

Informe Mensual



NÚMERO 310

China se come el mundo Pág. 14

La ingente demanda de China y otros países emergentes tira de los precios de las materias primas

Oro a 900 dólares: ¿por qué? Pág. 39

La subida de su cotización vuelve a atraer la atención sobre el metal dorado

La dependencia energética de España Pág. 47

Desde 2005 se observa una moderación en la intensidad de consumo de energía por unidad de PIB

Biocarburantes, ¿a qué precio? Pág. 58

El auge de los biocarburantes presiona sobre los precios de los alimentos

Previsiones

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

	2006	2007	2008	2007				2008	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
	Previsiones			Previsiones					
Producto interior bruto									
Estados Unidos	2,9	2,2	1,8	1,5	1,9	2,8	2,5	2,4	1,7
Japón	2,4	1,9	1,5	2,8	1,6	2,0	1,3	1,1	1,9
Reino Unido	2,9	3,1	2,1	3,1	3,2	3,3	2,9	2,5	2,1
Zona del euro	2,9	2,6	1,7	3,2	2,5	2,7	2,2	1,8	1,9
<i>Alemania</i>	3,1	2,5	1,7	3,6	2,5	2,5	1,5	1,5	1,6
<i>Francia</i>	2,2	1,8	1,7	2,0	1,4	2,2	1,8	1,6	1,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,2	2,8	3,2	2,4	2,6	2,4	4,0	3,9	3,0
Japón	0,2	0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,5	0,4
Reino Unido	2,3	2,3	1,9	2,9	2,6	1,8	2,1	2,1	1,8
Zona del euro	2,2	2,1	2,3	1,9	1,9	1,9	2,9	2,7	2,2
<i>Alemania</i>	1,7	2,2	2,1	1,8	1,8	2,1	2,8	2,6	2,2
<i>Francia</i>	1,7	1,5	1,8	1,2	1,2	1,3	2,3	2,4	1,9
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
	Previsiones			Previsiones					
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	3,7	3,1	2,2	3,4	3,3	2,9	2,7	2,4	2,3
Consumo de las AAPP	4,8	5,5	5,2	5,7	5,0	5,8	5,6	5,4	5,2
Formación bruta de capital fijo	6,8	5,9	2,2	6,6	6,6	5,6	4,9	3,0	2,1
<i>Bienes de equipo</i>	10,4	11,7	5,3	13,3	13,1	11,2	9,6	8,0	6,0
<i>Construcción</i>	6,0	4,2	0,9	5,2	4,6	3,8	3,4	1,0	0,4
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,1	4,6	2,9	5,1	4,9	4,4	4,1	3,3	2,9
Exportación de bienes y servicios	5,1	6,0	5,1	3,6	4,8	8,0	7,7	6,0	5,0
Importación de bienes y servicios	8,3	7,2	5,4	5,9	6,6	8,3	8,0	6,0	6,0
Producto interior bruto	3,9	3,8	2,5	4,1	4,0	3,8	3,5	2,9	2,3
Otras variables									
Empleo	3,2	3,0	1,5	3,3	3,2	3,0	2,7	2,0	1,6
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,3	8,7	8,5	8,0	8,0	8,6	8,9	8,5
Índice de precios de consumo	3,5	2,8	3,8	2,4	2,4	2,4	4,0	4,4	4,1
Costes laborales unitarios	2,3	3,0	3,1	2,8	2,9	3,0	3,2		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,8	-9,5	-9,6	-10,4	-9,0	-10,1			
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-8,1	-8,9	-9,0	-9,8	-8,8	-9,9			
Saldo público (% PIB)	1,8	1,5	0,9						
MERCADOS FINANCIEROS									
	Previsiones			Previsiones					
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	5,0	5,0	2,7	5,3	5,3	5,1	4,5	3,3	2,9
Repo BCE	2,8	3,9	3,8	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0	3,9
Bonos EEUU 10 años	4,8	4,6	3,5	4,7	4,8	4,6	4,1	3,6	3,5
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	3,8	4,0
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,26	1,38	1,47	1,32	1,35	1,39	1,46	1,50	1,48

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 9 Japón
 - 12 China
 - 14 *China se come el mundo*
 - 17 México
 - 19 Materias primas
- 22 Unión Europea
 - 22 Zona del euro
 - 25 Alemania
 - 26 Francia
 - 27 Italia
 - 28 Reino Unido
- 31 Mercados financieros
 - 31 Mercados monetarios y de capital
- 39 *Oro a 900 dólares: ¿por qué?*
- 42 Coyuntura española
 - 42 Actividad económica
- 47 *La dependencia energética de España*
 - 50 Mercado de trabajo
 - 54 Precios
- 58 *Biocarburantes, ¿a qué precio?*
 - 62 Sector exterior
 - 66 Ahorro y financiación

Materias primas, ¿una nueva era?

Siempre se ha pensado que una generosa dotación de materias primas no es algo necesariamente bueno para la economía de un país. Incluso se habla, por ejemplo, de la «maldición del petróleo», como algunos la llaman, para explicar que los países ricos en oro negro acostumbran a estar en la cola del desarrollo (con notables excepciones, ciertamente). De hecho, buena parte de las economías más avanzadas del planeta no lo son por ser ricas en recursos naturales, sino por su eficiencia a la hora de combinar factores productivos y desarrollar nuevas tecnologías y productos.

Desde un punto de vista más empírico, la intuición anterior se verifica, puesto que en el último siglo los precios de las materias primas han tendido a disminuir en términos relativos respecto a los precios de las manufacturas. Esta evolución se debe a distintos motivos. En primer lugar, la demanda de materias primas tiende a crecer menos que la economía global. En otras palabras, las economías son menos dependientes ahora de las materias primas que hace cien años. Por otra parte, las mejoras de eficiencia y productividad que constantemente se introducen en el sector manufacturero y en los servicios, que permiten elevar salarios y beneficios, no se producen con la misma intensidad en el cultivo o extracción de materias primas. Estas últimas, además, tienden a ser productos homogéneos, con escaso margen para la diferenciación.

Sin embargo, desde hace unos años todas estas ideas parecen ponerse en cuestión ante la potente subida de los precios de las materias primas. Una subida que va más allá de la volatilidad habitual de estos productos y que obliga a preguntarse si se trata de un cambio fundamental o nos hallamos simplemente ante un paréntesis más o menos efímero antes de volver a las tendencias históricas.

Algunos observadores consideran que nos hallamos ante un nuevo paradigma de las tendencias a largo plazo y que los «culpables» son los países emergentes, con China a la cabeza. Si estos países de renta baja y de elevada población mantienen el éxito económico que les ha acompañado últimamente y avanzan rápido hacia el nivel de bienestar de los países más desarrollados, sus necesidades de consumo de materias primas, agrícolas e industriales, son enormes. Es decir, se ha ampliado súbitamente la demanda, y ahora el problema es de oferta. En los últimos años, China ha absorbido prácticamente todo el incremento del consumo mundial de materias primas industriales. Además, se prevé que poco después de 2010 China será el mayor consumidor energético del mundo y que junto con la India será responsable del 45% del aumento de la demanda energética hasta 2030. Con el desarrollo cambian también los patrones de consumo: la dieta de arroz pierde peso y aumentan la carne, huevos y lácteos. ¿El resultado? Una creciente presión sobre la demanda de estos productos que se traduce también en subida de los precios de materias primas como cereales o lácteos. Si a ello unimos el *boom* de los biocarburantes, podemos entender algo mejor la marea de subidas de los precios de las materias primas.

