanual, mientras que en noviembre las compras de automóviles se incrementaron en un 23,8%. Con tal nivel de actividad, la buena noticia es que el repunte de la inflación es casi inexistente, con un IPC que en noviembre avanzó un moderado 4,2% interanual. El

Brasil crece un 5,6% apoyado en consumo privado e inversión, pero las exportaciones pinchan.

La industria sigue a toda marcha, pero la inflación se mantiene cerca del 4%.

BRASIL: 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	Noviembre
PIB real	3,1	3,7	5,0	4,5	5,7	5,6	–	...
Producción industrial	3,1	2,8	3,2	3,8	5,8	6,3	10,3	...
Tasa de paro São Paulo (*)	17,0	15,9	14,3	15,2	15,6	15,0	14,4	...
Precios de consumo	6,9	4,2	3,1	3,0	3,3	4,0	4,1	4,2
Balanza comercial (**)	40,8	46,3	46,3	45,8	47,4	43,1	42,6	41,4
Tipo SELIC del banco central (***)	19,1	15,1	13,4	12,9	12,3	11,4	11,3	11,3
Reales por dólar	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	1,9	1,7	1,8

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

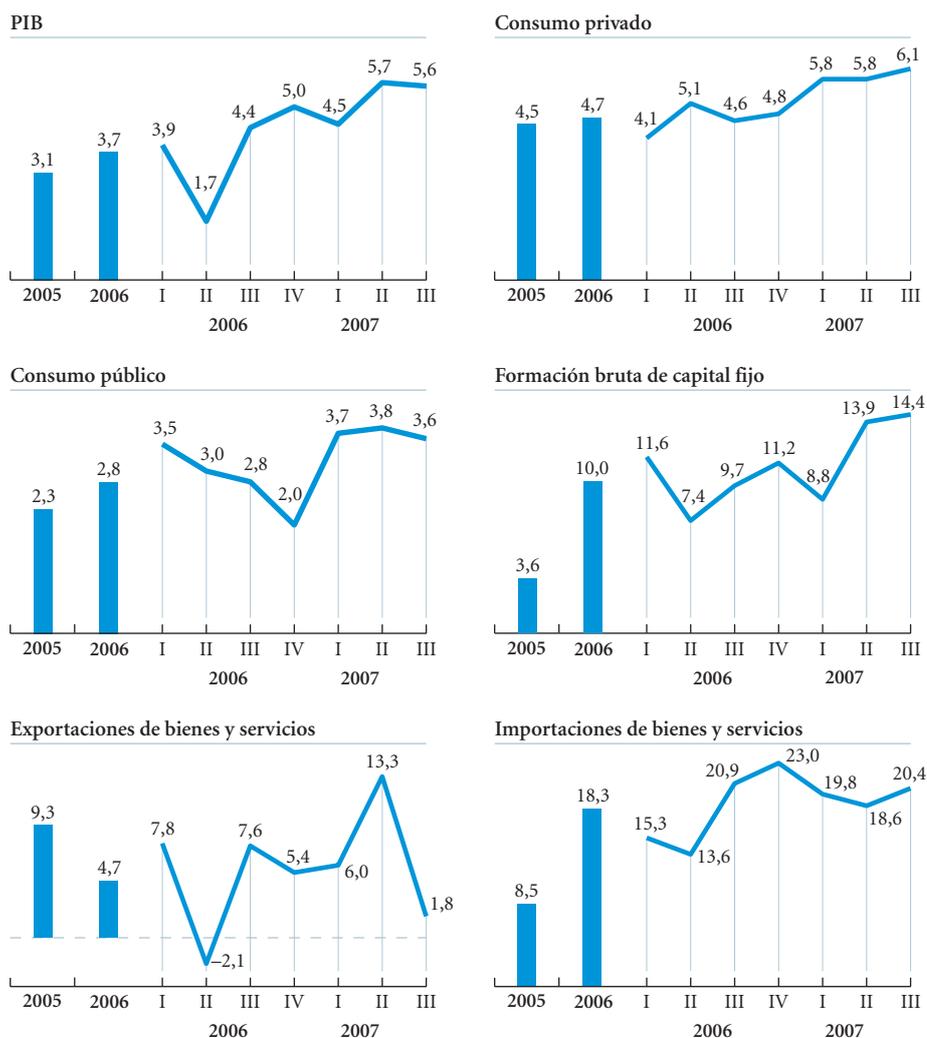
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

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

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

EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



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

Las finanzas públicas siguen el camino de la austeridad, pero el desempleo supera el 14% y el superávit comercial se reduce.

mayor punto de atención fueron los precios mayoristas, que subieron un 7,5%, tasa que continúa la tendencia de aceleración de los últimos meses, mientras que los salarios crecieron en octubre un 11,9% interanual, ritmo alto pero que supone una notable desaceleración respecto al que predominó en 2006 y principios de 2007.

La tasa de paro del distrito de São Paulo en octubre bajó ligeramente al 14,4% de

la población activa, un valor relativamente alto dada la fuerza del crecimiento en estos momentos. En octubre, el ahorro del sector público compensó el aumento de los intereses de la deuda externa, dejando el déficit de los últimos 12 meses en el 2,2% del PIB, en línea con los valores de los últimos meses. Por su parte, el real parece haber frenado momentáneamente su marcha alcista, mientras que, fruto en parte de la coyuntura global, el superávit comercial de noviembre descendió un 37%

BRASIL: ÉXITO EN LA REDUCCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO

Déficit público de los últimos doce meses con relación al PIB



FUENTES: Instituto da Pesquisa Economica Aplicada (IPEA) y elaboración propia.

respecto al mismo periodo del año anterior, intensificando un retroceso cuyos inicios remontan al pasado verano.

Argentina tiene un nuevo presidente pero el tren no para

Cristina Fernández, la nueva presidenta electa, heredará de su marido, Néstor Kirchner, una economía mucho mejor de la que éste encontró, pero con retos pendientes como el control de la inflación y la mejora del sector público. La expansión mantiene un perfil alto y a la vez duradero, con un PIB que en el tercer trimestre del año creció un 8,7% interanual. El consumo privado, con avances similares, y en especial la inversión, que creció un 12,8%, siguieron siendo las principales fuentes de donde fluye la fuerza de la expansión. Por su parte, el consumo público siguió acelerando y ganando vigor mientras que el sector exterior continuó moderadamente a la baja, con unas exportaciones que se incrementaron un 8,6% frente al

crecimiento de las importaciones del 19,0%, fruto de la pujanza de la demanda interna.

Los indicadores de demanda más recientes siguieron apuntando a la continuidad del ciclo expansivo. Las ventas minoristas crecieron en octubre un 24,1% interanual en la región de Buenos Aires y un robusto 35,7% en el total de grandes almacenes. Quedan ya superados los niveles de 1999, previos a la crisis de 2002. La venta de automóviles de los últimos doce meses hasta noviembre subió un 33,3% interanual quedando ya a poco menos del 15% por debajo del máximo histórico. En el lado de la oferta la cosa va algo más calmada, con una producción industrial que en octubre mantuvo el perfil bajo de los últimos meses con avances del 2,9% interanual.

Automóvil, minerales no metálicos y energía fueron los sectores más fuertes, mientras que el acero y las industrias químicas estabilizaron sus descensos y el sector de otros metales sigue sin tocar fondo. Por

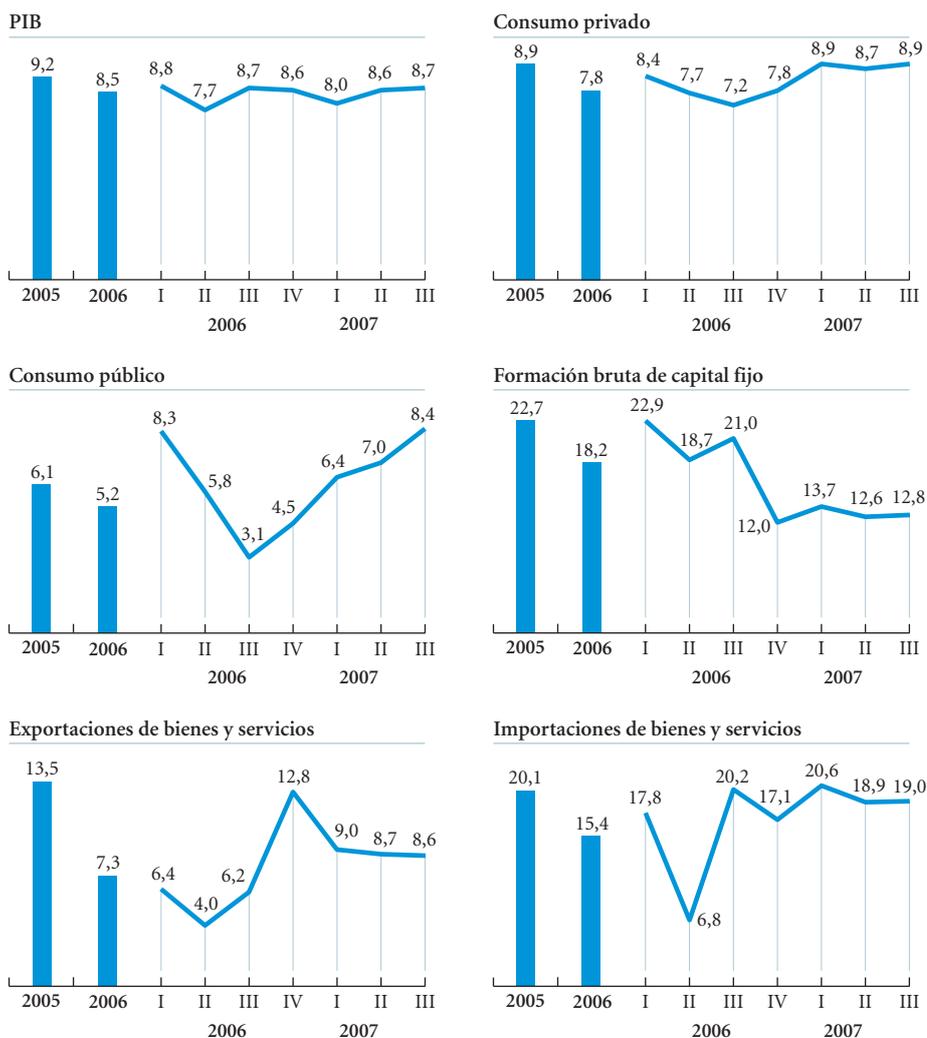
Argentina crece un 8,7% gracias a su demanda interna, pero el sector exterior se resiente.

El consumo minorista sigue vigoroso y se coloca cerca de los máximos históricos.

La industria parece haber tocado fondo y debería abandonar su perfil bajo.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ARGENTINA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



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

La inflación del 8,5% sigue siendo un riesgo, mientras que el paro baja hasta el 8,1%.

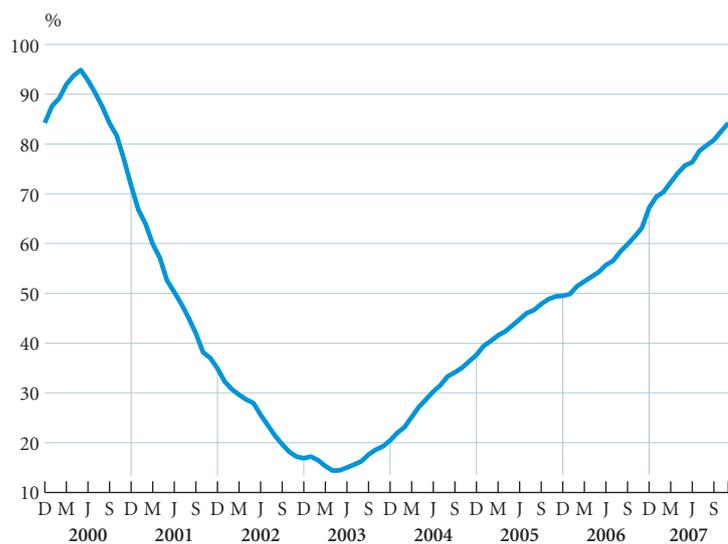
su parte, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción repuntó en octubre creciendo un 11,1% mientras que el indicador de la actividad industrial también avanzó un 9,6%, lo que señala que los problemas de la industria podrían estar quedando atrás.

La inflación continuó en sus trece, resistiéndose a bajar. El IPC de noviembre subió un 8,5% interanual presionado al alza

por la energía y las materias primas. En el mercado laboral, ayudada por la fortaleza de la demanda, la tasa de paro del tercer trimestre descendió al 8,1% de la población activa, un nivel que ya parece algo más confortable en comparación con el repunte de inicios del año corriente. El superávit comercial continuó evolucionando a la baja, fruto de la pujanza importadora.

ARGENTINA: LA RECUPERACIÓN, VISTA DESDE EL CRISTAL DEL AUTOMÓVIL

Ventas de automóviles de los últimos 12 meses con relación al máximo de 1998



FUENTES: INDEC y elaboración propia.

ARGENTINA: 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	Noviembre
PIB real	9,2	8,5	8,6	8,0	8,6	8,7	-	...
Producción industrial	7,3	7,5	6,4	6,2	4,5	1,9	2,9	...
Tasa de paro (*)	11,6	10,2	8,7	9,8	8,5	8,1	-	...
Precios de consumo	9,6	10,9	10,1	9,5	8,8	8,6	8,4	8,5
Balanza comercial (**)	11,7	12,3	12,3	11,8	11,5	10,5	10,7	...
Tipo interbancario 3 meses (***)	6,2	9,9	10,5	9,7	9,4	12,6	12,9	14,1
Pesos argentinos por dólar	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

(***) Valor.

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

UNIÓN EUROPEA

La eurozona transita hacia una etapa de menor crecimiento y tensiones inflacionistas todavía notables.

Zona del euro: abandonando la zona de confort

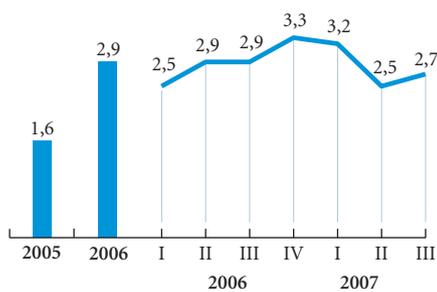
El excelente registro de crecimiento económico del tercer trimestre puede ser el último dato abiertamente positivo de la

eurozona en cierto tiempo. Lo ha resumido certeramente el vicepresidente del Banco Central Europeo, Lucas Papademos, al declarar que «la coyuntura actual de la eurozona parece anunciar para los próximos meses una combinación incon-

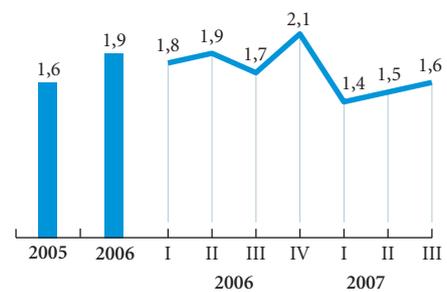
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

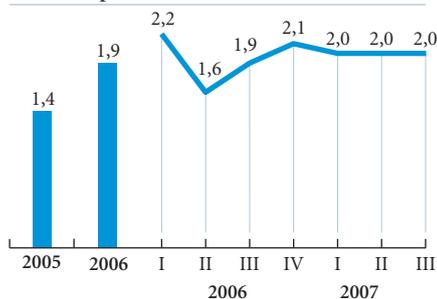
PIB



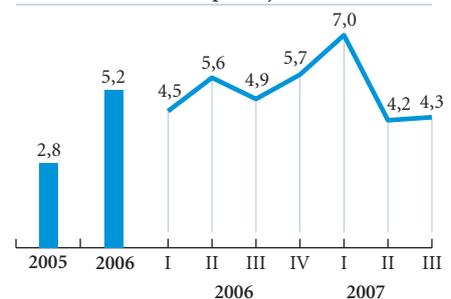
Consumo privado



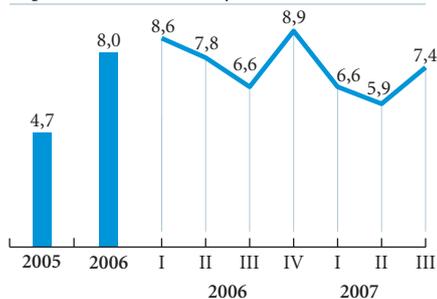
Consumo público



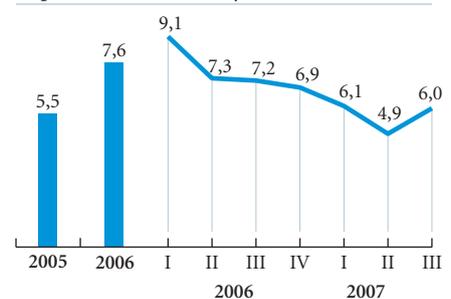
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: 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	Noviembre
PIB	1,6	2,9	3,3	3,2	2,5	2,7	–	...
Ventas al por menor	1,2	2,1	2,3	1,7	1,0	1,3	0,3	...
Confianza del consumidor (*)	–13,8	–9,0	–7,1	–5,2	–2,4	–3,7	–6,1	–8,0
Producción industrial	1,3	4,0	4,0	4,0	2,7	3,9	3,8	...
Sentimiento económico (*)	97,9	106,9	109,9	110,0	111,6	109,3	106,0	104,8
Tasa de paro (**)	8,8	8,3	7,9	7,6	7,5	7,4	7,2	...
Precios de consumo	2,2	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	2,6	3,1
Balanza comercial (***)	42,1	–10,4	–13,1	–0,8	16,0	31,9	38,7	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses (*)	2,2	3,1	3,6	3,8	4,1	4,5	4,8	4,6
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (*)	103,3	103,6	104,6	105,5	107,1	107,6	109,6	109,8

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.

fortable –pero provisional– de alta inflación y crecimiento económico en desaceleración».

Y ciertamente el contraste entre los indicadores contemporáneos y los indicadores de carácter más anticipatorio empieza a ser acusado. Así, y para situar el punto de partida, el tercer trimestre registró un ritmo de crecimiento excelente, de un 2,7% interanual, lo que representa una aceleración respecto al 2,5% del trimestre anterior. Este mayor ritmo de avance de la actividad se debió fundamentalmente a la aceleración del consumo privado y la inversión, por el lado de la demanda interna, y a la mayor contribución del sector exterior.

A partir de estas tendencias, los datos disponibles del cuarto trimestre apuntan a un dinamismo en desaceleración, lejos no obstante de cualquier atisbo de hundimiento. El proceso es, a juzgar por los indicadores disponibles, paulatino. Así lo indica, por ejemplo, el indicador de sentimiento económico, reflejo fiel de la actividad en su conjunto, que retrocedió dos

puntos en los meses de octubre y noviembre. Esta senda de menor vigor económico tiene su reflejo en los ámbitos de la demanda y la oferta.

Por lo que se refiere a la primera, el menor dinamismo de las ventas al por menor (sólo crecieron un 0,3% interanual en octubre) y el descenso de la confianza del consumidor (cuyo registro de ocho puntos negativos en noviembre es el peor desde septiembre de 2006) ratifican un pulso irregular del gasto de los hogares. Con todo, la paulatina disminución de la tasa de paro (en octubre cayó al 7,2%, una décima menos que en septiembre) puede proveer cierto soporte a este pulso errático del consumo. Más firme parece, por el contrario, el recorrido de la inversión.

Aún más sólida parece la evolución de la demanda externa, al menos hasta finales del tercer trimestre. En octubre, el superávit comercial acumulado de doce meses, se situó en los 38.700 millones de euros, cifra que contrasta con el déficit de 19.300 millones de euros de hace un año.

En el cuarto trimestre la actividad se desacelera pero sin revestir tintes dramáticos.

Buen tono de la industria, aunque el futuro es más incierto.

Las previsiones apuntan a unos próximos trimestres creciendo del orden del 2%.

Con las exportaciones, en suma de doce meses hasta octubre, creciendo a un 10% interanual (mientras las importaciones sólo alcanzan el 5% interanual), el impulso del sector exterior resiste por el momento la pérdida de competitividad que inflige la apreciación del euro. En este sentido, cabe recordar que en noviembre la moneda única, en tipo de cambio efectivo nominal, se había apreciado un 5% respecto a un año antes.

No obstante, cuando centramos nuestra atención en la perspectiva de la oferta, los signos de debilidad económica son más aparentes. A la inesperada mejoría de la producción industrial de octubre, que se aceleró hasta el 3,8% interanual frente al 3,3% del mes anterior, se le debe contraponer la mala evolución de los pedidos industriales y el errático rumbo de la confianza industrial, dos indicadores adelantados. Peor es, con todo, la evolución de los sectores de servicios y construcción, cuyos indicadores respectivos de confianza encaran una senda bajista desde mediados del tercer trimestre.

Otro punto de preocupación son los precios. El repunte actual de la inflación, hasta el 3,1% interanual en noviembre (máximo desde mayo de 2001), toma plena significación cuando se considera no sólo su nivel actual sino también que las perspectivas inmediatas no permiten esperar una desaceleración rápida del índice de precios de consumo (IPC) armonizado. Tanto la composición del alza (en gran medida debida a las tensiones del petróleo y los alimentos) como las expectativas de inflación de los actores económicos apuntan a unos meses venideros con escasa remisión de las presiones inflacionistas.

En este contexto, no es de extrañar que el indicador compuesto de indicadores adelantados haya intensificado su caída desde agosto pasado, apuntando a una clara desaceleración. Coincidiendo con estas

señales, la mayoría de analistas económicos, incluyendo los organismos internacionales, apuntan a que en 2008 el crecimiento de la eurozona tenderá a situarse en valores del orden del 2%. Los máximos cíclicos quedan, por tanto, definitivamente atrás.

Alemania: un gigante preocupado

Alemania ejemplifica las disyuntivas económicas que afligen a Europa. La mayoría de los últimos indicadores apuntan a que la economía germana está en una situación aceptable, no obstante, un fondo de incertidumbre se cierne sobre los actores económicos. Así, desde la óptica de la demanda, la evolución de las ventas al por menor se recupera hasta octubre, lo que junto a cierta estabilización del indicador de confianza del consumidor apunta a un pulso más vivaz del consumo. El fuerte crecimiento del componente de bienes de equipo de la producción industrial—superior al 10% interanual en octubre— valida que la inversión se mantiene vigorosa.

Además, esta tónica razonablemente positiva también se vislumbra desde la perspectiva de la oferta. La producción industrial creció al 5,9% interanual en septiembre y octubre, desafiando las previsiones de una progresiva ralentización. Fruto de este buen tono, el descenso del paro se mantiene, lo que ha llevado a la tasa de paro a situarse en el 8,6% de la población activa en noviembre, un punto y medio porcentual por debajo del registro de hace un año.

A pesar de estos datos tranquilizadores, la primera economía europea ofrece algunas señales que han sido leídas con inquietud. La primera, común por otra parte al resto de sus socios de la eurozona, es el repunte de los precios. En noviembre, el IPC creció un 3,1% interanual. Aunque el alza se debe en gran medida a la presión de ener-

Alemania disfruta de un ritmo de actividad aceptable...

...especialmente visible en el dinamismo que exhibe el sector secundario.

ALEMANIA: 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	Noviembre
PIB	1,0	3,1	3,9	3,6	2,5	2,5	-	...
Ventas al por menor	1,4	6,1	6,5	-1,0	-1,9	-1,7	-0,4	...
Producción industrial	2,8	6,0	6,3	7,6	5,2	5,3	5,9	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	107,0	107,5	108,0	105,4	103,9	104,2
Tasa de paro (**)	11,7	10,8	10,1	9,4	9,2	8,9	8,7	8,6
Precios de consumo	2,0	1,7	1,3	1,8	1,8	2,1	2,4	3,1
Balanza comercial (***)	156,3	151,6	155,3	165,1	177,4	190,5	194,9	...

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.

gía y alimentos, se combina con un ascenso de precios generalizado, como muestran indicadores como los precios de producción o el deflactor del PIB.

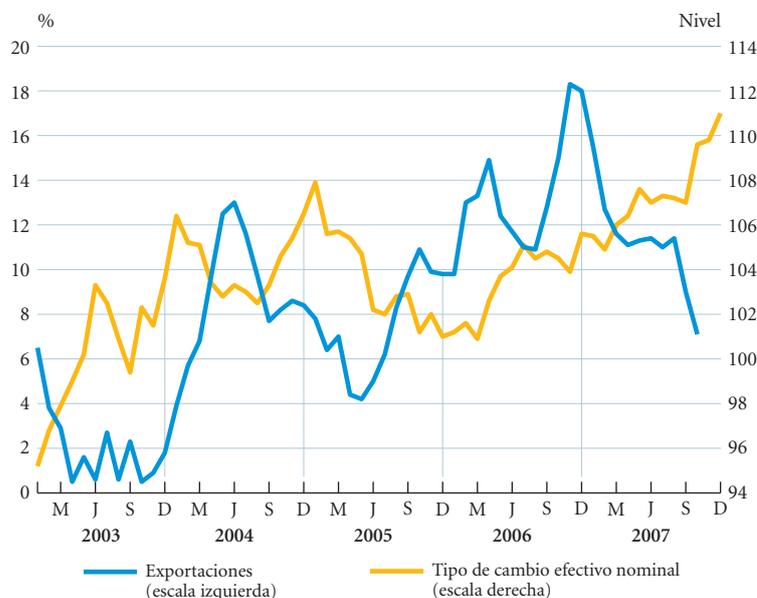
Dada la dependencia existente de la demanda externa, una presión de los precios

interiores excesiva podría ser una tenaza a la competitividad preocupante. Este hecho, además, se suma a la apreciación del euro, que ya provoca por sí misma una merma de competitividad exterior. Por el momento, las exportaciones han cedido poco terreno (crecimiento del 11% inter-

A pesar de ello, aumenta la preocupación sobre el futuro.

EL SECTOR EXTERIOR ALEMÁN EMPIEZA A NOTAR LA APRECIACIÓN DEL EURO

Variación interanual de la media móvil de 3 meses de las exportaciones y tipo de cambio efectivo nominal del euro



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas, Banco Central Europeo y elaboración propia.

Reformar en Francia sigue siendo complicado, pero Sarkozy impulsa ahora un paquete amplio de desregulación.

Este afán reformador no se va a ver acompañado de un tono económico vigoroso...

...ya que la demanda está perdiendo fuelle.

anual en saldo acumulado de doce meses hasta octubre, dos puntos menos que en el promedio del tercer trimestre), y baten claramente a las importaciones, que sólo avanzan un 7%, lo que permite un nuevo ascenso del superávit comercial. Pero la preocupación empresarial se mantiene.

En este sentido es significativa la evolución del indicador IFO de actividad empresarial. Tras el inesperado ascenso de noviembre hasta los 104 puntos, en diciembre el indicador retrocedió hasta los 103 puntos. Esta evolución se interpreta por parte de los analistas alemanes como un reflejo de la preocupación de la evolución de la divisa y, desde hace poco, de la incertidumbre sobre las condiciones financieras futuras.

Otros matices de insatisfacción, menos tangibles, se empiezan a percibir. Los cambios de composición en la «gran coalición» han orillado a una de las figuras que encarnaba la línea más liberal del Partido Socialdemócrata, Franz Müntefering, dejando probablemente faltas de apoyo las ambiciones reformadoras de la canciller Merkel. Ello ha llevado, por ejemplo, a que ciertos sectores hayan respondido al anuncio de que en 2008 el déficit público será el menor desde 1990 con la acusación de que la evolución de los in-

gresos fiscales permitiría alcanzar antes el equilibrio presupuestario. En definitiva, Alemania transita hacia una etapa de menor crecimiento y lo hace con la confianza en sus fuerzas un tanto debilitada, quizás más de lo que la valoración objetiva de la situación justificaría.

Francia: reformar, ¿misión imposible?

Hasta la fecha, afrontar reformas estructurales de calado en Francia se antojaba un reto imposible. Por ello, el programa de reformas de Nicolas Sarkozy, a pesar de recibir un amplio aval electoral, se valoraba como de difícil realización. Ahora la percepción ha empezado a cambiar. El primer toque de atención lo proporcionó el escaso soporte popular a la huelga de transportes públicos que se convocó en respuesta a la modificación de los llamados regímenes especiales de las pensiones públicas. Los convocantes decidieron suspender la protesta en sólo nueve días y volver a la mesa de las negociaciones. Sin solución de continuidad, el presidente Sarkozy ha lanzado un programa de 100 medidas para aligerar la regulación excesiva de actividades económicas y racionalizar parte de las actividades de la administración pública. Según las estimaciones que se manejan, las menores cargas regu-

FRANCIA: 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	Noviembre
PIB	1,7	2,2	2,1	1,9	1,4	2,1	-	...
Consumo de los hogares	3,2	2,7	2,8	3,6	2,8	4,2	3,0	2,4
Producción industrial	0,2	0,9	0,6	1,1	0,2	2,1	4,0	...
Tasa de paro (*)	9,2	9,2	8,9	8,7	8,5	8,3	8,1	...
Precios de consumo	1,7	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	2,0	2,4
Balanza comercial (**)	-15,7	-26,8	-28,5	-28,7	-30,5	-32,5	-35,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: OCDE, Eurostat, INSEE, Comisión Europea y elaboración propia.

latorias representarán un ahorro para las empresas de unos 15.000 millones de euros anuales.

Si el objetivo es reformar, ciertamente el ejecutivo galo no puede esperar que lleguen mejores tiempos económicos. Tras sorprender con una aceleración inesperada en el tercer trimestre, el final de año apunta con claridad a un tono menos expansivo. Los principales indicadores de demanda, con el consumo de los hogares como variable destacada, han empezado el último trimestre de 2007 a la baja. Así, tras crecer un 4,2% interanual en el promedio del tercer trimestre, en noviembre apenas se alcanzó un ritmo de avance del 2,4%.

Tampoco la demanda externa apunta en dirección contraria. Hasta octubre, las exportaciones, en saldo acumulado de doce meses, se desaceleraron hasta el 3,6% interanual, lo que junto al mantenimiento de las importaciones en ritmos del 5% interanual, han ampliado el déficit comercial hasta los 2.900 millones de euros. En esta situación de ralentización exportadora, la recuperación de la producción industrial de octubre tiene probablemente una base poco firme. La debilidad de los pedidos industriales entre septiembre y noviembre ratifica esta impresión.

Un moderado descenso de la tasa de paro (8,1% en octubre, una décima menos que en septiembre) y la aceleración de la inflación, hasta el 2,4% interanual en noviembre (2,0% el mes anterior), completan la batería de indicadores disponibles. A partir de este punto, las perspectivas no son excesivamente positivas, y el propio primer ministro François Fillon ha reconocido que le preocupa 2008. Con elevada probabilidad, el crecimiento para 2008 se situará en la zona baja de la previsión gubernamental (que maneja una horquilla del 2,0% al 2,5%). Lo dicho, no cabe esperar un contexto económico que mitigue en exceso los efectos del ajuste. Por tanto, el tiempo de reforma es... ¡ya!

En Italia, el consumidor percibe la tensión que deriva de la mayor inflación, una actividad a la baja y un cierto ajuste del gasto público.

Italia: consumidor tocado

El consumidor italiano se siente maltratado. A pesar de que Romano Prodi está en lo cierto al afirmar que la inflación italiana no es un problema en mayor medida que en otros países europeos (el primer ministro acierta al señalar que la inflación, del 2,4% interanual en noviembre, está por debajo de la media de la eurozona), existe una percepción ciudadana en sentido contrario.

Confindustria espera un crecimiento magro en 2008, de sólo el 1%...

ITALIA: 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	Noviembre
PIB	0,2	1,9	2,8	2,4	1,8	1,9	–	...
Ventas al por menor	0,4	1,2	1,0	1,0	0,1	0,2	...	...
Producción industrial	–0,9	2,7	3,7	1,2	0,6	0,8	–0,9	...
Tasa de paro (*)	7,7	6,8	6,4	6,2	6,0	...	–	...
Precios de consumo	1,9	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	2,1	2,4
Balanza comercial (**)	–5,1	–18,2	–22,0	–19,6	–16,0	–11,6	–9,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

...fruto en gran medida de la ralentización del consumo.

En Reino Unido, preocupa la combinación de crecimiento lento e inflación alta, bautizada como *slowflation*.

Los datos confirman que se avanza en este sentido: la actividad se empieza a frenar...

Tras la «huelga de la pasta» de meses atrás, en protesta por el alza del alimento de referencia de la dieta italiana, este mes de diciembre ha estado sembrado de huelgas. Aunque la más notoria ha sido la de los transportistas internacionales, que demandan compensaciones por el alza de los carburantes, tampoco ha sido menor la huelga del transporte colectivo, considerada la peor del sector en más de 25 años. Subyace a todas estas manifestaciones de descontento una combinación de mayores tensiones en precios, escaso crecimiento y cierto ajuste del gasto público.

En este sentido, la Ley Financiaría (equivalente a la española Ley de presupuestos), aprobada el 16 de diciembre, refleja plenamente estas tensiones. La previsión de crecimiento para 2008, del 1,5%, es modesta (pero superior a la que maneja la patronal Confindustria, de sólo el 1,0%, derivada en gran medida de unas previsiones de consumo privado en crecimiento mínimo). A pesar de la posición oficial de que no existe un problema de inflación, la ley anuncia una nueva figura, «Mister Prezzi», dedicada a controlar situaciones de fijación abusiva de precios. Finalmente, unos ajustes relativamente menores de partidas como ciertas ayudas al Mezzogiorno han generado una importante controversia.

Los últimos indicadores publicados no alivian esta percepción. El consumo ciertamente flojea. Las ventas al por menor, por ejemplo, cayeron un 0,6% interanual en septiembre al tiempo que la confianza del consumidor retrocedió en octubre y noviembre, todo ello aunque la tasa de paro descendió en el segundo trimestre hasta el 6,0%. La producción industrial, a pesar del mantenimiento del tono exportador, se situaba en octubre en niveles un 0,9% menores a los de un año atrás.

Reino Unido: *slowflation*, el nuevo peligro

Siendo el inglés un idioma proclive a los neologismos, la situación económica británica ha justificado el nacimiento del término *slowflation*, es decir, una combinación de crecimiento moderado combinado con tensiones inflacionistas. Se está lejos del dramático *stagflation* de los setenta (recesión más inflación), pero también de los buenos ritmos de crecimiento de años recientes. Ciertamente se trata todavía de perspectivas, más que de una realidad tangible, pero el peligro parece fundamentado.

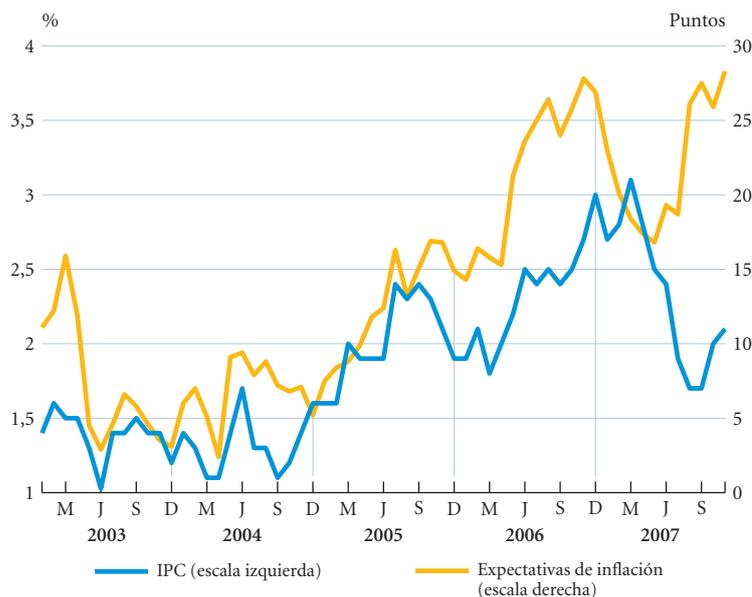
De entrada, el que ha sido el puntal fundamental del crecimiento, el consumo privado, parece moderar su impulso. Así lo indica, por ejemplo, la desaceleración de las ventas al por menor (crecimiento del 4,4% interanual en noviembre, cuatro décimas porcentuales menos que en el tercer trimestre). El enfriamiento alcanza también a los indicadores de consumo de carácter más adelantado. Ciertamente es que la tasa de paro se mantiene en niveles muy reducidos (2,5% en noviembre), pero este apoyo ya no es suficiente para sostener el gasto de los hogares.

La demanda externa tampoco va a aliviar la situación, toda vez que el déficit comercial se situó en octubre, en saldo acumulado de doce meses, en los 83.500 millones de libras esterlinas (unos 7.000 millones más que hace un año). La situación no es mejor desde la perspectiva de la oferta. Aunque la producción industrial repuntó en octubre, hasta el 1,0% interanual, este dato queda eclipsado por la caída de la confianza del sector de servicios (en noviembre se situó en su mínimo desde octubre de 2006) y por los malos indicadores de la construcción.

Visto, por tanto, que el nivel de actividad se desliza pendiente abajo, conviene revisar las preocupaciones inflacionistas, la

LA INFLACIÓN REPUNTA EN EL REINO UNIDO, Y TODAVÍA LO HARÁ MÁS

Variación interanual del IPC y expectativas de inflación



FUENTES: Oficina de estadísticas nacionales, Comisión Europea y elaboración propia.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	1,8	2,8	3,2	3,1	3,1	3,2	-	...
Ventas al por menor	1,9	3,0	3,6	4,3	3,9	4,8	4,2	4,4
Producción industrial	-2,0	0,1	0,9	-0,3	0,6	0,3	1,0	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5
Precios de consumo	2,0	2,3	2,7	2,9	2,6	1,8	2,0	2,1
Balanza comercial (**)	-64,9	-74,0	-76,9	-77,8	-79,0	-81,6	-83,5	...
Tipo de interés Libor 3 meses (***)	4,9	4,6	5,1	5,3	5,6	6,0	6,3	6,3
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra	99,6	98,0	102,7	103,9	104,0	104,3	102,2	102,9

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

(***) Valor.

FUENTES: OCDE, Banco de Inglaterra, ONS, Comisión Europea y elaboración propia.

segunda parte de la *slowflation*. Más que las cifras actuales (la inflación se situó en noviembre en el 2,1% interanual, una décima por encima del objetivo del Banco de Inglaterra), preocupan las previsiones de inflación. Según la última encuesta trimestral de expectativas de inflación del

propio Banco están en máximos desde 1999. Las previsiones que manejan los analistas apuntan en una dirección similar. En definitiva, vienen meses complicados, con la actividad engranando una marcha más reducida y los precios resistiéndose a ralentizarse.