Si estos aumentos de precios serán duraderos o no, resta por dilucidar. En cualquier caso, y como reacción a los altos precios, ya se ha intensificado la búsqueda de materiales alternativos y nuevas tecnologías que permitan a la oferta cubrir las nuevas necesidades. Lo que es indiscutible es la potencia financiera que la subida de los precios de las materias primas ha proporcionado en los últimos años a los productores. Los ejemplos de Rusia, que en poco tiempo se ha convertido en el tercer país en reservas de divisas, o de los denominados fondos soberanos de países ricos en petróleo, acudiendo al rescate de grandes instituciones financieras, ilustran claramente el cambio acaecido en el mundo de las materias primas.

RESUMEN EJECUTIVO

Paulatina moderación de los tipos de interés monetarios, pero la inestabilidad financiera persiste.

En la cuarta semana de enero, asistimos a un nuevo episodio de fluctuaciones violentas en las bolsas...

...en el que la Reserva Federal aplica un drástico recorte de su tipo de interés de referencia.

Las turbulencias financieras arrecian a principios de 2008

La inestabilidad financiera internacional desatada a partir del verano del año 2007 con la crisis de las hipotecas *subprime*, lejos de contenerse, mantiene su virulencia al principio de 2008. Si bien las tensiones de los tipos de interés a corto plazo se han suavizado gracias a la actuación de la política monetaria –la Reserva Federal ha rebajado drásticamente los tipos de referencia y todos los bancos centrales se han aplicado a proporcionar la liquidez necesaria– en otros segmentos del mercado las turbulencias continúan. Los diferenciales de crédito han aumentado en un entorno de rendimientos de la deuda pública a la baja. Las bolsas han sufrido un notable aumento de la volatilidad y parecen haber entrado en un mercado bajista, anticipando una situación de gran debilidad o recesión en la economía de Estados Unidos.

Desde principios de diciembre del año pasado las bolsas más importantes del mundo han caído entre un 14% y un 20%. Pero las vicisitudes de la renta variable se han acelerado durante el mes de enero. El lunes 21, estando los mercados en Estados Unidos cerrados por festividad, las bolsas asiáticas y europeas sufrieron importantes caídas. Uno de los factores que desencadenaron la crisis de confianza de los inversores fue el anuncio, el viernes 18, del recorte de la calificación crediticia de algunas importantes compañías aseguradoras de crédito estadounidenses, las denominadas *monoline*. Los efectos de dicha medida significaban rebajar la calificación de bonos emitidos por valor de 2,4 billones de dólares, con el consiguiente impacto en precios, recomposición de carteras y consumo de capital bancario para aquellas

emisiones incluidas en los balances de instituciones financieras.

La recuperación vivida al final de la semana, el jueves y el viernes, se debió fundamentalmente a la decisión de adoptar un plan de rescate a través del cual recapitalizar las *monoline* para garantizar la estabilidad del sistema financiero. Antes, sin embargo, la Reserva Federal resolvió aplicar un excepcional recorte en su tipo de interés de referencia, ya que la decisión se tomó antes de la reunión de política monetaria prevista para el 30 de enero. En efecto, el martes 22 de enero la autoridad monetaria estadounidense disminuyó el tipo de los fondos federales en 0,75 puntos hasta dejarlo en el 3,50%. La cuantía de la bajada fue la más elevada de los últimos 23 años. La rapidez e intensidad del movimiento son significativos e indican la percepción de riesgos que tiene el banco central.

En contraste con esta actuación, el gobernador del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, dejó claro que no pensaba seguir el camino de la Fed y que su principal preocupación es mantener ancladas las expectativas de inflación. La posición de la autoridad monetaria del euro es que si bien la desaceleración económica de los Estados Unidos ciertamente afectará al resto del mundo, los efectos en la eurozona no se notarán hasta más adelante y serán más suaves que en episodios anteriores. En definitiva, la señal del BCE es mantener su política de esperar y ver.

Dentro de este complicado panorama financiero, cabe destacar la mejora de los tipos de interés a corto plazo. Las inyecciones de liquidez y recortes de tipos por parte de algunos bancos centrales han conseguido reducir el tensionamiento de los merca-

dos monetarios. La normalización ha sido más intensa en aquellas zonas monetarias donde se había producido una mayor tensión a finales del año pasado, es decir, Estados Unidos y el Reino Unido, pero también en la eurozona el tipo de interés euríbor a tres meses, que había alcanzado un 4,8% a finales de noviembre, ha caído hasta el 4,4%. Por ejemplo, el tipo euríbor a un año, al que están vinculadas buena parte de las hipotecas en España, ha quebrado la senda alcista y si hace unos meses parecía dirigirse al 5%, ahora ha revertido hacia el 4,4%.

En cambio, el endurecimiento de las condiciones de crédito se ha acrecentado, respecto a la laxa situación mantenida hasta hace medio año. La última encuesta de concesión de préstamos del BCE, referida al cuarto trimestre del año pasado y a las perspectivas para el primer trimestre de este año, revela que los bancos mantienen el endurecimiento en la concesión de crédito a las empresas y se espera que éste se intensifique durante el primer trimestre para las grandes empresas. Los factores que contribuyen al mismo son, por orden de importancia, el empeoramiento de las perspectivas sobre el sector económico, el encarecimiento del coste de capital para la banca y, en menor medida, la menor competencia bancaria por conseguir nuevos clientes en el sector empresarial.

La evolución inmediata de las turbulencias financieras estará muy condicionada por la evolución que siga la economía de los Estados Unidos. Se da por descontado un débil inicio de año, con probabilidad de recesión incluida, y la clave está en el comportamiento del consumo privado. El bajo nivel de ahorro, la caída del precio de las casas, el endurecimiento de las condiciones de crédito y el encarecimiento de la energía pueden dejar sin nervio al que ha venido siendo el principal soporte de la actividad en Estados Unidos y del mundo. Como se ha comentado, la política monetaria ya está por la labor, pero ante tales premuras era necesario un estímulo fiscal rápido y puntual para no hacerlo recaer

todo sobre los bajos tipos de interés. Este es el objetivo del plan anunciado por el presidente Bush y que se negocia actualmente entre la Casa Blanca y el Senado, y cuyo principal punto es el reparto de cheques a los contribuyentes para que incrementen su gasto.