...y las perspectivas inflacionistas empeoran.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Se han producido cambios fundamentales en el esfuerzo de contención de la inestabilidad financiera.

Los bancos centrales afrontan la crisis *subprime*

La crisis hipotecaria *subprime* sigue marcando las agendas, declaraciones y acciones de los bancos centrales. Cabe destacar, especialmente, la decisión de emprender acciones concertadas por parte de los principales bancos centrales para garantizar la fluidez de los mercados monetarios. También son relevantes las modificaciones en la regulación financiera y el reforzamiento de los instrumentos de inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal (Fed).

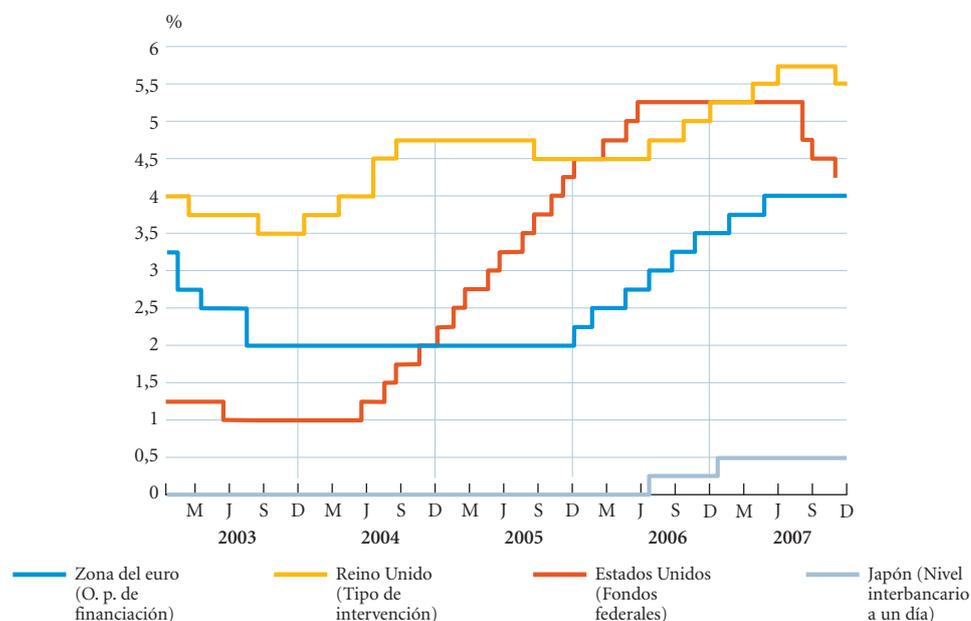
Debido al agravamiento de las turbulencias, en su reunión del 11 de diciembre la

Fed tomó la decisión de bajar el tipo de referencia del 4,50% al 4,25%. Lo mismo hizo el Banco de Inglaterra, que decidió recortar 25 puntos básicos el tipo de referencia por unanimidad de sus nueve miembros el 6 de diciembre. Se trata de recortes que tratan de reforzar el resto de medidas de inyección de liquidez, pero que hasta ahora han tenido resultados discretos.

Además, para paliar el agarrotamiento del mercado interbancario, la Fed ha creado un nuevo mecanismo de inyección de liquidez, la Facilidad de Subasta a Plazo, que complementa las operaciones de mercado abierto y la ventanilla de descuento. Con esta nueva facilidad, la Fed

LOS BANCOS CENTRALES INTERVIENEN

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTE: Bancos centrales.

ofrece préstamos a los bancos a un mes e incluso en un futuro a plazos de hasta tres meses. Cualquier banco puede acudir a este sistema, aunque ninguno puede obtener más del 10% del total subastado, y no se hará ninguna diferencia entre los bancos en términos de su fortaleza financiera y de las garantías que se exigen para obtener la liquidez.

Por otra parte, el gobernador de la Fed cumplió su promesa realizada a los miembros del Congreso, en su comparecencia del mes de noviembre, de publicar una normativa, antes de que acabara el año, para reducir prácticas fraudulentas y abusos en la concesión de hipotecas en los

Estados Unidos. Este cambio legal, consecuencia de la crisis *subprime*, servirá para no repetir los mismos errores la próxima crisis, pero en cambio ya no puede solucionar la actual.

A pesar de todos los esfuerzos para normalizar los mercados, las inyecciones de liquidez que los bancos centrales realizaron en noviembre no habían conseguido el objetivo de reducir las tensiones del mercado interbancario, como puede observarse en la siguiente tabla. Por ejemplo, mientras que la Fed recortó el tipo de referencia el 31 de octubre en 25 puntos básicos, el tipo de interés a tres meses interbancario subió del 4,89% al 5,0%. En

Las inyecciones de liquidez en noviembre no calmaron los mercados.

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									
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	4,00	4,64	4,60	4,50	5,00	0,92	5,75	6,49	2,63
Diciembre (1)	4,00	4,79	4,79	4,25	4,88	0,96	5,50	6,14	2,64

NOTAS: (1) Día 21.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 8-6-06 (2,75%), 3-8-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%), 7-12-06 (3,50%), 8-3-07 (3,75%), 6-6-07 (4,00%).

(3) Últimas fechas de variación: 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%), 11-12-07 (4,25%).

(4) Últimas fechas de variación: 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%), 5-7-07 (5,75%), 6-12-07 (5,50%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

Los bancos centrales deciden intervenir en una operación concertada para atajar las turbulencias en los mercados monetarios.

El BCE sigue preocupado por las tensiones en precios en la eurozona.

Japón no sube los tipos de interés, pero en cambio China debe subirlos por el incremento de la inflación.

el Reino Unido puede apreciarse que el tipo interbancario a tres meses subía del 6,28% al 6,49%. Tampoco la eurozona era una excepción. Los diferenciales entre el tipo de referencia del Banco Central Europeo (BCE) y el euríbor a tres meses y a un año se mantienen en niveles muy por encima de la media histórica.

La subida de los tipos de interés en el mercado interbancario se debe a la desconfianza provocada por la crisis hipotecaria *subprime*. Los bancos son reacios a prestarse dinero por dos motivos. El más importante es la pérdida de confianza provocada por las pérdidas multimillonarias por el aumento de la morosidad. El segundo motivo es coyuntural, pero refuerza el anterior: en general, a finales de año suele producirse una mayor tensión en el mercado interbancario debido al aumento que realizan los bancos de la liquidez en sus balances para ajustarla a los niveles deseados para la presentación de su situación patrimonial de cierre de ejercicio.

Ante este panorama, el 12 de diciembre, los bancos centrales de Estados Unidos, la zona del euro, Reino Unido, Canadá y Suiza lanzaron una operación concertada de inyección de liquidez. Los responsables de la política monetaria consideran que es necesaria una operación de rescate de mayor envergadura para normalizar los mercados, lo que exige una estrecha coordinación.

La operación concertada se inició con el anuncio de que el BCE y el banco central de Suiza entraron en un *currency swap* o permuta financiera con la Fed para suabastar 24.000 millones de dólares. Los bancos centrales de Reino Unido y Canadá realizaron cambios sustanciales en el tipo de activo que aceptan como garantía

para otorgar liquidez a los bancos de sus respectivos países. Adicionalmente, el Banco de Inglaterra decidió realizar una profunda revisión de sus operaciones de mercado abierto para reforzar la capacidad operativa de su política monetaria.

Aunque el BCE ha sido uno de los bancos que ha participado en la operación de inyección de liquidez, en su radar sigue con gran interés el desarrollo de las tensiones de precios en la eurozona. El gobernador del BCE, Jean-Claude Trichet, en su declaración tras la reunión oficial del BCE del 6 de diciembre, indicó que varios miembros del Consejo de Gobierno habían defendido la necesidad de una subida del tipo de referencia, para contrarrestar las tensiones subyacentes en precios producidas por el incremento del precio del petróleo y de las materias primas alimentarias. Posteriormente, el propio gobernador confirmó la sensibilidad del BCE a las posibles repercusiones de estos incrementos al resto de componentes del índice de precios de consumo. Además, afirmó que no habría ninguna contradicción entre esta posibilidad y las bajadas de tipos realizadas en otros países, pues «(nuestros) colegas están en una situación diferente».

En Asia, también los bancos centrales han tenido que tomar decisiones difíciles. Los nueve miembros del Consejo Ejecutivo del Banco de Japón votaron a favor del mantenimiento del tipo de interés y advirtieron de riesgos a la baja en el crecimiento del país. En cambio, China elevó el tipo oficial debido a la fuerte tensión de precios reflejada en el IPC. El problema principal de las autoridades chinas es que, aunque deberían elevar más los tipos para evitar tensiones inflacionistas, al mismo tiempo se resisten a aceptar la consiguiente apreciación de su moneda.

La crisis *subprime*: los riesgos del riesgo

Ya hace años que la economía de los Estados Unidos asombra por la robustez de su crecimiento, resistiendo la subida de los precios del petróleo o el histórico déficit por cuenta corriente. Para sorpresa de muchos, la debilidad ha llegado de la mano de una fuerte subida de las tasas de morosidad del crédito hipotecario *subprime*, el que se concede a prestatarios de alto riesgo. El aumento de la morosidad, como muestra el gráfico siguiente, ha superado ya los niveles alcanzados el 2002. Además, ha ido acompañado por la caída de los precios nominales de la vivienda (6% desde su máximo en junio del 2006), lo que hace disminuir el valor de la garantía de los créditos hipotecarios.

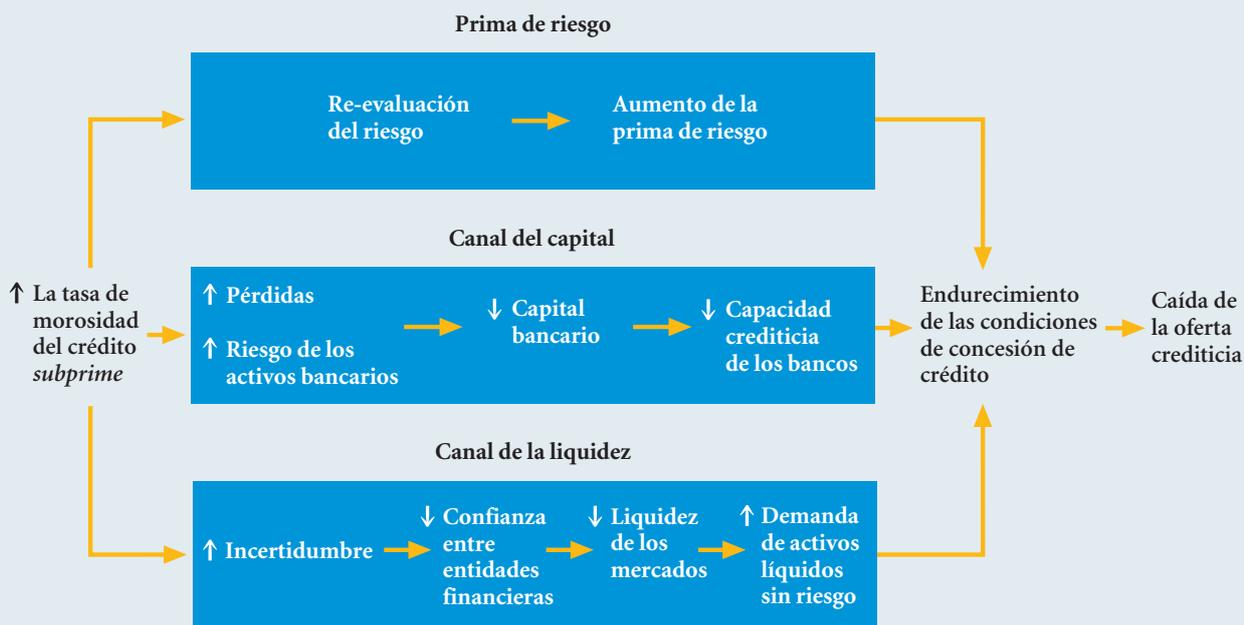
AUMENTA LA MOROSIDAD Y SE REDUCE EL VALOR DE LAS GARANTÍAS HIPOTECARIAS EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Datastream, Standard & Poor's y elaboración propia.

A día de hoy, las pérdidas reconocidas por el aumento de la morosidad del crédito *subprime* se sitúan alrededor de los 70 mil millones de dólares. Sin embargo, el verdadero temor reside en el impacto que estas pérdidas pueden tener sobre el funcionamiento de los mercados financieros y la capacidad crediticia de los bancos: es el temor a un *credit crunch*, una contracción de la oferta de crédito que podría afectar la inversión empresarial y el consumo de los hogares. Este recuadro analiza los mecanismos a través de los que la crisis en el mercado de crédito *subprime*, que sólo representa el 13% del total de crédito hipotecario, puede llegar a ocasionar un *credit crunch*, así como el riesgo de que esto ocurra y las distintas medidas tomadas para evitarlo.

Como se refleja en el cuadro siguiente, hay distintos canales a través de los que el aumento de la morosidad del crédito *subprime* puede tener efectos sobre la economía real. En primer lugar, el alza de la morosidad ha desencadenado una re-evaluación del precio de los activos con riesgo, como por ejemplo las titulizaciones hipotecarias *subprime*. Ello ha provocado un aumento de las primas de riesgo y, por lo tanto, un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito. Además, existen dos canales de transmisión algo más complejos: el canal del capital y el de la liquidez. En cuanto al primero, el aumento de la morosidad ha hecho aumentar las provisiones por pérdidas esperadas de las entidades financieras, limitando así su capacidad para acumular fondos pro-



pios. ¿Cómo afecta esto a la oferta de crédito? La capacidad crediticia de los bancos depende directamente de la ratio de capital sobre el total de activos por dos razones: los bancos están obligados, de acuerdo con la regulación de Basilea, a mantener un nivel mínimo de capital; además, una buena capitalización hace que un banco sea más seguro, ya que puede absorber un mayor nivel de pérdidas inesperadas, y ello facilita la captación de depósitos y otros recursos que pueden ser utilizados para otorgar créditos. Así, la disminución de las ratios de capitalización puede obligar a una entidad a endurecer las condiciones de concesión de crédito y reducir su oferta. A medida que estas tensiones aumentan, los bancos pueden verse forzados a dejar de financiar a algunas empresas o familias solventes, afectando la buena marcha de la economía.

El canal del capital, además, se podría ver amplificado por la crisis que atraviesan las empresas de seguros *mono-lines*. Estas empresas nacieron como aseguradoras de deuda de bajo riesgo, de forma que si el emisor se declaraba en quiebra, ellas se hacían cargo del pago de la deuda. Sin embargo, durante la última década empezaron a asegurar activos con más riesgo asociados a los créditos *subprime*. Con la subida de la morosidad registrada durante los últimos meses, se ha puesto en duda que estas empresas puedan hacer frente a todos los pagos. De ser así, lo que actualmente figura como activos sin riesgo en los balances de los bancos que contrataron este tipo de seguros, debería recalificarse como activos con riesgo, con los consiguientes efectos ya comentados.

El canal de la liquidez, por el otro lado, tiene su origen en la compleja distribución del crédito *subprime* a través de sofisticados activos financieros, lo que hace difícil identificar a los intermediarios financieros que poseen el riesgo en última instancia. Concretamente, el modelo de negocio seguido por muchas entidades de crédito hipotecario estadounidenses, conocido como *origin and distribute*, consistía en empaquetar, con la ayuda de los bancos de inversión, distintos tipos de crédito en un complejo activo financiero conocido como ABS (*asset-backed security*). Luego lo vendían en el mercado, consiguiendo así desprenderse de buena parte del riesgo de impago, que se dispersaba entre los distintos inversores que lo compraban. Por lo que sabemos ahora, en muchos casos las

agencias de *rating* infravaloraron el riesgo de impago, con lo que los compradores no eran conscientes del riesgo que estaban tomando. Ahora, los intermediarios financieros ya conocen el verdadero riesgo de esos activos financieros pero, dado que aún desconocen con exactitud quién los posee y en qué cuantía, prefieren invertir en activos más seguros. El mercado interbancario, donde los bancos se prestan entre sí a corto plazo para satisfacer necesidades puntuales de liquidez, es uno de los que más se ha resentido. Esto hace que los bancos prefieran aumentar la liquidez de su balance para poder asegurarse ellos mismos frente a posibles necesidades de liquidez futuras. Por ello tienden a reducir su oferta crediticia, como también sucedía con el canal del capital.

De momento, ya se han puesto en marcha distintas iniciativas para suavizar el impacto de los canales amplificadores de la crisis. Por un lado, los principales bancos de los Estados Unidos, con el respaldo del gobierno, han acordado estudiar caso por caso cada préstamo *subprime* en riesgo de quiebra para ver si sería más rentable, y viable, evitar la quiebra congelando el tipo de interés durante 5 años. Según el Departamento del Tesoro, esta medida podría afectar a más de medio millón de créditos que tenían un tipo de interés muy bajo durante los primeros años, pero que luego pasaba a tasas más elevadas. Por otro lado, tanto la Reserva Federal de los Estados Unidos como los distintos bancos centrales de los países desarrollados se han encargado de inyectar liquidez al mercado interbancario. Aunque no han conseguido reducir la prima de riesgo hasta los niveles de antes del verano, su intervención ha demostrado la existencia de una fuente de liquidez de última instancia, aportando un poco de aire fresco a los mercados. Por lo que al canal del capital se refiere, el ahorro de los países emergentes y productores de petróleo parece estar disponible para recapitalizar a aquellos bancos que lo necesiten. De momento, varios grandes bancos, como UBS, Citigroup y Morgan Stanley, ya han recibido importantes inyecciones de capital provenientes de fondos de inversión de Singapur, los Emiratos Árabes y China.⁽¹⁾

AUMENTA LA DIFICULTAD DE OBTENER FINANCIACIÓN EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Datastream, Reserva Federal de los EEUU y elaboración propia.

(1) Los activos de los fondos de inversión soberanos más importantes de los países emergentes y productores de petróleo representan alrededor de más del doble de la capitalización bursátil de los 20 bancos más grandes de los Estados Unidos.

Por ahora, los bancos estadounidenses ya han empezado a endurecer las condiciones de concesión del crédito, y la prima de riesgo de la deuda de las empresas con un *rating* AAA (las más seguras del mercado) ha subido bruscamente a los niveles del año 2000. Sin embargo, la buena marcha del consumo y la inversión no residencial, que el tercer trimestre creció un 2,7% y un 9,4% respectivamente, nos indica que la economía real todavía no ha reaccionado al endurecimiento de las condiciones financieras, aunque es de esperar que lo haga con cierto retraso.

El impacto final sobre la economía dependerá en gran medida de cuánto dure la incertidumbre en el mercado, así como de la efectividad de las distintas medidas tomadas. Aunque es de esperar que la incertidumbre se reduzca cuando los bancos vayan haciendo públicos sus resultados, también es cierto que, al no conocerse aún los detalles de las distintas medidas tomadas, es demasiado pronto para juzgar su alcance real. Además, se deberá vigilar de cerca tanto la evolución de la inflación, que de mantenerse en los niveles actuales podría limitar la capacidad de la reserva federal para estimular la economía, como la caída de los precios de la vivienda, que al reducir la riqueza inmobiliaria podría reducir significativamente el consumo.

Las curvas de tipos de interés muestran que todavía no se ha normalizado la situación.

Los tipos de interés recogen el aumento del precio del riesgo

Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública han subido algunos puntos básicos debido al incremento de las tensiones inflacionistas como consecuencia del fuerte incremento de los precios energéticos y de las materias primas de alimentación durante los últimos meses. Pero, en parte, este movimiento representa también una corrección de la caída de los tipos producida por la «huida hacia la calidad» que se produjo durante el mes de noviembre. En aquel momento, los inversores deshacían posiciones en activos con mayor riesgo y se refugiaban en los

bonos de la deuda pública de los países desarrollados, con la consiguiente caída de la rentabilidad ofrecida por éstos.

Sin embargo, los movimientos son muy suaves. Por ejemplo, el tipo de interés de los bonos de deuda pública de la eurozona ha subido del 4,13% al 4,28%, y los bonos a 10 años en Estados Unidos vuelven a cotizar por encima del 4%, tras alcanzar el 3,94% en el mes anterior.

¿Cómo puede medirse la tensión y la aversión al riesgo que se vive en los mercados de renta fija? Hay dos formas que son muy útiles. La primera consiste en comparar las curvas de tipos de interés de

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	Noviembre	Diciembre (*)
Estados Unidos	4,39	4,70	5,02	4,59	3,94	4,07
Japón	3,31	1,69	1,88	1,69	1,48	1,56
Eurozona	1,48	3,95	4,57	4,33	4,13	4,28
Reino Unido	4,10	4,74	5,46	5,01	4,64	4,63
Suiza	1,97	2,52	3,23	3,01	2,88	2,99

NOTA: (*) Día 21.

FUENTE: Bloomberg.

la deuda pública y del mercado interbancario. La segunda es estudiar la evolución de los diferenciales de crédito que se exigen a los bonos emitidos por empresas privadas.

En el gráfico siguiente se recogen las curvas de tipos de interés de los mercados de deuda pública y del mercado interbancario de Estados Unidos y de la eurozona. La curva de tipos de interés de la deuda pública se forma a través de la rentabilidad ofrecida por las emisiones públicas realizadas a diferentes plazos. Las curvas del mercado interbancario son las cotizaciones que ofrecen los bancos para prestarse a diferentes plazos. La curva del interbancario está siempre por encima de la correspondiente a la deuda pública, porque aunque la probabilidad de que un banco quiebre es muy baja, existe, y por lo tanto un mayor riesgo debe ser compensado con un tipo de interés más alto.

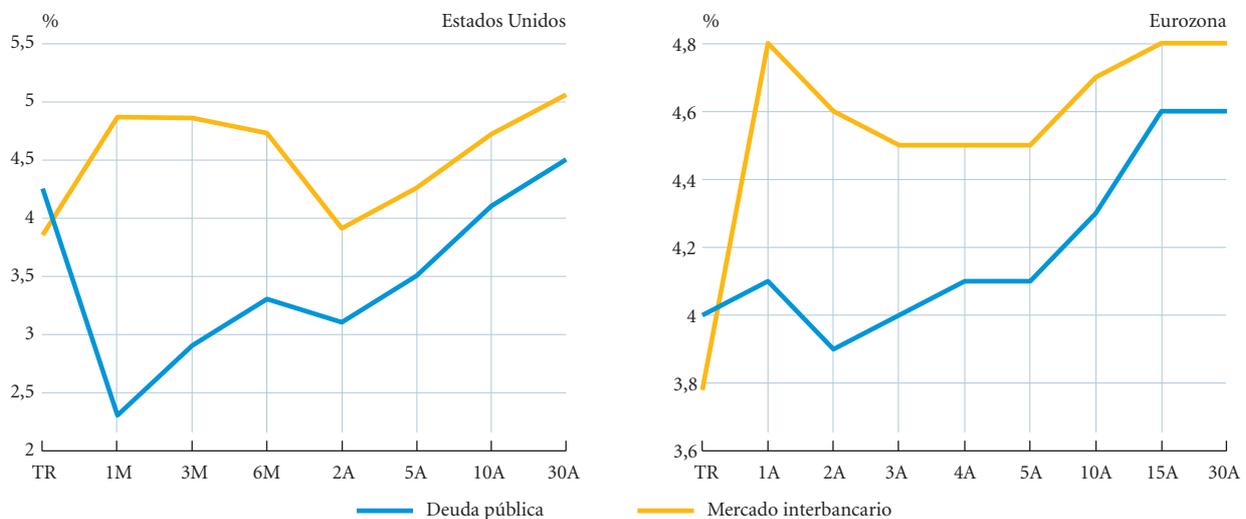
Por ejemplo, el tipo de interés de una letra a un mes de vencimiento en Estados Unidos cotiza un 2,3%, mientras que en

el mercado interbancario a un mes cotiza un 4,9%. En la eurozona pasa lo mismo, aunque ciertamente con menor intensidad: la rentabilidad de un bono a un año es de un 4,1%, mientras que el plazo a un año en el mercado interbancario cotiza un 4,8%.

Las gráficas muestran una situación en la que hay una gran distancia entre la cotización de la deuda pública y el mercado interbancario, sobre todo en los tramos más cortos de las curvas. Esto es el reflejo de la menor apetencia que tienen los bancos para prestarse el dinero entre ellos. Subir el precio del dinero a un mes o a un año supone reducir la demanda de préstamos interbancarios a esos plazos, pues ahora son más caros. El objetivo de las inyecciones de liquidez en el mercado interbancario por parte de los bancos centrales es fundamentalmente reducir estos diferenciales de tipos entre las dos curvas. Inyectar liquidez implica cubrir la demanda de fondos por parte de los bancos, relajando así el precio del dinero a esos plazos entre los bancos.

DIFICULTADES PARA OBTENER LIQUIDEZ

Curva de tipos de interés de la deuda pública y del mercado interbancario en Estados Unidos y la eurozona



NOTAS: TR = Tipo de referencia del banco central. En la curva del mercado interbancario es la cotización a 1 día, M = Meses, A = Años.

Datos a 21 de diciembre de 2007.

FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

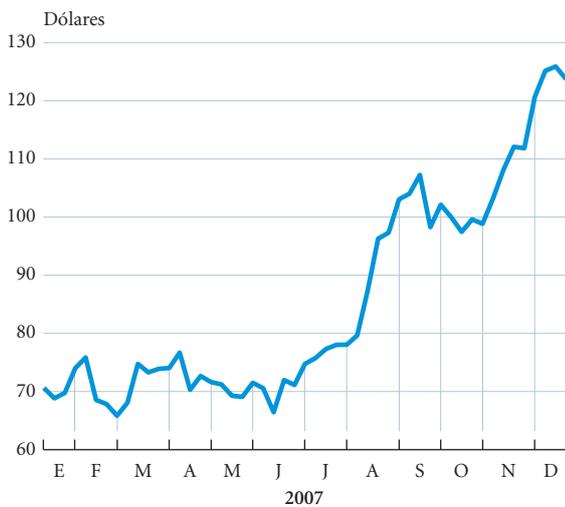
¿CUÁL ES SU CALIDAD DE CRÉDITO?

Ratings según Standard & Poor's

Investment Grade	AAA	Junk Bond	BB+
	AA+		BB
	AA		BB-
	AA-		B+
	A+		B
	A		B-
	A-		
	BBB+		
	BBB		
BBB-			

EL ACCESO AL CRÉDITO SE ENDURECE

Diferenciales de crédito de los bonos privados a 10 años emitidos en dólares con *rating* AAA y de los bonos privados emitidos en euros con *rating* BBB. En puntos básicos



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

La segunda forma de estudiar el mayor nivel de incertidumbre es a través de los diferenciales de crédito. ¿Qué pagan las compañías privadas que emiten bonos para captar financiación en el mercado de renta fija?

Las compañías tienen que pagar más si su calidad de crédito, es decir, su probabilidad de quiebra es más alta. Los *ratings* que se asignan a las compañías van de la mejor calificación, la «AAA», hasta la «D»,

que significa que la empresa ha impagado. En la tabla anterior se muestra la clasificación y la distinción entre los bonos que se denominan *investment grade*, o muy seguros, y los denominados «bonos basura», que suponen una inversión más especulativa, donde el riesgo de impago es mucho más alto.

En el gráfico anterior puede verse la evolución de los diferenciales de crédito. Por

ejemplo, un bono emitido por una empresa en dólares con un vencimiento a 10 años y con un *rating* AAA tiene que pagar 123 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) más que el mismo plazo en el mercado interbancario. Es decir, como el tipo a 10 años en el mercado interbancario en Estados Unidos es del 4,71%, un bono privado en dólares consigue financiación, pero debe ofrecer una rentabilidad de 5,94% (4,71% + 1,23%).

En cambio, un bono emitido por una empresa en euros a 10 años con un *rating* de BBB tiene que pagar 111 puntos básicos más que el mismo plazo en el mercado interbancario de la eurozona, es decir, un 5,81%. Pero lo importante es la evolución del diferencial que se exige al sector privado para financiarse que, como puede observarse, ha aumentado de forma considerable, indicando un precio más caro

del riesgo, es decir, una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores.

Aumenta la volatilidad en el mercado de divisas

En el mercado de divisas se ha frenado la tendencia de depreciación del dólar contra el euro. Si el 26 de noviembre el euro alcanzaba un máximo histórico de 1,4873 contra el *billete verde*, el dólar ha logrado recuperar terreno, y durante el último mes se ha revalorizado un 3,3% con respecto al euro, hasta cotizar un 1,437. Las noticias sobre inflación, algo peor de lo previsto en Estados Unidos, unidas a las buenas noticias sobre el ritmo de gasto del consumidor norteamericano en la campaña de Navidad implican que los inversores han cotizado una menor probabilidad de que la Fed baje el tipo de interés en los próximos meses.

El dólar frena la tendencia de depreciación contra el euro.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-12-2007

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2006	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	113,5	4,5	-4,9	-4,3
Libra esterlina	0,504	4,0	-1,3	-1,2
Franco suizo	1,155	4,6	-5,5	-5,3
Dólar canadiense	0,997	1,0	-17,0	-15,9
Peso mexicano	10,820	-1,6	0,0	-0,4
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,437	-3,3	8,9	9,1
Yen japonés	163,1	1,2	3,8	4,6
Franco suizo	1,661	1,5	3,2	3,6
Libra esterlina	0,724	0,6	7,4	7,8
Corona sueca	9,448	1,4	4,5	5,4
Corona danesa	7,462	0,1	0,1	0,1
Zloty polaco	3,619	-1,9	-5,6	-5,2
Corona checa	26,45	-1,3	-3,8	-4,2
Forint húngaro	254,0	-1,2	1,1	0,7

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

FUENTE: Bloomberg.

Por otra parte, hay otros dos elementos que han ayudado a la recuperación del dólar. El primero, el citado *currency swap* entre la Fed y el BCE, que ha aportado dólares a unos bancos europeos hambrientos por disponer de la divisa del otro lado del Atlántico. Además, varios fondos de inversión soberanos asiáticos junto con inversores de Medio Oriente han comprado acciones de diferentes bancos de Estados

Unidos, que han necesitado recapitalizarse ante las pérdidas por la crisis hipotecaria.

También el yen japonés se ha debilitado contra el dólar, tras las noticias de deterioro de las expectativas económicas sobre la economía nipona y tras el fuerte recorte de las estimaciones de crecimiento para Japón realizadas por el gobierno y el Banco de Japón.

Mercado de divisas: ¿todo lo que sube, baja?

El año que cerramos será recordado por el desplome de la moneda estadounidense, que ha marcado mínimos históricos con respecto a las principales divisas mundiales. Con respecto al euro, el dólar ha perdido desde 2001 un 60% de su valor, y tras romper varias barreras mínimas, rozó una cotización de 1,50 dólares por euro a finales de noviembre. En términos de la antigua moneda española, el dólar se ha cotizado a un tipo de cambio equivalente de 112 pesetas por dólar, valor no visto desde principios de 1993; con respecto a la libra esterlina, el dólar se ha cotizado a niveles de «dos por uno» inéditos desde principios de los ochenta. Por otro lado, el yen japonés también se ha mantenido débil, pero, tal como explicaremos, por motivos distintos a los del dólar.

En este recuadro discutimos cuáles son las perspectivas para los tipos de cambio de las principales monedas. Dada la fortaleza relativa de algunas divisas en términos históricos (o debilidad, según el caso), cabe preguntarse si se va a aplicar la máxima de que «todo lo que sube, baja», para el caso del euro y la libra esterlina, y si, por otro lado, «todo lo que baja, sube» para el caso del dólar estadounidense y el yen. Examinaremos las perspectivas de las principales divisas a partir de los mercados de bienes (balanza comercial) y de activos (evolución de tipos de interés), y también comentaremos el papel que jugarán en el mecanismo de ajuste los tipos de cambio de algunos mercados emergentes, en especial China.

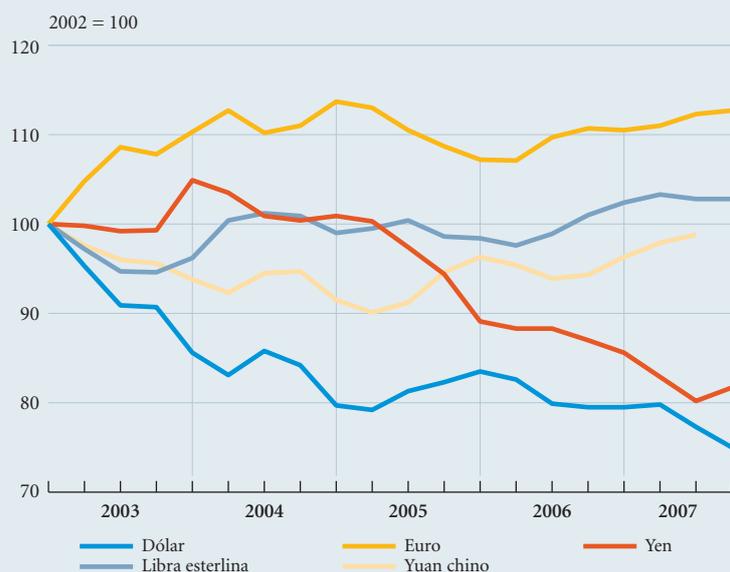
Para obtener una mejor perspectiva de la evolución de las principales monedas, en el gráfico siguiente presentamos la evolución del tipo de cambio real efectivo de las mismas. Para cada divisa, este indicador representa una media ponderada de los tipos de cambio bilaterales de una moneda con respecto a sus principales socios comerciales, y tiene en cuenta el diferencial de inflación entre países.⁽¹⁾ Como puede verse, el yen y el dólar han perdido valor, el euro ha ganado valor, y el yuan y la libra esterlina tienen un valor parecido al que tenían en 2003.

La debilidad del dólar puede atribuirse a dos factores principales, uno de carácter estructural y otro de carácter más coyuntural. Empecemos por el factor estructural: el famoso déficit comercial de los Estados Unidos. Dicho déficit llegó a alcanzar el 6,2% del PIB a finales de 2005, y ya se dijo entonces que parte del mecanismo de ajuste tenía que venir por una depreciación del dólar: al encarecer las importaciones y abaratar las exportaciones, una pérdida de valor del *billete verde* debería dar un impulso positivo a la balanza comercial. Es por ello que el déficit comercial norteamericano se ha reducido al 5% del PIB hoy en día. De hecho, si durante este periodo no

(1) Un aumento del tipo de cambio real, es decir una apreciación real, puede ser consecuencia de un aumento del tipo de cambio nominal o de una inflación mayor respecto a los otros países.

GANADORES Y PERDEDORES EN LA CARRERA DE LAS DIVISAS

Tipo de cambio real efectivo



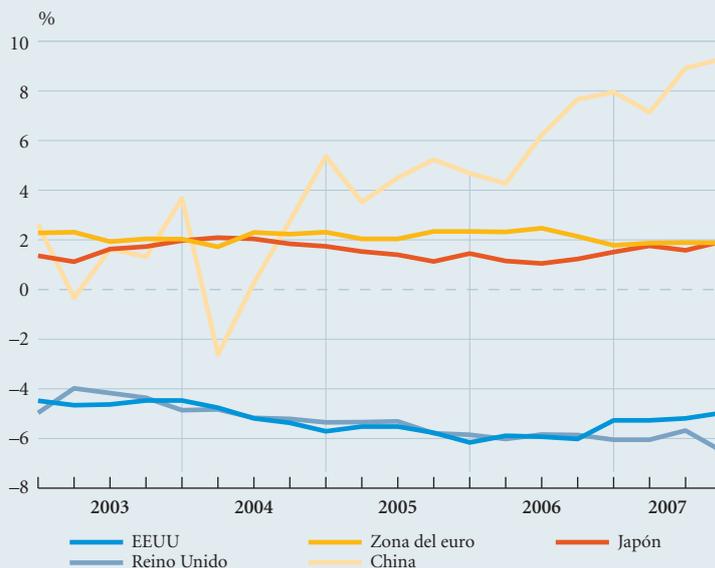
NOTA: Subida del tipo de cambio real efectivo significa apreciación.
FUENTES: Thomson Financial Datastream, OCDE y autoridades nacionales.

hubiese aumentado el precio del petróleo, materia prima de la que los Estados Unidos son un gran importador, la reducción del déficit comercial hubiese sido alrededor de un 0,5% del PIB mayor. El segundo factor para explicar la debilidad del dólar es más coyuntural y depende del ciclo económico actual: si la Reserva Federal recorta tipos más que otros bancos centrales (como el BCE) durante 2008 para contrarrestar los efectos de la crisis inmobiliaria e hipotecaria, como así anticipan los mercados financieros, entonces es probable que el dólar, a corto plazo, siga débil. Otro factor que podría jugar en contra del dólar es la creciente presencia del euro como divisa reserva en los bancos centrales de los países emergentes. El dólar es la divisa reserva hegemónica con claridad: representa el 65% del total de reservas en moneda extranjera, frente al 25% del euro. Sin embargo, es de esperar que los países emergentes diversifiquen más su cartera de divisas, más aún si la debilidad del dólar se percibe como duradera. De hecho, el mero anuncio de la intención de diversificar la cartera de divisas por parte de algunos bancos centrales de países exportadores de petróleo ya ha causado leves depreciaciones del dólar.

Por tanto, si el dólar se tiene que depreciar, ¿contra qué divisas debería hacerlo, y qué implicaciones tiene para el tipo de cambio del euro? Tal como mostramos en el siguiente gráfico, una de las claves es China. El creciente superávit comercial del gigante emergente asiático, que ya llega al 9% del PIB, es sintomático de que el yuan está fuertemente infravalorado. A pesar de que las autoridades chinas abandonaron el sistema de tipo de cambio fijo con el dólar, de momento el tipo de cambio bilateral sólo se ha apreciado tímidamente, 11% en dos años (de 8,28 yuan por dólar en 2005 a 7,37 yuan por dólar a finales de 2007). Los signos de sobrecalentamiento que muestra la economía china, con una inflación en el 6% y subiendo, y un crecimiento real por encima del 10%, sugieren que no puede seguir importando la política monetaria norteamericana (a través de un tipo de cambio excesivamente rígido) y tiene que dejar apreciar su moneda mucho más de lo que ha hecho hasta ahora. Ello, sin duda, aliviaría la presión sobre otros tipos de cambio bilaterales, como el del euro/dólar.

DESEQUILIBRIOS PERSISTENTES EN LAS BALANZAS COMERCIALES

Balanza comercial en porcentaje del PIB



FUENTES: Thomson Financial Datastream y autoridades nacionales.