En cuanto a la economía europea, la tónica sigue siendo la desaceleración. Desde la perspectiva de la demanda, la caída de las ventas al por menor de noviembre (1,3% interanual) y el desplome de la confianza del consumidor apuntan a un débil pulso del consumo privado. Con todo, el hecho de que la tasa de paro se situase en noviembre en el 7,2% interanual, es decir, una cifra siete décimas porcentuales menor a la de un año antes, representa un apoyo al gasto de las familias. ¿Puede el sector exterior contrarrestar este menor empuje interno? Cada vez en menor grado. Tras 14 meses con un saldo comercial tendiendo a recuperarse, en noviembre este perfil se rompió. Sorpresa relativa, toda vez que la paulatina desaceleración de las exportaciones de septiembre a noviembre, combinada con un mantenimiento del crecimiento de las importaciones, anticipaban dicho resultado. En este proceso, la apreciación del euro puede estar teniendo un papel destacado ya que, medido por el tipo de cambio efectivo nominal, la moneda única se ha encarecido un 4% sólo en el cuarto trimestre.

Sin embargo, como se ha señalado anteriormente, el dato que más preocupa a las autoridades monetarias es la inflación, ya que rebasa sobradamente el umbral del 2%. En diciembre, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado repetía en el 3,1% interanual, sin cambio respecto a noviembre. Con todo, a partir de este punto cabe esperar que la subida de precios no vaya mucho más allá. Las previsiones de desaceleración en las economías industrializadas permiten prever una caída de los precios del crudo en los próximos trimestres por la menor demanda, lo que aliviaría la presión sobre el componente energético del IPC armonizado.

Las condiciones de crédito bancario se endurecen en Europa por el empeoramiento de las expectativas y el encarecimiento del coste del capital.

La resolución de las turbulencias financieras estará condicionada por la trayectoria de la economía de Estados Unidos en los próximos trimestres.

En Europa, la tónica es de desaceleración, pero de momento parece preocupar más la escalada de la inflación.

Las cifras del mercado de trabajo español empiezan a recoger la ralentización de la actividad.

Tampoco el balance de la inflación en 2007 es favorable, con una subida del IPC hasta el 4,2%.

Disminuye la demanda de crédito tanto por parte de las empresas como de las familias.

Economía española: menos creación de empleo

Por lo que se refiere a la economía española, ésta no se sustrae a la tónica de desaceeleración generalizada. En 2007 volvió a registrarse un incremento del producto interior bruto cercano al 4%, pero en los últimos meses la pérdida de pulso de la actividad se ha ido haciendo más patente. Los datos de la encuesta de población activa (EPA) del cuarto trimestre han representado un serio aviso en este sentido. Las cifras muestran una ralentización en la creación de empleo hasta un ritmo anual del 2,4%, siete décimas menos que en el trimestre anterior. Por primera vez desde 1995 se destruye empleo en un cuarto trimestre, al tiempo que la tasa de paro subía hasta el 8,6%, seis décimas más que en el periodo precedente. En el conjunto de 2007, el paro aumentó en 117.000 personas, el primer incremento anual desde 2003.

A pesar de todo, la tendencia de creación de empleo se mantiene. A finales de 2007 los afiliados a la Seguridad Social en situación de alta laboral totalizaban algo más de 19 millones, máximo histórico en un cierre de ejercicio. Esta cantidad supone un aumento interanual algo superior al 2%, tasa prácticamente idéntica a la recogida por la EPA. En cifras absolutas, el incremento de la afiliación en el transcurso del ejercicio fue de 425.496 personas, número considerable pero que constituye el menor incremento en términos absolutos desde 2003. De esta cifra, 268.364 eran españoles, el 63,1% del total. Los afiliados extranjeros se incrementaron el 8,6%, frente al 8,0% registrado al final de 2006. De esta forma, la participación de los extranjeros en el total siguió aumentando hasta situarse en el 10,3% en diciembre.

Tampoco el balance de la inflación en 2007 fue favorable, debido al fuerte repunte de los precios a partir del verano. La tasa de variación anual del IPC subió hasta el 4,2% en diciembre, 1,6 puntos más que en 2006, anotando el mayor incremento en

un final de año desde 1995. La causa reside sobre todo en el encarecimiento del petróleo y de los alimentos en los mercados internacionales de materias primas. No obstante, la variación media anual del IPC resultó el 2,8%, la menor tasa de los últimos ocho años. Esta diferencia se debe al peculiar perfil de la tasa interanual del IPC a lo largo del año, que hasta agosto se movió entre el 2% y el 2,5% para escalar hasta la tasa citada en los últimos meses del ejercicio. ¿Qué perspectivas se abren para la inflación en 2008? Una menor presión de la demanda debería facilitar un descenso gradual de las tensiones de fondo. En los próximos meses, sin embargo, todavía se producirán algunos aumentos derivados de las tensiones inflacionarias de los alimentos o de la energía.

Las turbulencias financieras, junto con el endurecimiento de las condiciones de crédito y las expectativas de menor crecimiento, explican la aminoración del ritmo de crecimiento de la financiación a las empresas, que se ha acentuado en los últimos meses. Así, el crecimiento interanual pasó del 23,4% en agosto al 19,3% en noviembre. El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante de las empresas, redujo su variación anual a menos del 10%. No obstante, la financiación a la inversión, aproximada por las operaciones de arrendamiento financiero, seguía mostrando un buen tono. Por lo que se refiere a los fondos dirigidos a las familias también siguieron ralentizándose gradualmente. Con todo, en los doce últimos meses hasta noviembre presentaban un aumento anual del 14,2%.

En este contexto definido por las turbulencias en las bolsas y el deterioro de las expectativas, las autoridades económicas han tratado de lanzar mensajes de tranquilidad, recordando los puntos fuertes de la economía española entre los que destaca el abultado superávit en las cuentas del sector público.

29 de enero de 2008

CRONOLOGÍA

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.
- 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.

2008

- enero** 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Chipre y Malta, hasta quince estados miembros.
3 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 98,25 dólares por barril.
14 El **euro** cotiza a 1,4895 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.
22 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 3,50%.
30 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 3,00%.

AGENDA

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).
Comercio exterior (diciembre).
25 Precios industriales (enero).
27 Ingresos y gastos del Estado (enero).
29 Avance IPCA (febrero).
IPC armonizado de la UE (enero).

Marzo

- 5 Índice de producción industrial (enero).
6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
13 IPC (enero).
14 Balanza de pagos (noviembre).
Coste laboral (cuarto trimestre).
IPC armonizado de la UE (febrero).
18 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
19 Comercio exterior (enero).
25 Precios industriales (febrero).
Ingresos y gastos del Estado (febrero).
31 Avance IPCA (marzo).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 2,5% en el cuarto trimestre, lo que representa una desaceleración sensible de la actividad.