Como puede verse en el gráfico anterior, Japón y la zona del euro tienen una balanza comercial que fluctúa alrededor de un superávit 1% del PIB. ¿Por qué se ha debilitado el yen frente al euro si la posición externa de ambas zonas económicas es similar? El yen ha sido víctima de los bajos tipos de interés en Japón, que han propiciado la aparición del fenómeno conocido como *carry trade*. Cuando el diferencial de tipos de interés entre dos países es alto, los inversores se endeudan en la moneda con tipo de interés bajo (el yen) e invierten en activos denominados en monedas con tipos de interés más altos, en un entorno de baja volatilidad y escasa percepción del riesgo. Por tanto, inicialmente, el yen se deprecia al vender los inversores la moneda nipona y comprar otras divisas donde realizar sus inversiones. Cuando vencen los plazos de las inversiones, en teoría se deberían deshacer las posiciones en los mercados de divisas y volver al tipo de cambio inicial. Pero si los diferenciales de tipos de interés persisten, los inversores vuelven a realizar la misma operación de venta de yenes contra otras monedas masivamente, deprimiendo aún más el valor del yen. Obviamente, la operación conlleva un riesgo de tipo de cambio, pero compensa si el diferencial de rendimientos es alto, como ha sido el caso recientemente. Por tanto, el yen se ha depreciado en los últimos dos años debido a este fenómeno, pero a medida que los tipos de interés suban en Japón y bajen o se mantengan en otros países, es de esperar que los incentivos al *carry trade* no compensen su posible riesgo, y por tanto que el yen se aprecie, al no realizarse ventas masivas.

En definitiva, en cuanto a predecir tipos de cambio se refiere, la máxima de que «todo lo que sube, baja» suele ser cierta a largo plazo, y por tanto podríamos decir que el dólar y el yen podrían estar infravalorados, mientras que el yuan chino es la divisa que parece más claramente infravalorada. El euro parece ligeramente sobrevalorado, y su apreciación respecto al dólar se deriva más bien de la fase bajista del ciclo económico en los Estados Unidos y de la falta de flexibilidad en el tipo de cambio yuan/dólar. Si estos factores se corrigen, habría esperar una ligera depreciación del euro a largo plazo. Sin embargo, la inherente volatilidad de los mercados financieros, la posición cíclica de cada economía, y la presencia de grandes jugadores cuyos tipos de cambio no son totalmente flexibles pueden hacer que el retorno al valor de largo plazo no esté exento de sorpresas.

Año discreto en las bolsas de los países desarrollados

Al llegar al final de año debe examinarse la rentabilidad obtenida en las inversiones en renta variable. Las bolsas de los países desarrollados han tenido un comportamiento en general discreto con alguna excepción, como el índice de la bolsa alemán, que registra una variación acumulada del orden del 20%. Las bolsas norteamericanas han alcanzado en general rentabilidades inferiores al 10%.

Por su parte, el IBEX 35 se acerca al final del año con una plusvalía latente acumulada del 8%. Un resultado que, teniendo en cuenta las turbulencias actuales y su repercusión sobre la cotización de compañías relacionadas con los sectores de construcción, inmobiliario y bancario,

supone un muy buen comportamiento del índice de bolsa español.

El peor movimiento entre las bolsas más importantes ha sido el de la japonesa. El índice Nikkei ha sufrido mucho más el impacto de la inestabilidad financiera y muestra una rentabilidad acumulada negativa del 11,4%. En cambio, en general las bolsas de los países emergentes se han beneficiado de un ciclo de subida de precios de las materias primas para aquellos países que son eminentemente exportadores de materias primas, y de un fuerte crecimiento mundial para aquellas plataformas logísticas de producción industrial mundial, como son India y China.

En la evolución anual de las bolsas de los países desarrollados hay un antes y un después a partir del estallido de la crisis

Las bolsas de los países desarrollados, excepto Japón, acaban el año con un resultado positivo pero, en general, discreto.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

21-12-2007

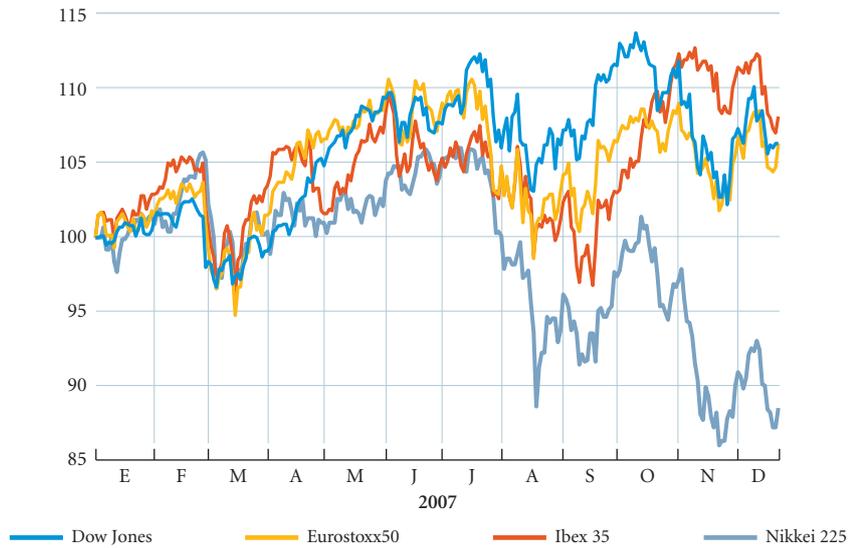
	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	13.245,6	3,5	6,3	6,6
<i>Standard & Poor's</i>	1.460,1	3,1	2,9	2,9
<i>Nasdaq</i>	2.640,9	3,1	9,3	9,3
Tokio	15.257,0	2,8	-11,4	-10,5
Londres	6.433,1	6,0	3,4	4,0
Zona del euro	4.379,7	4,4	6,3	6,5
<i>Francfort</i>	7.980,0	6,1	21,0	21,4
<i>París</i>	5.586,1	3,8	0,8	1,4
<i>Amsterdam</i>	512,5	6,0	3,5	3,6
<i>Milán</i>	38.231,0	2,3	-7,7	-7,4
<i>Madrid</i>	15.292,9	-0,5	8,1	8,1
Zurich	8.458,5	4,1	-3,7	-3,6
Hong Kong	27.626,9	3,8	38,4	43,7
Buenos Aires	2.140,3	-3,4	2,4	4,2
São Paulo	62.846,0	3,7	41,3	44,9

NOTA: (*) Nueva York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq Composite; Tokio: Nikkei 225; Zona euro: DJ Euro Stoxx 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.

PROGRESA ADECUADAMENTE PERO DEBE MEJORAR

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



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

El año 2008 plantea varios desafíos para la renta variable.

hipotecaria *subprime* de Estados Unidos. El desafío será el año 2008, cuando debe valorarse el impacto de las restricciones crediticias sobre la economía real y traducirse en un menor crecimiento en algunas áreas del mundo. Las turbulencias han afectado a las cuentas de resultados em-

presariales del sector financiero e inmobiliario, pero sin contagiar al resto de sectores económicos con tanta intensidad. ¿Es esta situación sostenible? La clave estará en una pronta resolución de los actuales desequilibrios.

Actividad económica

Suave ralentización económica

En la recta final del ejercicio la economía continúa pulsando con fuerza, aunque existen signos de ligera desaceleración. El consumo mantiene un considerable impulso en general mientras que la inversión pierde impulso. Los sectores económicos muestran dinamismo, si bien menos marcado en la construcción.

Los datos de la encuesta de la Central de Balances Trimestral del Banco de España constituyen un buen termómetro para medir la temperatura de la actividad. Según los resultados correspondientes al tercer trimestre de 2007 la salud económica de las empresas es buena, aunque se aprecian señales de moderación. En el periodo enero-septiembre de 2007, el valor añadido bruto generado por las empresas no fi-

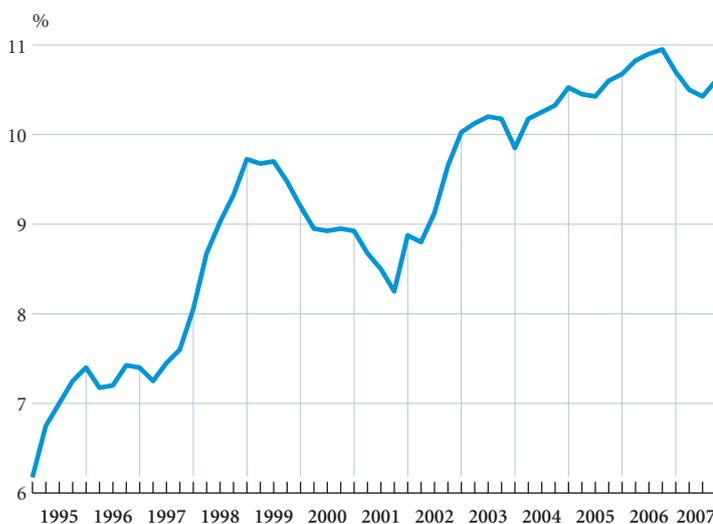
nancieras, que se obtiene deduciendo los consumos intermedios al valor de la producción, se elevó el 5,4% en relación con el mismo periodo del año anterior, 2,1 puntos menos que un año antes. La desaceleración económica fue más marcada en algunas ramas como el comercio, a consecuencia de una cierta pérdida de tono del consumo.

Los gastos de personal de las empresas de la muestra se incrementaron el 4,3% en relación con el mismo periodo de 2006, 1,2 puntos menos que un año antes. Esta evolución se debió a una creación de ocupación un poco menor en los meses de 2007, ya que los salarios crecieron a un ritmo similar. De esta forma, el resultado económico bruto de la explotación se elevó el 6,2% con relación al mismo periodo de un año antes, expansión notable, si

La salud económica de las empresas sigue siendo buena.

EL RENDIMIENTO EMPRESARIAL SE SITÚA EN UN NIVEL ALTO

Rentabilidad ordinaria de los recursos propios, media móvil de cuatro trimestres



FUENTE: Banco de España y elaboración propia.

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual

	2006	Trimestres I a III	
		2006	2007
Valor de la producción	10,0	12,5	4,3
Consumos intermedios	11,1	15,2	3,8
Valor añadido bruto (VAB)	7,4	7,5	5,4
Gastos de personal	6,6	5,5	4,3
Resultado económico bruto de explotación	8,3	9,1	6,2
Ingresos financieros	27,6	21,0	18,6
Gastos financieros	35,8	34,1	35,8
Amortizaciones y provisiones	7,3	1,9	-0,2
Resultado ordinario neto	7,9	10,0	4,5
Plusvalías e ingresos extraordinarios	70,8	31,4	-13,3
Minusvalías y gastos extraordinarios	-28,0	-39,8	7,4
Provisiones e impuestos	76,0	130,9	-15,0
Resultado neto	39,8	11,5	3,0

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

Las elevadas rentabilidades empresariales sostienen el crecimiento de la inversión y el empleo.

bien resultó inferior en 2,9 puntos porcentuales al año precedente.

Los ingresos financieros de las sociedades aumentaron el 18,6% a consecuencia de unos mayores intereses recibidos. Sin embargo, todavía superior fue el incremento de los gastos financieros, debido a un mayor endeudamiento contraído por las empresas para hacer frente a sus planes de expansión y a la subida de los tipos de interés. Así, el resultado ordinario neto una vez restado el saldo financiero y las amortizaciones y provisiones de explotación ascendió el 4,5% respecto a doce meses antes, que también refleja una ralentización.

En los primeros trimestres de 2007 las plusvalías e ingresos extraordinarios disminuyeron con relación al año anterior. Esto explica que el resultado neto sólo registrase un crecimiento anual del 3,0%.

De hecho, la rentabilidad de las empresas muestra unos niveles notablemente elevados. El rendimiento ordinario del activo

neto se situó en el 7,9%, en el mismo nivel que en el mismo periodo de 2006. La rentabilidad ordinaria de los recursos propios resultó superior, de un robusto 11,3%, ya que el coste financiero se colocaba 3,5 puntos por debajo del rendimiento ordinario del activo neto. Las elevadas rentabilidades empresariales sostienen el crecimiento de la inversión y el empleo.

Volviendo a la situación coyuntural, los primeros indicadores referentes al cuarto trimestre muestran todavía un impulso económico, con algunas excepciones. Así, el consumo de electricidad, corregido de laboralidad y temperatura, aumentó el 7,2% en noviembre en relación con el mismo mes del año anterior.

El consumo parece seguir tirando razonablemente, sobre todo en los servicios. En los bienes de consumo duradero, en cambio, se observa una desaceleración, hasta el punto de que en el mes de noviembre las ventas de automóviles cayeron el 5,9% en relación con el mismo mes del año anterior, afectadas por el alza de

El consumo de bienes duraderos se desacelera.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006		2007		III	Octubre	Noviembre
			III	IV	I	II			
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	0,9	2,3	1,9	4,3	4,8	2,1	1,0	0,6	...
Importación de bienes de consumo (**)	7,9	8,9	2,4	7,6	-1,1	5,6	8,4	...	...
Matriculaciones de automóviles	2,1	-0,9	-4,1	1,8	-0,7	-2,4	-2,9	3,4	-5,9
Crédito al consumo de bienes duraderos	15,0	14,5	13,2	12,0	13,8	9,6	6,9	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-10,8	-12,3	-13,7	-10,3	-10,7	-12,7	-12,3	-16,0	-17,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-0,1	8,4	7,9	11,2	8,9	5,3	6,2	7,4	...
Importación de bienes de equipo (**)	20,4	3,2	6,5	3,4	20,1	11,0	-0,6	...	...
Matriculación de vehículos industriales	13,2	1,5	0,5	-1,0	1,7	-2,2	-3,0	4,1	-7,8
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	6,0	9,0	8,9	9,3	6,4	7,7	7,6	...	...
Exportaciones	0,2	5,6	1,7	4,7	3,0	2,8	6,7	...	...

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

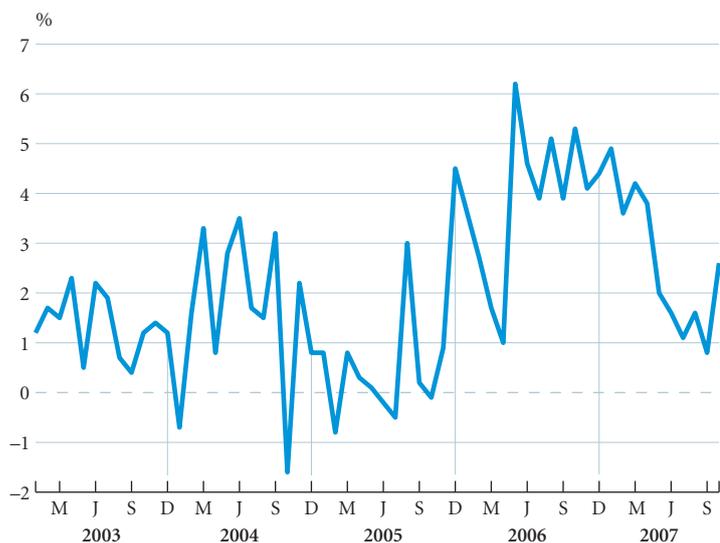
(**) En volumen.

(***) 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.

LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DA UNA SORPRESA POSITIVA EN OCTUBRE

Variación interanual del índice de producción industrial



NOTA: Serie corregida de diferencias de calendario.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Fuerte avance de la producción de bienes de equipo.

los tipos de interés. Tampoco la confianza de los consumidores está muy boyante, habiendo caído en noviembre al punto más bajo de los últimos años.

Por su parte, la inversión tiende a ralentizarse, principalmente en bienes de equipo. La producción de este componente se elevó el 7,4% en octubre con relación al mismo mes de 2006. Las ventas de vehículos industriales y las importaciones de equipo, en cambio, muestran una senda de ralentización. El consumo de cemento, indicador adelantado de la inversión en construcción, anotó un aumento interanual del 5,2% en octubre, si bien el dato de noviembre mostró una ligera caída.

Desde el lado de la oferta, el índice de producción industrial proporcionó una sorpresa positiva en octubre al crecer el 2,6% en relación con el mismo mes de 2006, más de lo que se esperaba, aunque menos que doce meses antes. La confianza empresarial experimentó una cierta mejora en noviembre respecto a un bajo nivel en octubre. Por otro lado, la utilización de la capacidad productiva bajó un poco, pero se mantenía en cotas elevadas. Las perspectivas industriales son razonablemente buenas, a juzgar por la subida del 10,5% del índice general de entradas de pedidos en la industria en octubre, superior a la media del 5,4% de los diez primeros meses del año.

Mejoran las perspectivas industriales.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006		2007				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	3,5	3,8	6,0	3,8	5,2	4,4	2,0	3,5	7,2
Índice de producción industrial (2)	0,7	3,9	4,2	4,6	4,2	2,4	1,1	2,6	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-4,8	-2,7	-2,3	-0,3	2,3	1,2	-0,7	-6,0	-1,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,2	80,5	80,3	81,6	80,6	81,3	82,1	-	81,1
Importación bienes interm. no energ. (5)	1,6	10,5	13,8	12,1	8,1	8,2	8,7	...	...
Construcción									
Consumo de cemento	7,3	8,5	5,7	8,5	5,5	-1,0	-1,4	5,2	-1,8
Indicador de confianza en la construcción (3)	22,4	14,2	14,7	15,0	10,7	15,7	12,0	8,0	-6,0
Viviendas (visados obra nueva)	6,2	18,6	50,5	0,2	8,0	-15,0	-50,7	...	...
Licitación oficial	18,5	31,3	19,1	55,0	13,3	-2,1	-29,6	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	4,4	5,0	5,9	5,2	6,2	4,5	4,2	6,6	...
Turistas extranjeros	6,6	3,8	1,8	2,3	5,3	0,1	2,3	0,0	...
Ingresos turismo	6,0	5,6	4,9	3,1	5,8	2,0	3,2	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,2	-1,2	-3,3	-6,4	-4,1	-6,5	-1,4	-0,6	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,2	6,8	4,7	7,2	9,5	7,1	10,5	8,3	10,2
Consumo de gasóleo automoción	5,1	5,4	3,9	4,9	5,8	3,3	6,6	...	...

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.

En cuanto a la construcción, mantiene un notable ritmo de actividad dentro de una tónica de ralentización. Esta tendencia tenderá a acentuarse en el subsector residencial, a juzgar por la caída de un indicador adelantado como son los visados de obra nueva de viviendas, aunque está influida por el efecto del código técnico de edificación, que en su día provocó un avance de las solicitudes previendo mayores costes futuros a consecuencia de una normativa más estricta. En este marco, el indicador de confianza en la construcción siguió deteriorándose. A ello contribuye el enfriamiento del mercado inmobiliario. Según datos del Colegio de Registradores de la Propiedad, las transacciones de viviendas se redujeron en un 16,0% en el tercer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior.

Los servicios progresan apreciablemente. Su cifra de negocios subió el 9,3% en octubre con relación al mismo mes de 2006. Las ventas del comercio minorista mos-

traron el mantenimiento de un moderado crecimiento al principio del cuarto trimestre. El tráfico aéreo de pasajeros avanzaba a un fuerte ritmo anual en los primeros meses del último trimestre. Por lo referente al turismo, en octubre las pernoctaciones en establecimientos hoteleros aumentaron un 0,7% con relación al mismo mes de 2006, en la línea de una temporada mediocre.

En resumen, la actividad económica mantiene un notable impulso, con lo que el crecimiento anual en 2007 se colocará cerca del 3,8%. No obstante, muestra señales de desaceleración y existen riesgos a la baja derivados de las turbulencias en los mercados financieros internacionales, lo que propicia unas condiciones de financiación menos favorables. En esta tesitura, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico recientemente ha rebajado sus previsiones de crecimiento de la economía española para 2008 hasta el 2,5% y hasta el 2,4% en 2009.

Los servicios progresan apreciablemente.

La OCDE rebaja la previsión de crecimiento económico para 2008 hasta el 2,5%.

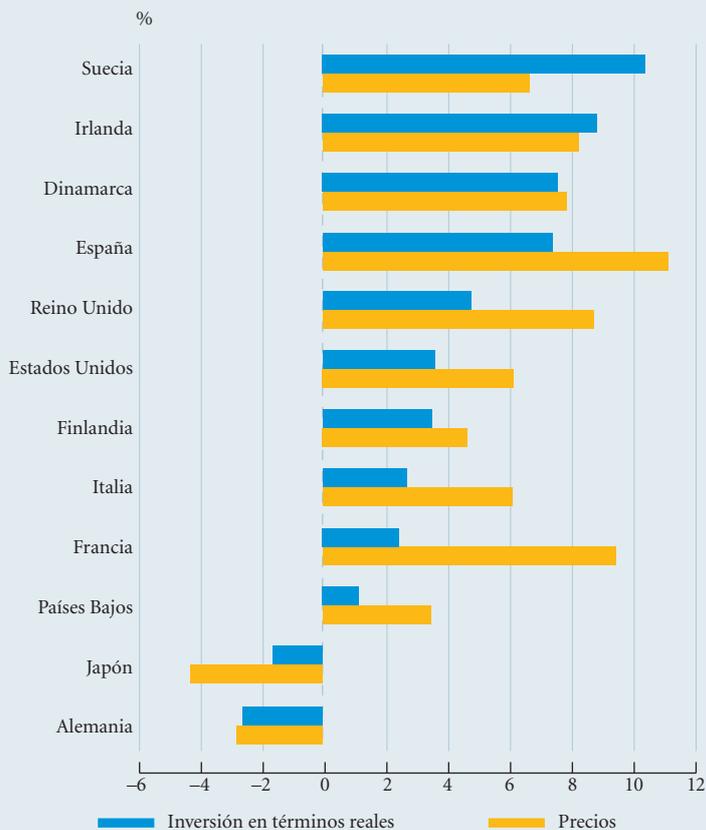
La vivienda se enfría

El sector inmobiliario se enfría en la mayor parte de los países desarrollados... y no como consecuencia del cambio climático. En casi todos los estados miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la inversión está desacelerándose y los precios se frenan. Se trata de un cambio de ciclo sobrevenido antes de que las turbulencias de los mercados financieros desatadas este verano se hicieran sentir en los mercados de crédito. Unas turbulencias que no contribuyen, precisamente, a paliar el bajón de las expectativas del sector. Aunque la desaceleración del sector se percibe en muchos países, en 2007 sólo Estados Unidos e Irlanda sufrieron un descenso de la inversión en vivienda y una caída en los precios reales. También en Japón y Alemania el sector presenta un tono recesivo, si bien en estos casos la diferencia está en que son países que no han atravesado una etapa de expansión prolongada.

Este cambio de ciclo se produce tras un dilatado periodo en que la actividad inmobiliaria ha experimentado una notable expansión de forma simultánea en un gran número de países. Es por este motivo que la primera causa que explica la ralentización de la vivienda es el propio agotamiento del ciclo alcista en una actividad que se caracteriza, precisamente, por sufrir oscilaciones notablemente elevadas. Al mismo tiempo, los precios han experimentado alzas notables, alcanzando máximos históricos, tanto en niveles absolutos como en relación con la renta de las familias.

LARGA FASE EXPANSIVA EN LA INVERSIÓN RESIDENCIAL

Años 2000 a 2006, variación anual media



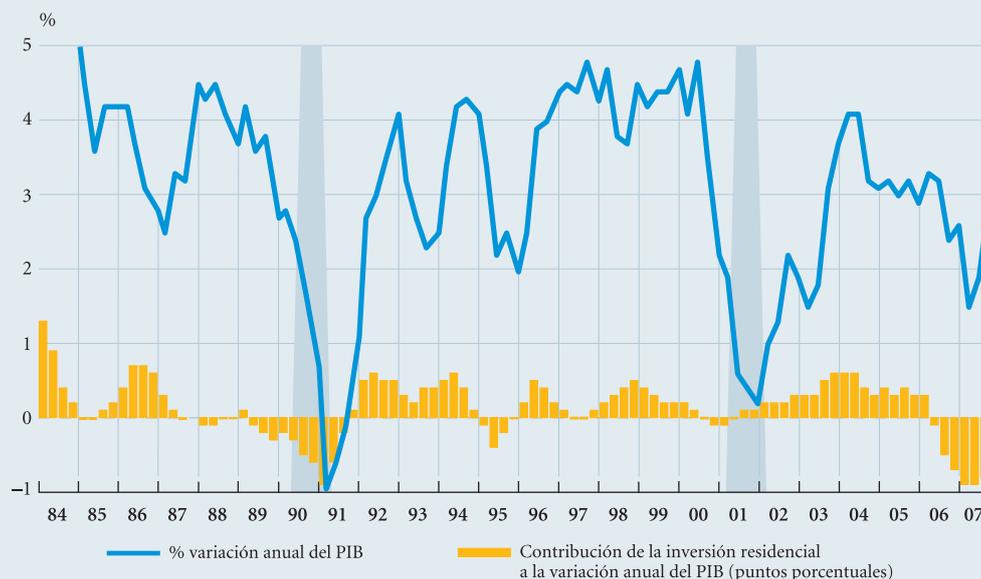
FUENTES: AMECO, OCDE y elaboración propia.

Donde el bache de la vivienda se hace más patente es en Estados Unidos, puesto que la contracción del sector, iniciada a principios de 2006, no ha hecho más que agravarse desde entonces y las perspectivas son más bien pesimistas. La crisis inmobiliaria estadounidense se agravó a partir de agosto, al aflorar el fenómeno de las hipotecas *subprime*, de manera que lleva camino de ser una de las más intensas de la historia reciente. Contrariamente a lo que ha venido siendo habitual en las crisis inmobiliarias de Estados Unidos, en esta ocasión, la pérdida de riqueza inmobiliaria no ha impactado por el momento de una manera significativa sobre el consumo privado y por este motivo no ha conllevado una desaceleración más pronunciada de la economía.

En Irlanda, la construcción de viviendas ha entrado también en una fase recesiva. Tras más de diez años de expansión, a rebufo de una extraordinaria evolución de la economía y de un flujo inmigratorio elevado, la construcción residencial ha llegado a superar el 10% del producto interior bruto, el nivel más elevado de la OCDE. Sin embargo, a partir de mediados de 2006, el frenazo en la actividad y en las transacciones se hizo evidente, al tiempo que los precios empezaron a descender, unas tendencias que se van a mantener en los próximos trimestres.

Otras economías, entre las que se incluye la española, están empezando a sentir los efectos del agotamiento del ciclo de la construcción. ¿Hasta qué punto el retroceso puede ser importante? En primer lugar, ello dependerá

EL PIB DE ESTADOS UNIDOS RESISTE



NOTA: Las áreas tramadas corresponden a recesiones.

FUENTES: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research y elaboración propia.

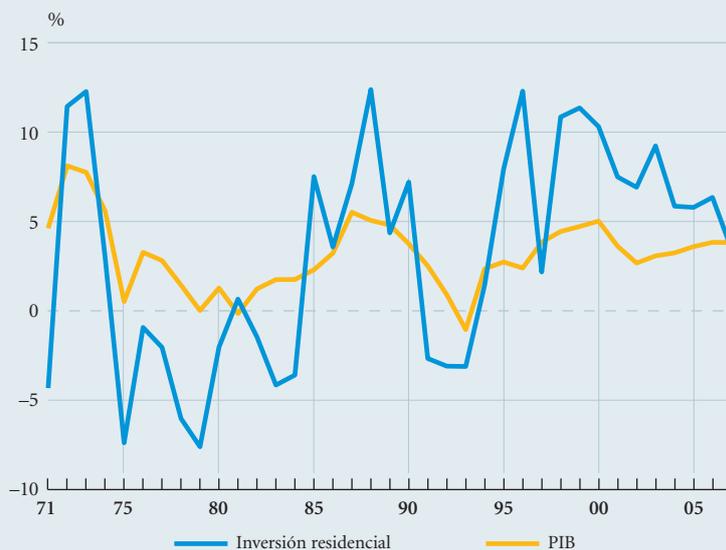
de la intensidad del último ciclo expansivo en cada país, puesto que puede esperarse que si la expansión ha sido muy elevada, el frenazo puede ser mayor. Pero la cuestión más relevante es si la subida, cualquiera que haya sido su magnitud, ha respondido a fundamentos económicos o si han intervenido factores de carácter más especulativo. En definitiva, si la expansión es el resultado de cambios en los fundamentos económicos, la fase de desaceleración dependerá de si éstos persisten o no.

Estos fundamentos pueden ser de tres tipos. En primer lugar, aquéllos derivados de las condiciones financieras: nivel y volatilidad de los tipos de interés, desarrollo de los productos de crédito hipotecario, innovación y competencia en el mercado bancario, etc. En segundo lugar, la situación económica determina en gran medida la demanda de inversión en viviendas, que es el gasto de inversión más importante que efectúan las familias, de manera que el crecimiento de las rentas de los hogares, la tasa de paro o las expectativas de crecimiento salarial o de empleo serán determinantes en este sentido. En tercer lugar, la demografía constituye un elemento básico en la demanda de viviendas tanto en lo que se refiere al crecimiento natural de la población o a los movimientos migratorios como a cambios sociales como la tasa de divorcios o la emancipación de los jóvenes.

Debido a esta variedad de factores, la evolución de la inversión residencial en 2008 puede ser muy diversa según países. El factor común, sin embargo, será la contracción crediticia derivada de la crisis *subprime* estadounidense. La inquietud causada por la dispersión del riesgo de estos activos ha generado una cierta convulsión en determinados segmentos del mercado crediticio y lo que en un principio parecía un problema que se resolvería en un plazo breve se ha convertido en una tormenta financiera que afecta a muchos países, reduciendo la liquidez de los mercados financieros y afectando al normal desenvolvimiento de las operaciones en estos mercados. Además, la crisis hipotecaria estadounidense ha deteriorado los índices de confianza no sólo de Estados Unidos sino de otros muchos países desarrollados. Por tanto, el menor dinamismo del crédito es un factor que no va a favorecer la actividad inmobiliaria, puesto que la misma se apoya en buena medida en la facilidad para acceder al crédito.

EL LARGO CICLO SE AGOTA

Variación anual



FUENTES: AMECO y elaboración propia.

En el caso de España, a lo largo de los últimos trece años la construcción de viviendas ha atravesado una excepcional fase expansiva, tanto en volumen de edificación como en precios. Como puede observarse en el gráfico anterior, la duración de la misma supera la registrada entre mediados de los ochenta y principios de los noventa. La conjunción de una serie de factores explica este singular periodo. Desde la perspectiva financiera, el descenso de los tipos de interés registrado desde el momento en que se anticipó la futura integración del sistema monetario español en el euro fue un factor determinante en la disposición de las familias a endeudarse para comprar una residencia, un activo incentivado fiscalmente y que ha constituido la forma tradicional de ahorro del país. La excelente marcha de la economía, plasmada en un histórico avance de las cifras de empleo, ha significado un importante progreso de la renta de las familias españolas, que han aumentado así su capacidad para asumir un mayor volumen de deuda. Por si esto no fuera suficiente, la ola de inmigración de los últimos años ha sumado un importante volumen de demanda de viviendas, tanto urbanas, por parte de inmigrantes que encuentran empleo, como en zonas de segunda residencia, por europeos que deciden pasar sus años de jubilación en la península.

Las perspectivas del sector inmobiliario, como ya se ha apuntado, son en general de desaceleración, en parte debida a un cierto agotamiento de los factores que propiciaron la expansión anterior y a las turbulencias financieras desencadenadas a raíz de la crisis *subprime*. Las consecuencias sobre el crecimiento general de la economía se harán notar, puesto que además de sus efectos directos la actividad inmobiliaria tiene importantes efectos de arrastre sobre otros factores de la economía. Estimaciones de la OCDE apuntan a que los países más afectados pueden ser Irlanda y Dinamarca, mientras que otros, entre los cuales se encuentra España, van a ver ligeramente reducido el peso de la inversión residencial sobre el PIB. En cuanto a los precios, la experiencia reciente de países como el Reino Unido, Australia, Finlandia, e incluso Estados Unidos, muestran que las correcciones no tienen por qué ser elevadas, especialmente si no se produce un incremento sensible de los tipos de interés.

Mercado de trabajo

Sostenida creación de empleo, pero a un ritmo inferior al de 2006

El mercado laboral mantiene su tónica de ralentización, si bien la creación de empleo se mantiene a un ritmo notable. Así, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social se elevó el 2,3% en noviembre en relación con el mismo mes del año anterior, tasa inferior en una décima a la registrada en octubre y sensiblemente inferior a la de 2006. Sin embargo, analizando la tendencia se observa que en los últimos meses se mantiene un ritmo de creación de ocupación ligeramente superior al 2% en términos anualizados.

El número de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en 93.426 personas en noviembre hasta 19.325.697 al final del mes, pero se trató de un efecto estacional. En los últimos doce meses el número total de afiliados se incrementó en 441.582 personas, de los cuales 284.159 eran españoles y 157.423 extranjeros. En el último año el número de afiliados españoles aumentó el 1,7% y los extranjeros el 8,4%.

Por géneros, las mujeres han continuado aumentando su participación en el total de la afiliación hasta suponer el 42,0% al final de noviembre, cuando en 1997 sólo representaban el 36,1%. Esta evolución

El ritmo anual de creación de ocupación se mantiene por encima del 2%, según la afiliación a la Seguridad Social.

Mayor aumento de la afiliación en el colectivo extranjero, pero también del paro.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006			2007		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Afiliados a la Seguridad Social								
Sectores de actividad	-0,5	0,0	0,2	2,2	2,7	2,5	2,6	2,4
<i>Industria</i>	8,6	8,7	6,8	6,1	4,4	2,3	1,4	0,5
<i>Construcción</i>	5,7	5,2	4,0	4,1	3,7	3,0	2,9	3,0
<i>Servicios</i>								
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	4,8	4,7	3,5	3,9	3,5	2,6	2,4	2,2
<i>No asalariados</i>	2,6	2,2	2,2	2,5	2,7	2,9	3,0	3,0
Total	4,4	4,3	3,3	3,6	3,3	2,7	2,5	2,3
Población ocupada (*)	5,6	4,1	3,6	3,4	3,4	3,1	-	-
Puestos de trabajo (**)	3,2	3,2	3,1	3,3	3,2	3,0	-	-
Contratos registrados (***)								
Indefinidos	8,7	41,1	76,8	25,8	15,6	-1,6	-2,7	-18,1
Temporales	4,6	4,7	0,5	2,6	-1,9	-0,5	6,3	-1,9
Total	5,0	7,9	7,3	5,3	-0,1	-0,7	5,1	-4,1

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

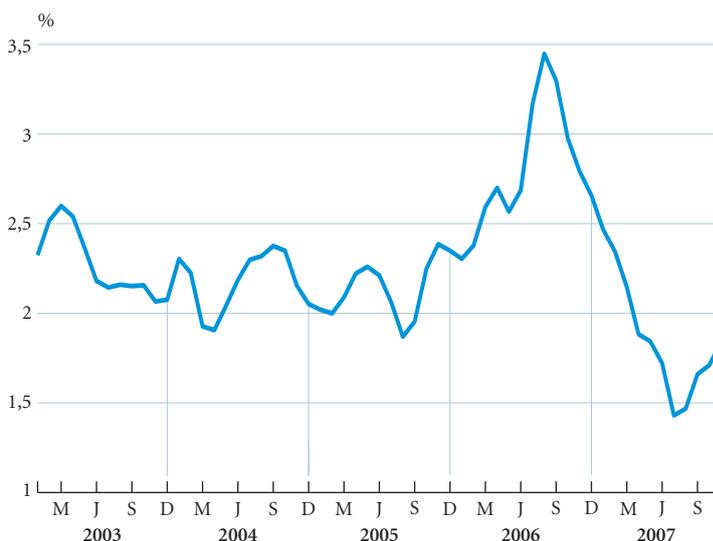
(**) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(***) En el INEM.

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

MODERADO CRECIMIENTO DE LOS AFILIADOS ESPAÑOLES A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación intermensual anualizada del número de españoles afiliados a la Seguridad Social (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.

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

Débil incremento de la ocupación en la industria.

se ha debido, lógicamente, a un mayor ritmo de la afiliación de las féminas, del 3,9% en los doce últimos meses, tasa que triplica la correspondiente a los varones.

Por sectores, el más dinámico es el de los servicios, cuyo nivel de afiliados a la Seguridad Social ascendió el 3,0% en los doce últimos meses e incluso con un avance superior en el último periodo. Las ramas de servicios que experimentaron un mayor crecimiento de la ocupación en los últimos doce meses fueron las actividades sanitarias y los servicios sociales, la educación y el servicio doméstico. La industria aumentó los afiliados el 2,4% en el último año, si bien el ritmo de crecimiento ha bajado por debajo del 1% en los dos últimos meses.

La creación de puestos de trabajo se concentra en las grandes y medianas empresas.

En cuanto a la construcción, la tasa de variación interanual cayó hasta el 0,5% en noviembre y, de hecho, en los dos últimos meses ha estado expulsando ocupación. El cambio de ciclo en este sector ha teni-

do otro efecto cualitativo. La pérdida de tono del sector ha motivado que numerosos trabajadores decidan convertirse en autónomos. Así, el número de autónomos de la construcción se ha elevado el 10,2% en los doce últimos meses, mientras que los afiliados al régimen general se redujeron el 2,0% en el mismo periodo.

El aumento del nivel de la afiliación ha permitido que las cuentas de la Seguridad Social ostenten un amplio superávit. Así, en los primeros diez meses de 2007 los ingresos por cotizaciones sociales se elevaron el 7,0% en relación con el mismo periodo del año anterior.

Por otro lado, el número total de contratos acordados durante el mes de noviembre resultó de 1.592.018, con un descenso del 4,1% con relación al mismo mes del año precedente. En los once primeros meses del ejercicio la contratación acumulada se elevó a 17.360.789, con un alza del 1,2% respecto a igual periodo de 2006. En

noviembre disminuyeron tanto los contratos indefinidos como los temporales, comparados con el mismo mes del año anterior.

Por otra parte, según datos de la encuesta trimestral de coyuntura laboral del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, que a diferencia de la encuesta de población activa se dirige a las empresas en vez de a las familias, en el tercer trimestre de 2007 la tasa de temporalidad del sector privado cayó hasta el 31,9%. Esta tasa supone un mínimo histórico de la serie y refleja los efectos de la reforma laboral. Esta encuesta permite desglosar el aumento anual de los efectivos laborales por tamaño del centro de trabajo. En los últimos doce meses hasta septiembre, los asalariados se elevaron el 9,8% en los centros de más de 250 trabajadores; del 4,5% en los de 51 a 250; en los 1 a 10 se incrementaron el 1,5% y en los de 11 a 50 un 0,9%. O sea, que la ocupación fue

más dinámica en las grandes y medianas empresas.