Estados Unidos: miedo a la recesión

Hace un mes, la economía andaba por un angosto desfiladero que se estrechaba entre los temores de un menor crecimiento y de una inflación que repuntaba. La fortaleza de la demanda interna del tercer trimestre introdujo dudas sobre lo primero. Pero cuando el presidente Bush afirma que la economía necesita una inyección de vitaminas en el brazo anunciando un paquete de medidas fiscales de 145.000 millones de dólares y cuando la Fed baja drásticamente su tipo de intervención, significa que las dudas se han disipado y el riesgo está en la intensidad de la desaceleración o incluso en la recesión.

Estados Unidos espera un débil inicio de año, con probabilidad de recesión incluida, y la clave está en el comportamiento del consumo privado. El bajo nivel de ahorro, la caída en el precio de los inmuebles, el endurecimiento de las condiciones de crédito y el encarecimiento de la energía pueden dejar sin nervio al que ha venido siendo el principal soporte de la actividad en Estados Unidos y en el mundo ya que, a través de sus importaciones, léase déficit comercial, ha absorbido el exceso de ahorro de las economías emergentes, de Japón y, en menor medida, de Europa. La política monetaria ya estaba por la labor, pero ante tales premuras era necesario un estímulo fiscal rápido y puntual para no hacerlo recaer todo sobre los bajos tipos de interés

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2007						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	3,1	2,9	2,6	1,5	1,9	2,8	–	2,5	–
Ventas al por menor	6,6	6,2	5,1	3,4	4,0	4,1	4,8	5,9	4,1
Confianza del consumidor (1)	100,3	105,9	106,8	109,9	106,7	105,7	95,2	87,8	88,6
Producción industrial	3,2	4,0	3,5	2,5	1,7	1,6	1,5	2,2	1,5
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	50,9	50,8	55,2	52,9	50,9	50,8	47,7
Venta de viviendas unifamiliares	6,5	–18,0	–21,9	–24,6	–21,2	–26,4	–25,3	–34,4	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,4	4,5	4,5	4,7	4,8	4,7	5,0
Precios de consumo	3,4	3,2	1,9	2,4	2,7	2,4	3,5	4,3	4,1
Balanza comercial (3)	–714,4	–758,5	–758,5	–746,4	–732,2	–706,1	–705,7	–710,4	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	4,9	5,1	4,7
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,9	79,3	77,0	73,9	72	74

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 PRECIO DE LA VIVIENDA SIGUE BAJANDO

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



FUENTES: Standard & Poor's y elaboración propia.

porque, entre otras cosas, ello podría añadir turbulencias en la cotización del dólar.

El producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre avanzó un 2,5% interanual. En las ventas al por menor los retrocesos se imponen. Sin autos ni gasolina, altamente volátiles, el consumo minorista de diciembre creció un 3,7% interanual, un 1,3% descontando los incrementos de precios. En esta línea estuvo también el índice de confianza del consumidor del Conference Board ya que su leve repunte, hasta el nivel de los 88,6 puntos, fue debido a una ligera corrección de la drástica caída de las expectativas del mes anterior. Lo significativo es que esta debilidad se va trasladando a la percepción de la situación presente, que pasó de 115,7 a los 108,3 puntos, un nivel similar al mínimo de octubre de 2005 tras el huracán *Katrina*.

También están apareciendo negros nubarrones en lo que a principios de año era una fortaleza: la solidez de las empresas no financieras. Los últimos resultados pu-

blicados apuntan una drástica desaceleración de los beneficios y el índice de actividad empresarial del Institute for Supply Management de diciembre refleja el lógico cambio de actitud. En el sector de manufacturas bajó de 50,8 hasta el nivel de los 47,7 puntos, por debajo de 50, lo que indica que las respuestas pesimistas ganan la partida con una claridad no vista desde los inicios de la guerra de Irak. En servicios las cosas pintan algo mejor, aunque el índice bajó de 54,1 a los 53,1 puntos. Por componentes, los precios siguen en general cercanos al nivel de los 70 puntos y mientras que en manufacturas destaca la debilidad del empleo y el intenso retroceso de nuevos pedidos, en servicios éstos aguantan, aunque por poco, en terreno optimista.

El mercado de la vivienda sigue bien instalado en la senda bajista. Por el lado de la oferta la tormenta arrecia con un descenso mucho más abrupto que en otros ciclos. Las viviendas iniciadas intensificaron en diciembre sus retrocesos perdiendo un 14% respecto a noviembre y

Las ventas minoristas se desaceleran y empeora la percepción de la situación actual.

Los empresarios manufactureros se muestran más pesimistas mientras que los de servicios se lo toman con más calma.

ESTADOS UNIDOS: LOS CONSTRUCTORES LO VEN NEGRO

Viviendas iniciadas en términos legales



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

La construcción sufre una intensa desaceleración mientras que el precio de los pisos baja un 6,7%.

acumulando una bajada del 38,2% interanual, lo que reduce la actividad a menos de la mitad de lo que prevaleció durante 2005. La intensidad del descenso en la oferta tiene sus efectos en el crecimiento, pero con la inversión residencial representando un 4,5% de la totalidad del PIB en dólares corrientes, lo más preocupante es lo que implica acerca del escenario que tienen los constructores sobre el mercado inmobiliario y, por ende, del consumo privado, un decisivo 70,0% del PIB. La venta de inmuebles de segunda mano de noviembre cayó un 20,0% interanual y los nuevos cedieron un 34,4%. También se hace más abrupta la desaceleración del índice Case-Shiller de precios de la vivienda, que en octubre perdió un 6,7% interanual.

La transmisión de la debilidad del mercado de la vivienda y del endurecimiento de las condiciones de crédito al consumo privado se hace por tres canales, a los que se añade un cuarto invitado. En primer lugar está el efecto riqueza por el que, al sentirse los consumidores menos ricos

con el descenso del precio de sus activos, restringen su gasto. También está la menor capacidad de encontrar financiación avalada por unos activos netos en descenso. En tercer lugar, el endurecimiento de las condiciones financieras no sólo afecta a quienes tienen una baja consideración crediticia sino al resto de los hogares, ya que obliga a ahorrar más para pagos de entrada a quienes pretenden acceder a la compra de un inmueble. Por último, el encarecimiento del petróleo, si bien no afecta tanto como antes a los componentes no energéticos del IPC, sí que, a través de un mayor dispendio en gasolina, reduce el presupuesto disponible de los hogares para otros bienes o servicios.

El mercado de trabajo tuvo un mal mes de diciembre, con sólo 18.000 nuevos empleos añadidos a la economía y con una tasa de paro que pasó del 4,7% al 5,0% de la población activa. Lo más destacable sigue siendo, empero, la persistencia de una tendencia bajista más moderada que en anteriores ciclos de desaceleración económica. Esto da cierto

El empleo se ralentiza y la tasa de paro sube al 5%.

ESTADOS UNIDOS: UNA EVOLUCIÓN NO TAN MALA A LARGO PLAZO

Variación interanual del índice subyacente de precios al consumo (*)



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

fuelle al consumo, pero cada vez menos ya que en los últimos doce meses se ha creado una media de 111.000 empleos mensuales, la mitad de lo que era normal a principios de 2006.