Ligero empeoramiento del paro registrado en noviembre

El número de personas registradas en las oficinas de los servicios públicos de empleo aumentó en 45.896 en noviembre hasta situarse en 2.094.473. Esta cifra supone un incremento interanual del 3,5%, 7 décimas más que en el mes anterior. Se trató de la mayor subida mensual en este mes desde 2003. De hecho, en los últimos meses el número de desempleados registrados está ascendiendo a un ritmo anual cercano al 4%.

Con relación a un año antes, en noviembre la construcción y la agricultura presentaban el mayor aumento relativo del paro registrado. El desempleo volvió a repuntar con fuerza en la construcción en

El paro registrado sube el 3,5% en noviembre en relación con el mismo mes del año anterior.

El número de desempleados se eleva en todas las comunidades autónomas en noviembre.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

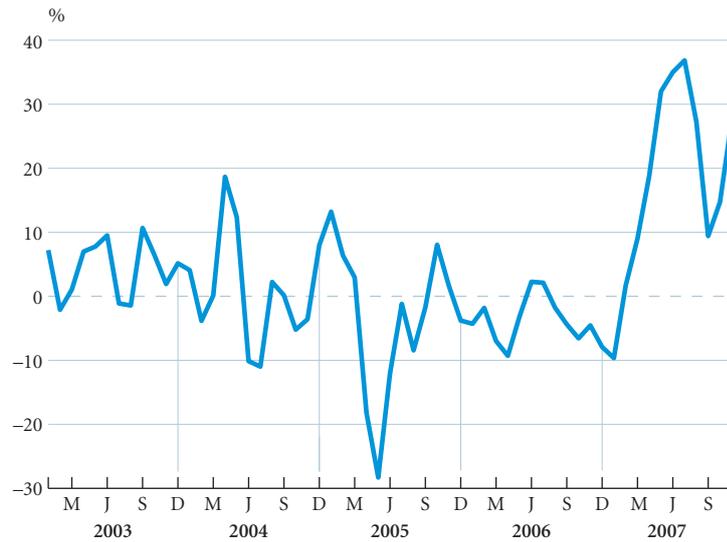
Noviembre 2007

	Parados	Variación sobre diciembre 2006		Variación sobre el mismo período del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	69.210	7.716	12,5	5.322	8,3	3,3
Industria	271.538	-10.610	-3,8	-3.979	-1,4	13,0
Construcción	251.565	14.794	6,2	34.819	16,1	12,0
Servicios	1.283.684	58.815	4,8	45.228	3,7	61,3
Primer empleo	218.476	885	0,4	-10.081	-4,4	10,4
Por sexos						
Hombres	834.047	29.773	3,7	56.985	7,3	39,8
Mujeres	1.260.426	41.827	3,4	14.324	1,1	60,2
Por edades						
Menores de 25 años	243.694	1.682	0,7	-11.886	-4,7	11,6
Resto de edades	1.850.779	69.918	3,9	83.195	4,7	88,4
TOTAL	2.094.473	71.600	3,5	71.309	3,5	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

EL PARO VUELVE A SUBIR BRUSCAMENTE EN LA CONSTRUCCIÓN

Variación intermensual anualizada del número de parados registrados en la construcción (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.

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

Los trabajadores aumentan el poder adquisitivo un 1,4% anual en el tercer trimestre.

el último mes, mientras que en la industria y en menor medida en los servicios tendía a disminuir. Por sexos, en los últimos doce meses el paro registrado se elevó en ambos, pero con mucha mayor intensidad en el caso de los hombres, que son mayoritarios en la construcción.

En el ámbito territorial, cabe señalar que el número de desempleados registrados se incrementó en todas las comunidades autónomas en noviembre. Por otra parte, los desempleados registrados extranjeros se elevaron el 22,9% con relación a noviembre de 2006.

Aumento de los costes laborales

Los costes laborales tendieron a repuntar en el tercer trimestre. El coste laboral medio por trabajador y mes se colocó en 2.201 euros, cantidad que supone una subida interanual del 4,2%, 3 décimas más que en el trimestre anterior, de acuerdo con la encuesta trimestral de

coste laboral del Instituto Nacional de Estadística.

De hecho, el coste salarial por trabajador y mes, que incluye el salario ordinario y los pagos extraordinarios y atrasados, aumentó en menor medida, el 3,8% respecto al mismo trimestre del año anterior. Por otra parte, los otros costes laborales se elevaron el 5,2% debido particularmente a las indemnizaciones por despido y fin de contrato, sobre todo en la construcción.

Por otro lado, los costes laborales por hora de trabajo efectiva ascendieron el 5,1% en el tercer trimestre con relación al mismo periodo de 2006. Este mayor crecimiento resultó de una disminución del 0,9% en el número de horas trabajadas.

En términos reales, la ganancia media por trabajador y mes fue del 1,4% en tasa interanual, dado que la inflación media del trimestre fue del 2,4%. De esta forma, la ganancia de poder adquisitivo anual se colocó en el mismo nivel del trimestre anterior.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

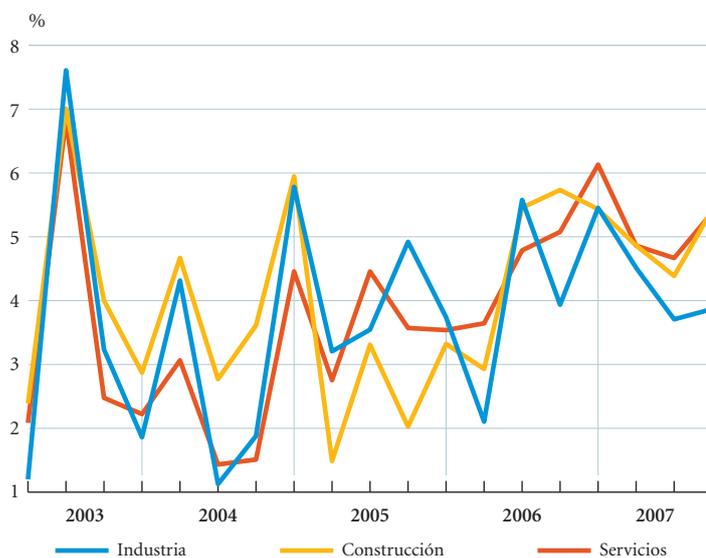
(**) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

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

LOS COSTES SALARIALES NO SE MODERAN

Variación interanual del coste salarial ordinario por hora efectiva



FUENTES: Encuesta trimestral del coste laboral y elaboración propia.

Por comunidades autónomas, se aprecia una notable dispersión de los costes laborales por trabajador y mes. Los más elevados se registran en el País Vasco, con 2.262 euros, seguido por Madrid y Navarra, mientras que los menores ocurren en Extremadura, con 1.834 euros, Murcia y Canarias.

Para 2008, se mantienen las pautas en cuanto a la negociación colectiva salarial

en el marco del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva. Así, las principales organizaciones patronales y los sindicatos mayoritarios manifestaron que los salarios de convenios se incrementarán de acuerdo con la inflación prevista del 2%. No obstante, las cláusulas de revisión se mantendrán para garantizar el poder adquisitivo.

Precios

Carburantes y alimentos estropean el IPC a final del año

Una vez más, los carburantes han sido los protagonistas del índice de precios de consumo (IPC). Los máximos históricos alcanzados por el precio del petróleo en noviembre no fueron compensados totalmente por la apreciación del euro, y se trasladaron rápidamente al precio de los carburantes en los surtidores. También los precios de los alimentos elaborados subieron considerablemente, continuando la traslación de precios de las materias primas agrarias internacionales. De esta forma, la tasa del IPC se encaramó hasta el 4,1% en noviembre, medio punto más que en el mes precedente, volvien-

do al nivel del comienzo de 2006. Por su parte, la inflación subyacente, que constituye el núcleo de la inflación al excluir los productos energéticos y los alimentos no elaborados, muy volátiles, siguió incrementándose, aunque sólo en 0,15 décimas, con lo que se colocó en el 3,2% anual.

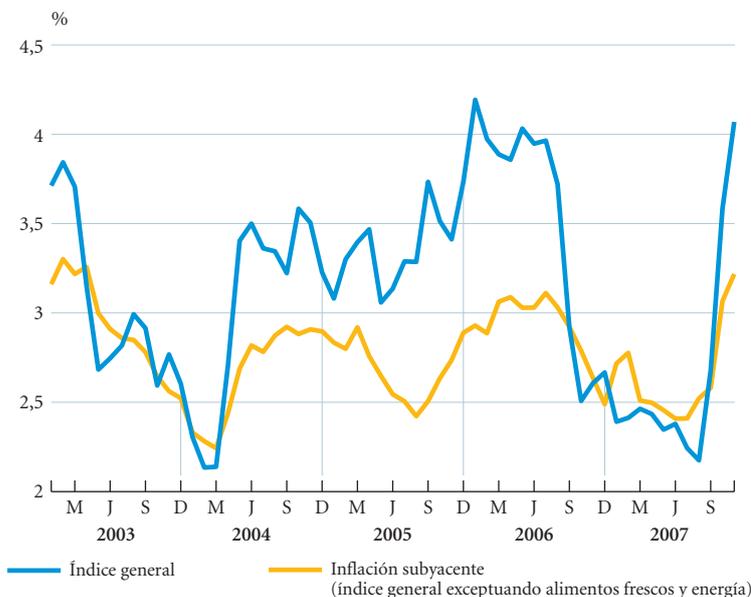
En efecto, de las cinco décimas de aumento de la tasa interanual de inflación en noviembre, un poco más de la mitad corresponde a los carburantes y lubricantes, cuyo precio ascendió el 15,1% en los últimos doce meses. Aparte de ello, otros combustibles, como el *fuel-oil*, se elevaron el 20,4% en relación con el mismo mes del año precedente.

La inflación subyacente aumenta hasta el 3,2% a causa de los alimentos elaborados.

Fuerte subida de algunos alimentos básicos, como la leche, el pan y los huevos...

LA INFLACIÓN DESANDA LO ANDADO

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

...aunque bajan las patatas y el aceite.

Por su parte, los alimentos elaborados contribuyeron con 0,15 puntos a la subida de la inflación anual en noviembre, y su tasa de variación anual subió 9 décimas hasta el 7,0%. Entre ellos, es destacable el alza anual del 30,5% de la leche. Otros productos lácteos, como los yogu-

res, aumentaron el 10,6% y los quesos, el 8,6%. Este encarecimiento refleja el repunte del precio de la leche en los mercados mundiales a consecuencia de una restricción de la oferta debido a causas climatológicas en los principales productores y a las cuotas en la Unión Europea,

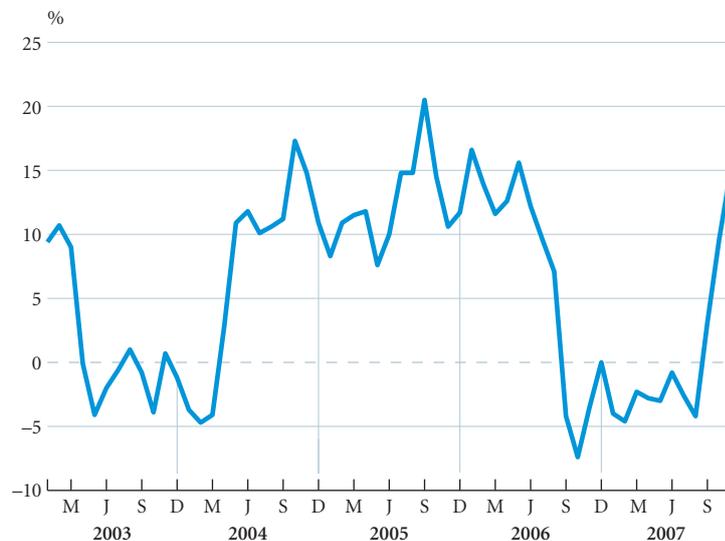
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	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	0,7	3,8	4,1
Diciembre	0,3	2,7	2,7			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

BRUSCO REPUNTE DE LOS CARBURANTES

Variación interanual del componente de los carburantes y lubricantes del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

por una parte, y, por otra, de una mayor demanda por parte de países emergentes muy poblados. También el pan continuó encareciéndose hasta el 14,1% anual, a raíz del alza del precio de los cereales. En cambio, los aceites presentaban una caída anual del 12,7% después del subidón en periodos anteriores.

La tasa de inflación de los alimentos no elaborados aumentó en menor medida, dos décimas, hasta el 4,9% anual. Una serie de factores de oferta y demanda hicieron repuntar a los huevos un 9,7% y las frutas frescas un 7,1%. Por el contrario, las patatas bajaban un 3,4%. Por su parte, la carne de vacuno mantenía una variación anual del 4,4%, mientras que la de porcino sólo aumentaba el 0,5%.

En el lado de las buenas noticias también hay que mencionar que los precios de los bienes industriales no energéticos continuaron desacelerándose. Así, su tasa de inflación anual se situó en un minúsculo

0,3% en noviembre, gracias a la fortaleza del euro y a la fuerte competencia en los mercados globales.

Los precios de los servicios, más resguardados de la competencia exterior, mantuvieron el ritmo de avance de sus precios en el 3,8% anual. Entre los que subían por debajo de la media figuraba la educación secundaria, con un 3,5%, mientras que por encima se situaban la educación universitaria, con un 4,8% y el turismo y la hostelería, con el 4,4%.

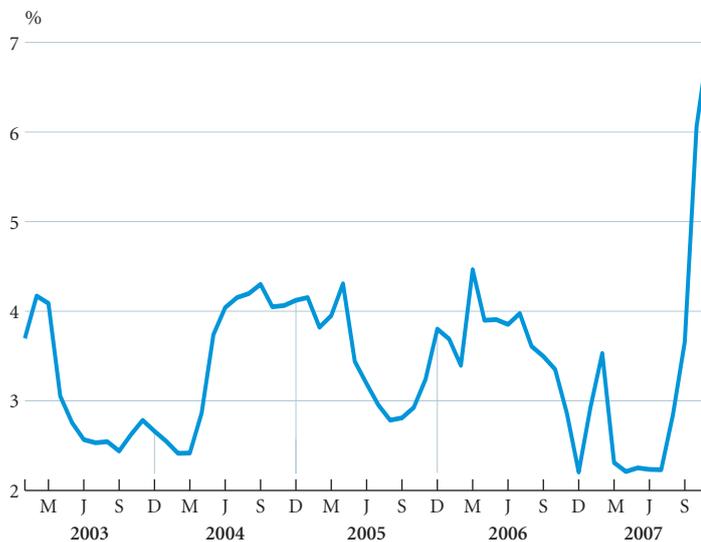
De cara al cierre del ejercicio, el IPC se colocará en torno al 4%. Las tensiones latentes de los precios de los alimentos previsiblemente continuarán impulsando al alza a la inflación en los primeros meses de 2008. Sin embargo, en la segunda mitad del ejercicio las presiones inflacionarias probablemente cederán, con lo que la inflación debería reducirse sensiblemente en el próximo año hasta situarse por debajo del 3%.

Los precios de los bienes industriales no energéticos continúan desacelerándose.

Al principio de 2008 previsiblemente seguirá elevándose el IPC, pero posteriormente debería ceder sensiblemente.

FUERTE AUMENTO DEL PRECIO DE LOS ALIMENTOS ELABORADOS

Variación interanual del grupo de los alimentos elaborados del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La tasa de inflación interanual armonizada con la Unión Europea también anotó un 4,1%. De este modo, el diferencial de inflación con la eurozona continuó en 1,1 puntos porcentuales. Una mayor ponde-

ración de los carburantes y de los alimentos en el IPC español, junto a un menor peso de los impuestos en el precio de los carburantes explican parte de este diferencial.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual		
		2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Por clases de gasto								
Alimentos y bebidas no alcohólicas	107,2	0,2	0,9	2,6	5,7	3,9	6,3	
Bebidas alcohólicas y tabaco	107,4	0,1	0,1	0,9	6,0	1,0	6,6	
Vestido y calzado	109,4	2,9	3,2	2,3	2,2	1,3	1,2	
Vivienda	105,3	0,0	0,5	4,8	4,6	4,7	4,7	
Menaje	103,6	0,4	0,3	2,4	2,2	2,7	2,4	
Medicina	98,4	0,1	0,1	1,6	-2,2	1,6	-2,1	
Transporte	104,5	-0,3	1,4	1,4	6,2	0,5	6,6	
Comunicaciones	100,1	-0,2	-0,1	-1,2	0,9	-1,4	0,7	
Ocio y cultura	98,1	-0,8	-0,8	-2,0	-2,2	-0,7	-0,7	
Enseñanza	107,1	0,6	0,2	4,3	4,0	4,3	4,1	
Hoteles, cafés y restaurantes	105,7	0,0	-0,1	4,1	4,5	4,4	4,8	
Otros	103,7	0,1	0,1	3,6	2,8	3,9	3,0	
Agrupaciones								
Alimentos con elaboración	107,4	0,0	0,9	2,1	6,9	2,9	7,0	
Alimentos sin elaboración	106,8	0,4	0,6	3,0	3,4	5,0	4,9	
Conjunto no alimentario	104,2	0,3	0,7	2,4	3,1	2,3	3,3	
Bienes industriales	103,9	0,6	1,4	1,6	3,0	1,0	2,9	
<i>Productos energéticos</i>	<i>106,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>2,7</i>	<i>2,2</i>	<i>10,3</i>	<i>0,3</i>	<i>10,7</i>	
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>107,3</i>	<i>-1,0</i>	<i>3,5</i>	<i>1,1</i>	<i>12,8</i>	<i>-1,4</i>	<i>13,4</i>	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>103,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,4</i>	<i>0,6</i>	<i>1,2</i>	<i>0,3</i>	
Servicios	104,5	0,0	-0,1	3,2	3,3	3,7	3,8	
Inflación subyacente (**)	104,6	0,3	0,5	2,3	3,1	2,6	3,2	
ÍNDICE GENERAL	105,0	0,2	0,7	2,4	3,8	2,6	4,1	

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Sector exterior

Balanza de pagos: el aumento del desequilibrio corriente se estabiliza

En septiembre, el déficit de la balanza por cuenta corriente se cifró en 8.669 millones de euros, un incremento del 16% respecto al mismo mes de 2006. El aumento se debió a que la mejora del superávit de servicios fue incapaz de compensar la ampliación de los déficit de las balanzas comercial, de rentas y de transferencias corrientes.

En términos de saldo acumulado de los doce meses que finalizan en septiembre, una cifra que nos aproxima mejor la evolución tendencial, se constata que el desequilibrio corriente tiende a estabilizarse en un nivel de ampliación interanual del orden del 20% por segundo mes consecutivo. En dicho mes de septiembre, y siempre en acumulado de doce meses, la aceleración del crecimiento del superávit de la balanza de servicios y el movimiento en sentido contrario del déficit de la

El déficit corriente crece a un ritmo del 20% interanual en los últimos doce meses hasta septiembre.

BALANZA DE PAGOS

Septiembre 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	-63.004	6,7	-84.103	-6.510	8,4
Servicios					
<i>Turismo</i>	22.278	1,3	27.739	355	1,3
<i>Otros servicios</i>	-3.962	-9,5	-4.888	540	-10,0
Total	18.316	4,0	22.852	895	4,1
Rentas	-23.147	41,6	-27.789	-7.237	35,2
Transferencias	-7.650	31,4	-7.580	-3.215	73,7
Total	-75.486	18,7	-96.620	-16.067	19,9
Cuenta de capital	2.523	-22,1	5.457	-439	-7,4
Balanza financiera					
Inversiones directas	-35.267	-25,9	-43.172	4.469	-9,4
Inversiones de cartera	115.212	-30,3	148.201	-22.072	-13,0
Otras inversiones	-7.188	-82,3	-2.031	30.958	-93,8
Total	72.756	-5,5	102.998	13.355	14,9
Errores y omisiones	-3.009	-29,5	-1.649	2.887	-63,6
Variación de activos del Banco de España	3.215	-	-10.186	264	-2,5

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.

Los flujos financieros empiezan a reflejar el entorno de crisis financiera.

balanza de rentas han compensado el mayor ritmo de aumento del déficit de la balanza de transferencias.

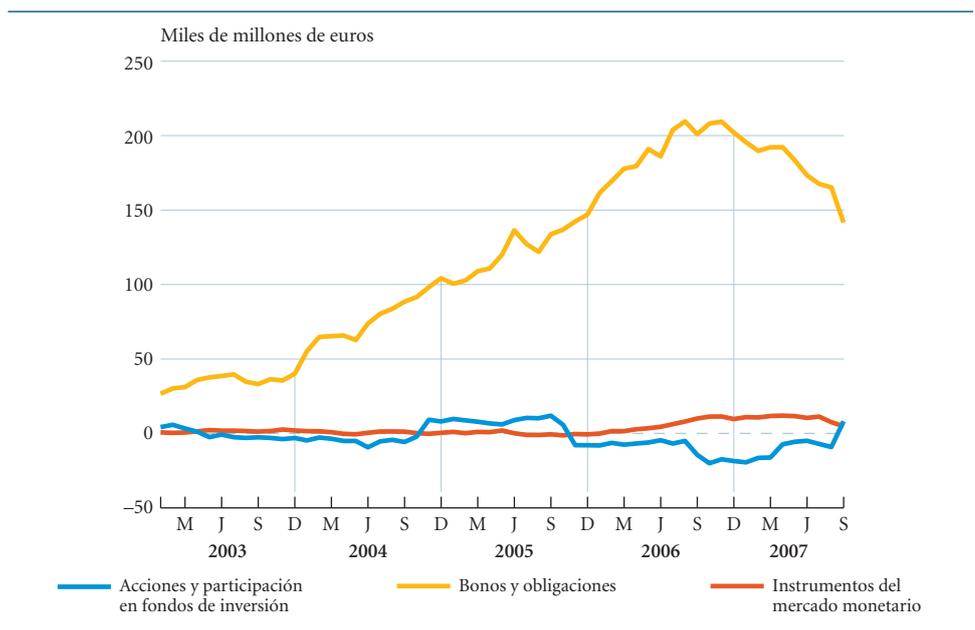
Por lo que se refiere a los flujos financieros, cabe significar que las salidas netas de inversiones directas se situaron en 43.172 millones de euros (en saldo acumulado de doce meses), una cifra un 9,4% inferior a la de un año antes, mientras que las entradas netas de inversiones en cartera, cifradas en 148.201 millones de euros, se reducían en mayor medida, alcanzando un 13,0% interanual.

Este último concepto, el de las inversiones en cartera, está centrando la atención debido a las turbulencias financieras desatadas a raíz de la crisis de las hipote-

cas *subprime*. Concretamente, las entradas de inversión extranjera en cartera con destino a España aumentaron en la suma de doce meses que finaliza en septiembre. No obstante, es significativo el cambio experimentado en las partidas principales. Desde agosto, las entradas de inversión instrumentadas en bonos y obligaciones han aumentado sensiblemente su tendencia a reducirse, reflejando el progresivo endurecimiento de la situación financiera global. Un movimiento similar, aunque claramente de intensidad menos acusada, siguieron las entradas de inversiones en instrumentos monetarios. Finalmente, al repuntar desde agosto, rompieron su tendencia reciente las inversiones materializadas en acciones y fondos de inversión.

SE FRENAN LAS ENTRADAS DE INVERSIÓN EN CARTERA

Saldo acumulado de doce meses



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

Fuerte alza del superávit de las cuentas del Estado

La buena marcha de la economía se refleja en las cuentas públicas. En enero-noviembre los ingresos no financieros del Estado se elevaron el 11,7% respecto al mismo periodo de 2006, contabilizando los ingresos cedidos a las administraciones autonómicas y locales según el sistema de financiación actual. Así, las entradas en las arcas del Estado aumentaron a un ritmo superior en 4,5 puntos porcentuales al producto interior bruto (PIB) nominal.

Los impuestos directos subieron el 18,2% con relación a los once primeros meses del año precedente. La partida más im-

portante, el impuesto sobre la renta de las personas físicas, se incrementó el 16,4%. Esta importante alza se debe a un extraordinario ascenso de la cuota diferencial positiva del ejercicio 2006. También influye el impacto limitado de la reforma fiscal aplicable a 2007 y el dinamismo de la masa salarial y de las rentas del capital. Las entradas por el impuesto de sociedades se elevaron el 20,3% en relación con el año anterior. También en esta figura impositiva se constata un escaso efecto de la nueva normativa fiscal en la recaudación.

Los impuestos indirectos se incrementaron en mucha menor medida, sólo el 2,7%, tasa inferior incluso a la inflación, lo que en parte refleja la desaceleración

Los ingresos aumentan a un ritmo superior en 4,5 puntos al PIB nominal.

Escaso impacto de la reforma fiscal en la recaudación de los impuestos directos.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Noviembre 2007

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	10.080	18,4	148.408	12,1
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	7.187	23,8	68.513	16,4
Impuesto de sociedades	180	–	40.540	20,3
IVA	3.023	2,9	53.271	1,2
Impuestos especiales	1.766	8,9	18.135	6,7
Resto	2.223	21,4	18.189	17,0
Total	14.379	17,9	198.648	11,7
Pagos no financieros	11.055	10,2	124.304	7,8
Saldo de caja	–975	–35,7	24.104	41,2
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación (**)	–2.383	–9,2	25.835	31,3

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

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Los impuestos indirectos crecen menos que la inflación, influidos por la desaceleración del consumo.

del consumo de las familias. La recaudación del impuesto sobre el valor añadido, el IVA, aumentó modestamente, el 3,8% en términos homogéneos corregidos del ritmo de devoluciones. Un poco más se elevaron los ingresos por los impuestos especiales, el 6,7%. El impuesto especial más importante, el de hidrocarburos, únicamente aumentó el 2,8%, a pesar de la recuperación del consumo de carburantes en el último mes. El siguiente impuesto especial más voluminoso, el del tabaco, en cambio, se expandió el 13,9% debido al alza de los tipos impositivos y del precio de la cajetilla.

Los gastos corrientes suben menos que el PIB nominal.

Dentro del resto de ingresos no impositivos, los beneficios del Banco de España subieron el 41,5% y los intereses de la cuenta corriente del Tesoro el 86,6%. Por su parte, las transferencias del capital crecieron el 41,0% gracias a unos mayores ingresos procedentes del fondo comunitario para el desarrollo regional FEDER.

Por otra parte, los gastos acumulados del Estado aumentaron el 7,8% en relación con enero-noviembre de 2006, tasa sensiblemente inferior a la de los ingresos. De ellos, los corrientes aumentaron el 6,2%, menos que el PIB nominal. Los pagos de personal subieron el 6,0%. Los gastos co-

rrrientes en bienes y servicios se incrementaron el 15,3%, influidos por la celebración de elecciones en el ejercicio. Los gastos financieros es la única gran partida que baja, a causa del calendario de amortizaciones de la deuda.

Por el contrario, los gastos de capital se expandieron significativamente más que el conjunto de la economía, con una tasa de crecimiento del 20,7%. De ellos, las inversiones reales subieron el 9,8%, mientras que las transferencias de capital se elevaron el 35,0%. Cabe destacar el fuerte aumento de los gastos por subsidiación de intereses de préstamos de ayuda estatal a la adquisición de viviendas.

A consecuencia de la evolución de los ingresos y de los gastos el Estado logró un notable superávit. En términos de contabilidad nacional, o sea, con la metodología contable que tiene en cuenta los recursos y los empleos cuando se comprometen, el Estado anotó una capacidad de financiación acumulada de 25.835 millones de euros, cantidad que representa un incremento del 31,3% en relación con el mismo periodo de 2006. Respecto al PIB, el superávit del Estado supuso el 2,46%, superior al 2,01% contabilizado en 2006.

El superávit del Estado se cifra en el 2,5% del PIB.

Ahorro y financiación

La financiación a las empresas y familias sigue desacelerándose gradualmente

El tipo de interés de referencia euríbor a un año continuó bajando en promedio mensual en noviembre y se colocó en el 4,61%. De este modo, descendió 4 puntos básicos respecto al mes anterior y 12 con relación al máximo de esta década en septiembre. No obstante, el euríbor a doce meses se colocaba 74 puntos básicos por encima del nivel de un año antes. Por otra parte, en las primeras semanas de diciembre el euríbor a un año ha experimentado un repunte al recrudecerse las tensiones en el mercado interbancario ante el cierre del ejercicio y al aumentar la probabilidad de una nueva subida del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo ante las tensiones inflacionistas.

En un entorno de un cierto endurecimiento de las condiciones crediticias y de

ralentización de la actividad económica, la financiación al sector privado siguió aminorando el ritmo de crecimiento en octubre. Según las últimas cifras disponibles, la financiación al sector privado aumentó el 17,7% en octubre en relación con el mismo mes del año anterior, 6,5 puntos menos que en diciembre, lo que ilustra el grado de la desaceleración en marcha. Con todo, el ritmo de avance anual de la financiación a empresas y familias es sustancialmente superior al de la eurozona.

La financiación obtenida por las sociedades no financieras se elevó el 19,8% en los últimos doce meses hasta octubre. Aunque es un alto ritmo de crecimiento, esta tasa es inferior en 8,1 puntos a la anotada al final de 2006. La expansión del 17,1% de los arrendamientos financieros en el periodo octubre 2007-octubre 2006 refleja la fortaleza de la demanda de financiación para la inversión.

El euríbor a un año vuelve a bajar ligeramente en noviembre, pero repunta en diciembre.

El ritmo de avance anual de la financiación a empresas y familias es sensiblemente superior al de la eurozona.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Octubre 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	85.446	70	0,1	8.495	11,0	5,0	
Deudores con garantía real (*)	1.049.018	126.042	13,7	165.978	18,8	60,8	
Otros deudores a plazo	493.207	78.618	19,0	88.349	21,8	28,6	
Deudores a la vista	36.351	2.238	6,6	5.629	18,3	2,1	
Arrendamientos financieros	45.284	4.571	11,2	6.618	17,1	2,6	
Créditos dudosos	15.333	4.474	41,2	4.376	39,9	0,9	
TOTAL	1.724.639	216.013	14,3	279.445	19,3	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Tercer trimestre de 2007

	Saldo (*)	Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%
Financiación de actividades productivas					
Agricultura, ganadería y pesca	25.023	2.009	8,7	2.563	11,4
Industria	140.365	20.877	17,5	25.099	21,8
Construcción	150.368	16.051	11,9	22.948	18,0
Servicios	594.235	89.410	17,7	131.324	28,4
Total	909.991	128.347	16,4	181.933	25,0
Financiación a personas físicas					
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	604.623	60.234	11,1	85.493	16,5
Adquisición de bienes de consumo duradero	54.035	2.574	5,0	3.483	6,9
Otras financiaciones	109.539	5.094	4,9	12.248	12,6
Total	768.197	67.903	9,7	101.225	15,2
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	6.106	402	7,0	747	13,9
Resto sin clasificar	21.822	839	4,0	2.238	11,4
TOTAL	1.706.116	197.491	13,1	286.143	20,2

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Ligera aceleración del crédito a la industria y a la agricultura y ralentización del dirigido a la construcción.

El crédito a actividades inmobiliarias sigue subiendo, pero en mucha menor medida.

Por otro lado, la reciente publicación del crédito por finalidades permite un análisis más detallado, si bien las cifras sólo alcanzan hasta septiembre. Así, se constata una cierta aceleración del crédito en la agricultura y la industria, registrando esta última una expansión anual del 21,8%. En cambio, el crédito dirigido a la construcción sufre una fuerte ralentización y en menor medida los servicios, que, con todo, seguían ostentando la mayor tasa de variación anual, del 28,4%. Dentro de ellos, destaca la ralentización experimentada por el crédito a las actividades inmobiliarias, que pasó de crecer anualmente el 41,8% en el segundo trimestre al 35,1% al final del tercer trimestre. Con relación al segundo trimestre, este crédito subió un notable 3,7%, pero muy inferior al registrado hace algunos meses. De hecho, sin tener en cuenta el

subsector de las actividades inmobiliarias, el crédito a los servicios se acelera ligeramente.

Por lo referente a las familias, su financiación siguió aminorando su ritmo de crecimiento hasta el 15,0% en los doce últimos meses hasta octubre. Esta tasa, aún siendo alta, representa un decremento de 4,6 puntos con relación a diciembre de 2006. Esta ralentización es atribuible sobre todo a los préstamos para la compra de vivienda, que, no obstante, subían el 15,8% en relación con octubre de 2006. Por otra parte, el crédito por finalidades facilitado por el Banco de España permite observar que en el tercer trimestre tanto el crédito para la compra de bienes de consumo duradero, como el resto también experimentaron un menor ritmo de crecimiento anual.

Extraordinaria expansión de los depósitos a plazo

Las dificultades existentes para financiarse en los mercados financieros mayoristas en los últimos meses a resultas de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos han intensificado el apetito de las entidades financieras por los depósitos del sector privado. De esta forma, la competencia por el pasivo ha continuado impulsando hacia arriba la remuneración de las cuentas bancarias. Así, el tipo de interés medio de los depósitos a plazo siguió subiendo en octubre hasta el 4,31%, 1,27 puntos por encima de doce meses antes.

De esta manera, la expansión de los depósitos apenas se ha ralentizado a pesar de la senda de desaceleración de la economía. Así, los depósitos a plazo hasta 2 años se elevaron el 41,7% en los doce últimos meses hasta octubre, una vez que al comienzo del ejercicio se eliminó la discriminación fiscal por plazos con la nueva normativa. Mayor todavía fue el crecimiento de los depósitos en moneda extranjera, del 54,3% anual, aprovechando algunos diferenciales de tipos de interés favorables, si bien su participación en el total es de sólo el 3,6%.

La enconada competencia por el pasivo ha perjudicado a los fondos de inversión en los últimos meses. En noviembre se repitió la tónica, con unas ventas netas de participaciones de fondos de inversión mobiliaria de 3.734 millones de euros. De este modo, en el conjunto de los once primeros meses del año se produjeron retiradas netas por valor de 16.330 millones de euros y su patrimonio disminuyó el 4,3% sobre diciembre de 2006. También ha influido la volatilidad reinante en los mercados financieros en el último periodo y la aversión al riesgo de los ahorradores. La rentabilidad anual media se situó en el 3,5%, pero con una amplia dispersión según las distintas categorías.

Otro importante instrumento financiero para los ahorradores son las primas de seguros. En el periodo enero-septiembre de 2007, las primas emitidas por el seguro directo se cifraron en 41.164 millones de euros, con un aumento del 9,4% en relación con el mismo periodo del año anterior, según datos de ICEA. Las primas de vida experimentaron un auge, con un crecimiento anual del 14,5%, mientras que la de no vida se incrementaron el 5,9%.

La competencia por los depósitos bancarios impulsa los tipos de interés hacia arriba...

...y perjudica a los fondos de inversión.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Octubre 2007

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (*)	421.123	-27.214	-6,1	5.933	1,4	33,1
A plazo hasta 2 años	334.994	88.588	36,0	98.593	41,7	26,3
A plazo a más de 2 años	388.123	55.274	16,6	76.229	24,4	30,5
Cesiones temporales	82.005	-1.819	-2,2	9.846	13,6	6,4
Total	1.226.244	114.828	10,3	190.600	18,4	96,4
Depósitos en monedas no euro	45.550	12.833	39,2	16.024	54,3	3,6
TOTAL	1.271.794	127.661	11,2	206.625	19,4	100,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La encuesta financiera de las familias retrata la situación de las rentas, la riqueza y las deudas de las unidades familiares.

Por tanto, los ahorradores cambian sus preferencias en función de la coyuntura financiera y fiscal. Pero esto no altera fundamentalmente las particularidades del ahorrador medio español. Para conocer estas peculiaridades, es útil referirse a la encuesta financiera de las familias, que el Banco de España acaba de publicar con los resultados referidos al año 2005. De hecho, ya en 2002 el banco central inició esta encuesta, que es la única fuente estadística en España que permite relacionar las rentas, los activos, las deudas y el gasto de cada unidad familiar. De este modo, han podido calcularse ratios de endeuda-

miento individuales para distintos hogares, que suelen resultar muy distintas de las ratios agregadas, dado que las distribuciones de riqueza o deuda no son simétricas. A partir de estos resultados es posible estudiar la respuesta del consumo de los hogares a cambios en su riqueza inmobiliaria o deducir algunas cuestiones sobre los efectos de determinadas medidas de política económica, como qué tipo de hogares pueden ser más afectados por los aumentos de tipos de interés. A continuación, por su interés se presenta en la tabla adjunta un resumen de la mencionada encuesta.

ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS 2005

Principales resultados

Riqueza

Las propiedades inmobiliarias representan el 80% del total de los activos

El 81,3% de los hogares es propietario de su vivienda principal, cuyo valor medio es de 180.300e uros

El 21% de los hogares tienen una vivienda diferente de la principal, cuyo valor medio es 103.100e uros

El 92,3% de los hogares dispone de cuentas bancarias para realizar pagos

Porcentaje de hogares con:

Acciones cotizadas en bolsa: 11,4%

Fondos de inversión: 8,7%

Valores de renta fija: 1,5%

Plan de pensiones: 29,3%

Endeudamiento

La deuda de los hogares es un 9,3% del valor total de sus activos

El 49,6% de los hogares tiene pendiente algún tipo de deuda:

El 26% de los hogares por el pago de la vivienda principal

El importe medio de la deuda pendiente es de 31.400 euros. Los mayores volúmenes se observan entre los jóvenes (media 60.100 euros)

El importe medio de la deuda pendiente por compra de vivienda principal es de 42.100 euros

Ratios (media para hogares endeudados)

Ratio pagos por deudas/rentas: 17,0%

Ratio deuda/renta: 99,3%

Ratio deuda/riqueza bruta: 17,2%

Aumenta el porcentaje de hogares con mayor presión financiera:

Porcentaje de hogares endeudados con pagos de deudas superiores al 40% de su renta: 5,8%

Porcentaje de hogares con volúmenes de deuda superiores a tres veces su renta: 9,5%

Porcentaje de hogares con deudas pendientes por un valor superior al 75% de su riqueza bruta: 5,5%

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

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 (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2007

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico

■ 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 Jódar-Rosell

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Dirección

- Jordi Gual
Subdirector General de "la Caixa"

INFORME MENSUAL

Enero 2008

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.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:
Para consultas relativas
al Informe Mensual:
informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):
publicacionesestudios@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.laCaixa.es/estudios



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.