El índice de precios al consumo (IPC) de diciembre mantuvo su repunte creciendo un 4,1% interanual. El componente subyacente, el general sin alimentos ni energía, evolucionó ligeramente al alza, con un incremento que pasó del 2,3% al 2,4% interanual. Este aumento de la inflación hay que verlo más como un palo en la rueda de la implementación de políticas monetarias expansivas que como el inicio de una espiral alcista de los precios. La velocidad de crucero a la que la economía puede avanzar sin crear tensiones inflacionistas se ha reducido y la Reserva Federal debe conservar su reputación antiinflacionista para mantener su efectividad. Tanto los precios de producción como el índice subyacente sin los inflacionistas, pero volátiles, alquileres de pisos, pintan un escenario menos alejado de la estabilidad de precios.

En el frente exterior las cosas van con mayor lentitud de lo esperado. La balanza comercial de bienes y servicios arrojó en noviembre un déficit de 63.118 millones de dólares, un aumento del 8,0% interanual que no debería tener continuidad. Las exportaciones avanzaron un robusto 13,0%, pero fue el repunte de las importaciones, que aceleraron su marcha del 9,1% hasta el 11,4% lo que alimentó el crecimiento del déficit.

Japón: los consumidores siguen apáticos

La economía creció un 2,0% interanual en el tercer trimestre y el cuarto 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 del apático consumo interno, un menor apetito inversor, la persistencia de debilidades en el sector de la vivienda y una fuerte dependencia de las exportaciones al exterior en un contexto de desaceleración global.

La inflación se mantiene por encima del 4% y la corrección del déficit se toma un respiro.

Japón crece un 2% pero la demanda interna continúa siendo la signatura pendiente.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2007						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
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	1,6	...
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	–27,0	...
Tasa de paro (2)	4,4	4,1	4,0	4,0	3,8	3,8	4,0	3,8	...
Precios de consumo	–0,3	0,2	0,3	–0,1	–0,1	–0,1	0,3	0,6	...
Balanza comercial (3)	10,2	9,4	9,4	10,2	11,1	12,3	12,7	12,8	...
Tipo interbancario 3 meses (1)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	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	78,8

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.

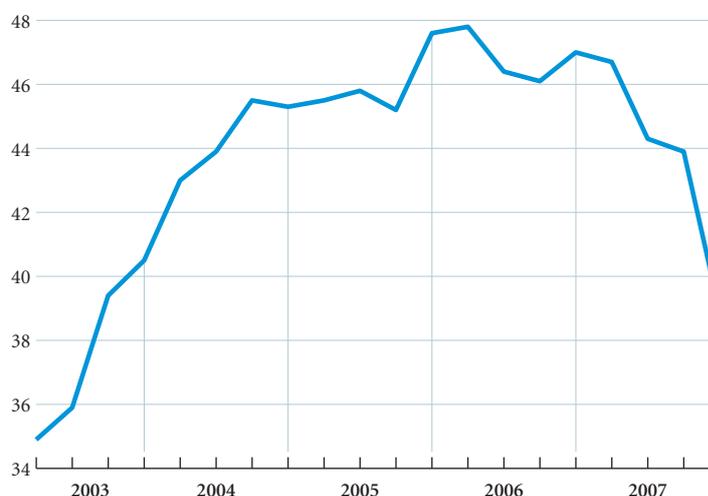
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

El consumo interno sigue sufriendo los cambios estructurales en el mercado de trabajo. En la mentalidad japonesa, más temporalidad y un menor paternalismo en las relaciones laborales siguen arras-

trando a la baja la confianza del consumidor, que en el último trimestre de 2007 bajó desde 43,9 hasta el nivel de los 38,9 puntos, en línea con lo que imperaba en 2002, cuando la economía estaba estanca-

JAPÓN: LOS CONSUMIDORES ESTÁN TEMEROSOS

Valor del índice de confianza del consumidor



FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón y elaboración propia.

JAPÓN: LA DEFLACIÓN, CADA VEZ MÁS LEJOS

Variación interanual del índice de precios al consumo sin alimentos frescos



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

da. Los pedidos de maquinaria de noviembre, que avanza la tendencia de la inversión, retrocedieron a consecuencia de las peores perspectivas en el sector exportador, confirmando el retroceso hasta los 19 puntos del índice Tankan de actividad y sentimiento de las grandes empresas manufactureras en el cuarto trimestre. La producción industrial volvió a retroceder en noviembre, reduciendo su incremento interanual hasta un magro 1,6% con lo que la tradicionalmente fuerte industria nipona sigue en su línea de perfil bajo.

El sector de la vivienda intenta salir de la atonía. Los efectos del cambio regulatorio en aras de la seguridad van amainando poco a poco por el lado de la oferta pero el mercado sigue débil. En noviembre las viviendas iniciadas subieron por segundo mes consecutivo aunque todavía acumulan un descenso del 27,0% interanual. También creció en diciembre el número de viviendas vendidas en el área de Tokio, aunque es pronto para hablar de cambio de tendencia con un retroceso del 35,5% respecto al mismo periodo del año anterior,

y más cuando los precios no acompañan, con un retroceso en diciembre de un 5,1%.

La tasa de desempleo de noviembre se redujo del 4,0% al 3,8% de la población activa, lo que coincidió con un leve repunte de los salarios, tanto en manufacturas como en servicios. En el frente de los precios, Japón va dejando los fantasmas deflacionistas cada vez más atrás. El IPC de noviembre subió un 0,6% interanual. Por su parte, el IPC subyacente, que excluye del índice general los alimentos frescos pero no la energía, también se sumó esta vez al terreno positivo y se incrementó en un 0,4%. Aunque podamos estar en variaciones positivas de precios, la ausencia de inflación es patente y esto clarifica las cosas para un Banco de Japón cuya tarea de apuntalar el crecimiento es la más acuciante.

En el sector exterior, el superávit acumulado en los doce meses hasta noviembre de la balanza comercial continuó en los 12,8 billones de yenes. Las exportaciones se desaceleraron pero mantuvieron el tono con un crecimiento del 8,6% inter-

Los empresarios lo ven más negro y moderan sus inversiones.

La vivienda se recupera con timidez, pero tras las fuertes pérdidas persisten las dudas.

Los precios suben un 0,6% y el desempleo baja hasta el 3,8%.

La economía china crece un 11,5% liderada por exportaciones e inversión y la industria no frena.

anual, mientras que las importaciones despertaron de su estancamiento avanzando un 10,5%.

China: ¿Crecimiento excesivo?

La economía china creció en el cuarto trimestre un 11,2% interanual, un ritmo algo más lento que en el trimestre anterior pero que deja el total del año en un robusto 11,4%. Los indicadores de actividad siguieron el mismo patrón. La producción industrial de diciembre avanzó un 17,4% interanual que aleja cualquier perspectiva de enfriamientos. El consumo privado sigue siendo la parte que no crece lo que debería. En este sentido, las ventas minoristas de diciembre avanzaron un 20,2% interanual que, sin los incrementos de precios, quedan en el 12,9%, lo que supone una clara desaceleración respecto a 2005 y 2006 indicando que el consumo privado sigue siendo la asignatura pendiente del crecimiento chino. Y es que el crecimiento chino tiene un sesgo hacia la industria pesada, una gran diferencia entre campo y ciudad y otro sesgo hacia la inversión y las exportaciones en detrimento del consumo privado.

El superávit exterior en 2007 llegó a los 261.500 millones de dólares, otro máximo histórico. Las exportaciones, que son el 33,5% de la economía, están muy dirigidas hacia Estados Unidos y Europa. Una drástica desaceleración de las compras americanas de productos chinos debería, sin embargo, tener efectos limitados sobre la economía. Las exportaciones a Estados Unidos son el 6,4% del PIB nominal chino, pero en 2007 ya se han desacelerado con intensidad, con lo su contribución al crecimiento es mucho menor. Aun considerando efectos indirectos, según el Banco Asiático de Desarrollo, una desaceleración de la economía americana difícilmente podría llegar a sustraer directamente más de un 1,0% del crecimiento. Sin embargo, la inversión, que es el 40% del PIB, también puede verse afectada en este sentido. Cerca de un 60% de las exportaciones chinas son realizadas por empresas extranjeras asentadas en China. Una disminución de las expectativas de estas compañías también podría suponer una disminución de la inversión directa extranjera, con un mayor impacto potencial sobre el crecimiento, aunque también hay que considerar al respecto el incipiente despertar de las empresas autóctonas.

La influencia de una desaceleración estadounidense a través de las exportaciones sería limitada.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

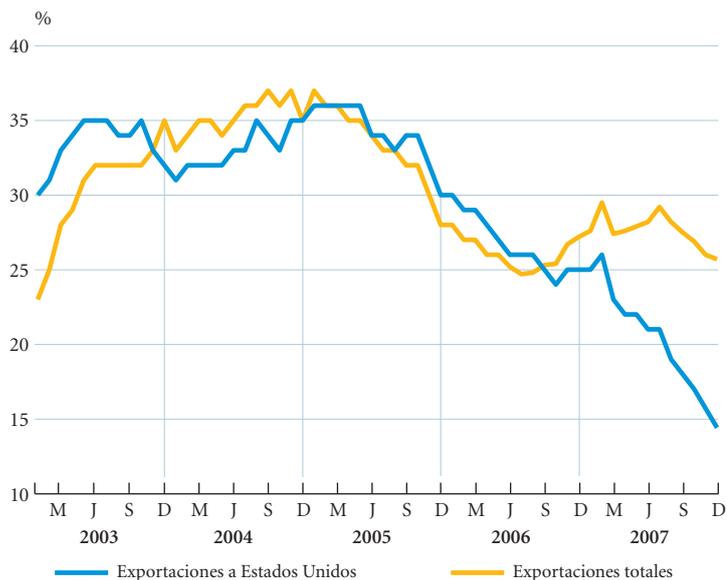
	2005	2006	2006			2007			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	10,1	10,7	10,4	11,1	11,9	11,5	-	11,2	-
Producción industrial	15,9	16,4	14,8	14,4	18,3	18,1	17,9	17,3	17,4
Producción eléctrica	13,4	14,7	15,3	12,4	17,7	16,3	17,4	16,6	14,5
Precios de consumo	1,8	1,5	2,0	2,7	3,6	6,1	6,5	6,9	6,5
Balanza comercial (*)	102,0	177,5	177,5	200,5	228,9	253,2	256,5	259,9	261,5
Tipo interbancario 3 meses (*)	2,4	2,8	3,1	2,8	3,4	3,5	4,3	5,1	4,7
Renminbi por dólar	8,2	8,0	7,8	7,7	7,7	7,5	7,5	7,4	7,3

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

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

CHINA: LAS EXPORTACIONES A ESTADOS UNIDOS YA SE ESTÁN DESACELERANDO

Variación interanual de las exportaciones (*)



NOTA: (*) Suma de los últimos doce meses.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas de China y elaboración propia.

Otro problema acuciante de la economía china es la creciente inflación y la necesidad de mantener la estabilidad moneta-

ria. El IPC general de diciembre se incrementó en un 6,5% interanual, con lo que mantuvo su tendencia de aceleración. Los

CHINA: EL PRECIO DE LOS ALIMENTOS SE DISPARA

Variación interanual del índice de precios al consumo en alimentación



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China, Mercado de Londres y elaboración propia.

La inflación llega al 6,5% y la nueva ley de contratos laborales puede ayudar a que siga aumentando.

precios de la alimentación subieron un más que preocupante 16,7%. Este componente representa un 14,1% del total de ventas al por menor, pero en las zonas rurales el porcentaje aumenta considerablemente. La nueva ley de contratos laborales, que dificulta el hasta ahora prácticamente libre despido, también contribuirá a incrementar los costes en 2008, añadiendo nuevas presiones sobre los precios.

Medidas para enfriar la economía.

Las autoridades chinas comienzan a poner de manifiesto su preocupación por el

calentamiento de la economía, que se manifiesta principalmente en la citada inflación. El control sobre el tipo de cambio de la moneda nacional sigue siendo férreo, pero se detecta una continua apreciación del mismo. Destaca, sin embargo, la decisión de aumentar el coeficiente de caja bancario hasta el 15%. Con todo, el crecimiento chino es fuerte, pero la cuantificación de los efectos que sobre él pueda tener una desaceleración de las economías ricas sigue siendo una incógnita y es que el *desacople* entre China y Estados Unidos no está garantizado.

China se come el mundo

Un documental emitido recientemente por la cadena de televisión norteamericana CNN equiparaba China a una aspiradora gigante de la riqueza natural del planeta. Aunque la intención del reportaje era denunciar el tráfico clandestino de especies animales protegidas, el crecimiento demográfico y el despegue económico, en China no sólo han alimentado su apetito por las tortugas exóticas sino por todo tipo de recursos naturales.

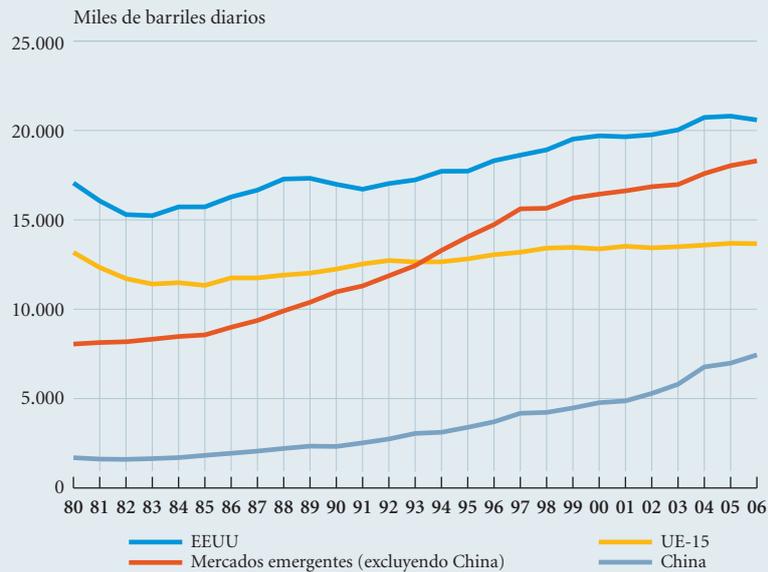
Desde el inicio de su proceso de reformas a principios de los ochenta, China ha crecido a un ritmo espectacular hasta convertirse en uno de los motores principales del crecimiento global. Con un promedio de crecimiento anual próximo al 10% y un modelo de desarrollo fundamentado en la industria, no sorprende que su demanda de petróleo y otros combustibles y de insumos industriales básicos, como los metales, no haya cesado de crecer.

El caso del petróleo es ilustrativo. China ha sido responsable de más del 35% del aumento del consumo mundial de crudo desde 2000. En estos momentos, es el segundo mayor consumidor del mundo después de Estados Unidos cuando hace quince años era el quinto e incluso era un exportador neto de crudo. No se anticipan cambios en este patrón a largo plazo: la Agencia Internacional de la Energía prevé que poco después de 2010 China se convierta en el mayor consumidor energético del mundo y que junto a India sean responsables del 45% del aumento de demanda energética hasta 2030. Parte de este aumento de demanda será consecuencia de una fuerte expansión del uso de vehículos, que todavía se encuentra a niveles muy bajos y la experiencia indica que crece marcadamente cuando el nivel de renta per cápita se aproxima a los 10.000 dólares, un nivel que ambos países deberían alcanzar a medio plazo.

El crecimiento económico también está cambiando los patrones de consumo de la sociedad china. Millones de chinos han salido de la pobreza y cada vez son más los que consiguen un poder adquisitivo propio de clase media, especialmente en las ciudades. Esa creciente clase media urbana está modificando paulatinamente sus hábitos. En cuanto a la dieta, por ejemplo, el consumo de arroz está perdiendo peso frente a alimentos más ricos en proteínas, como la carne, los huevos y los productos lácteos. El consumo promedio de carne ha aumentado desde los 20 quilos por habitante y año en 1985 hasta más de 50 quilos en los años 2000. Aún así, esta cifra está lejos del consumo promedio en países económicamente más avanzados, como España, donde se consumen más

EL PESO DE LOS EMERGENTES COMO CONSUMIDORES DE PETRÓLEO AUMENTA

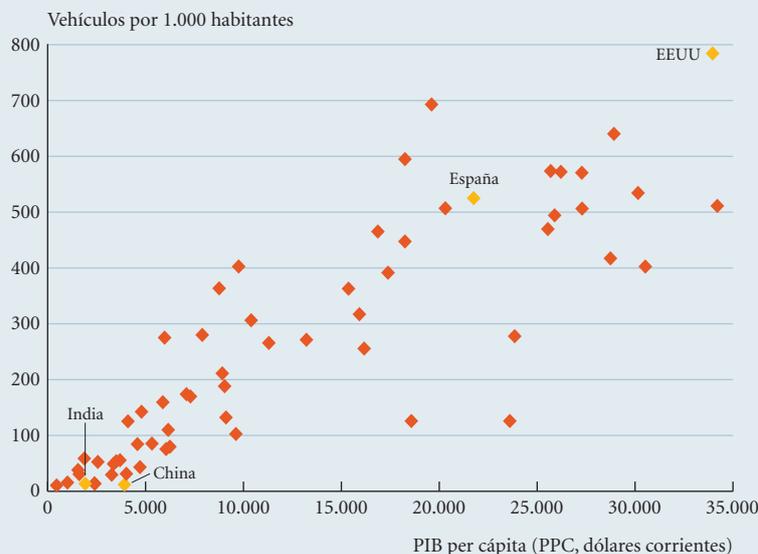
Consumo de petróleo



FUENTES: British Petroleum y elaboración propia.

de 110 kilos por habitante y año. El aumento en el consumo de carne produce, a su vez, una mayor demanda de cereales, ejerciendo una presión al alza sobre sus precios. Por ejemplo, para producir un kilo de cerdo, la carne más consumida en China, se precisan unos 6 kilos de cereales.

EL NIVEL DE MOTORIZACIÓN AÚN NO SE HA DISPARADO NI EN CHINA NI EN LA INDIA



NOTA: Datos para el año 2000.

FUENTES: Banco Mundial y elaboración propia.

La idea de que la insaciable demanda de China –y en menor medida de la India y otros países emergentes– es la principal responsable del enorme incremento de los precios de las materias primas a nivel mundial en los últimos años gana adeptos día a día (véanse los gráficos siguientes). Sin embargo, y a pesar de ser un factor determinante, no todo el aumento de precios –y menos los espectaculares repuntes de los últimos meses– puede atribuirse al despegue de los países emergentes.

Por el lado de la demanda, además del apetito creciente de dichos países, se ha producido en los últimos años un fuerte aumento del uso de los cereales por parte de la industria de los biocarburantes y ello también ha contribuido a la subida de precios (véase el recuadro «Biocarburantes, ¿a qué precio?»). En cuanto a la oferta, varios factores han podido tener un mayor o menor impacto sobre los precios de distintas materias primas, aunque seguramente no han sido tan importantes como los factores de demanda: principalmente, la inestabilidad en Oriente Medio sobre el precio del petróleo y las sequías en importantes países productores agrícolas, como Australia. Varias voces han señalado al cambio climático como responsable de episodios meteorológicos más extremos e inusuales que afectarían a la producción agrícola.

Hay quien opina que los cambios en la demanda y oferta experimentados en los últimos años (relacionados con los hábitos alimenticios de los países emergentes, el cambio climático y el auge de los biocarburantes) tienen un carácter más permanente que otros factores que pueden haber provocado aumentos de precios en ciclos anteriores. Por ello, aventuran que la tendencia al alza de los precios de las materias primas puede mantenerse. Sin embargo, otros analistas esperan que, como en el pasado, la oferta acabe reaccionando ante los elevados precios y pueda satisfacer el repunte de la demanda, lo que ejercería una presión a la baja sobre los precios. Por último, tampoco podemos obviar la posibilidad de que una burbuja especulativa esté tras la subida de precios de algunas materias primas.

ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



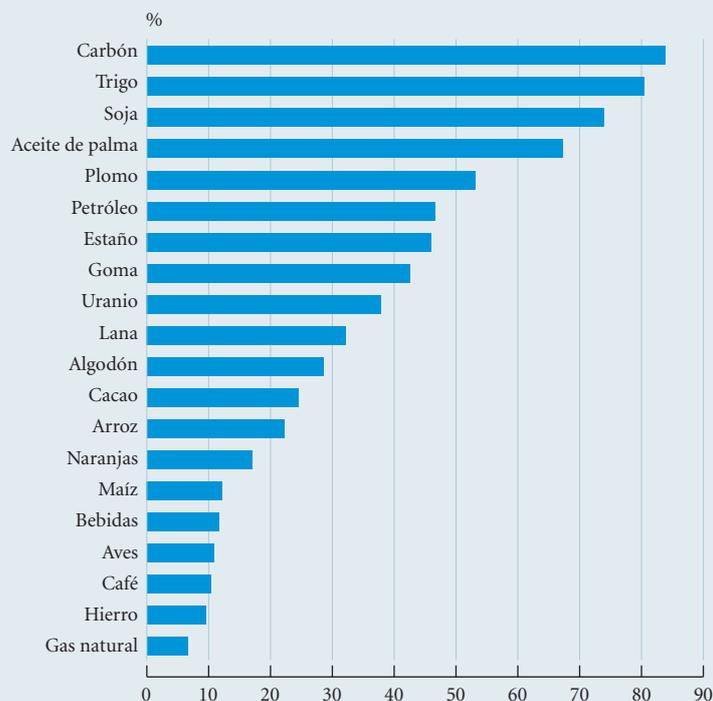
NOTA: Datos mensuales.

FUENTES: FMI y elaboración propia.

El desenlace en términos de precios nos aguarda mañana pero, hoy por hoy, lo que está claro es que China se come el mundo, figurativa y literalmente.

AUMENTO DEL PRECIO MUNDIAL DE LAS MATERIAS PRIMAS EN 2007

Variación entre diciembre 2006 y diciembre 2007 del precio en dólares



FUENTES: FMI y elaboración propia.

México: continúa la recuperación con menos inflación

La economía mexicana mantuvo su repunte, creciendo un 3,7% interanual en el tercer trimestre. El consumo privado asentó su recuperación hasta llegar a avances del 5,0% mientras que, por su parte, la inversión privada perdió algo de fuerza pero logró mantener el tono subiendo un 6,0% interanual. El sector público siguió recuperándose del frenazo de principios de año avanzando con parsimonia. Sin embargo, es en el sector exte-

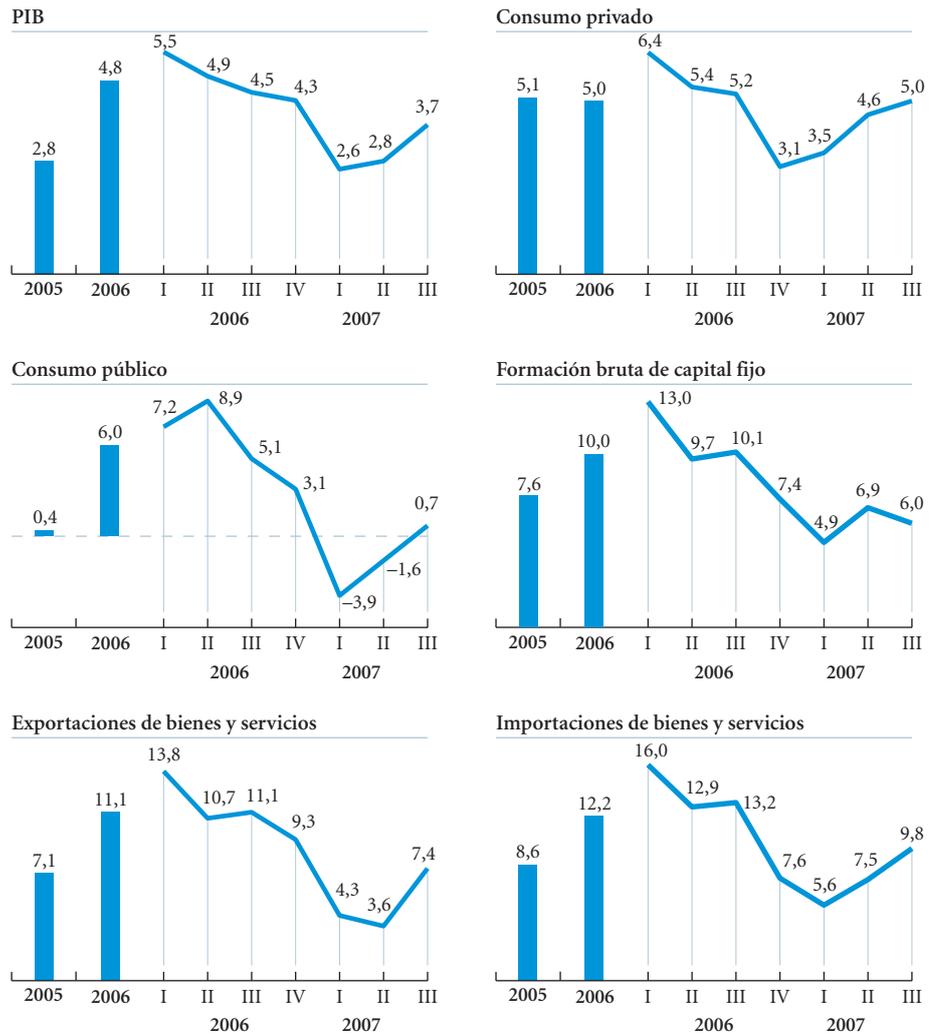
rior donde existen las dudas principales ya que, si bien las exportaciones intensificaron su tirón avanzando un 7,4%, éstas volvieron a quedar por detrás de las importaciones, que ganaron un 9,8%.

Entre los indicadores de actividad más recientes, las cosas también mejoran en los últimos meses. La producción industrial de noviembre se desaceleró creciendo un anémico 0,8% interanual y lleva camino de completar un año donde la atonía ha sido la nota predominante. Las manufacturas fueron algo mejor, con un

México crece al 3,7%, mientras que el consumo y la inversión continúan fuertes pero el sector exterior retrocede.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

La industria sigue en la atonía pero la inflación se sitúa por debajo de 4% y los costes laborales moderan su avance.

avance del 2,2%, mientras que la construcción, reflejando el clima predominante en su vecino del norte, se incrementó en un modesto 0,3%.

La inflación sigue estable. En diciembre los precios subieron un 3,8% interanual, y el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, se incrementó en un 4,0%. El repunte de los costes laborales unitarios del segundo trimestre fue a menos en el tercero, con un avance que se

desaceleró del 6,7% al 2,4% interanual y que alivia las pérdidas de competitividad. Por su parte, la tasa de paro oficial de diciembre continuó su suave descenso hasta situarse en un benigno 3,4% de la población activa.

El deterioro de la balanza comercial tomó un respiro pero las perspectivas siguen siendo bajistas. El déficit comercial acumulado de los últimos doce meses hasta noviembre se redujo ligeramente hasta los

MÉXICO: 2007 ES UN MAL AÑO PARA LA INDUSTRIA

Variación interanual de la producción industrial (*)



NOTA: (*) Serie de tendencia.

FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	2,8	4,8	4,3	2,6	2,8	3,7	-	...	-
Producción industrial	1,8	5,0	3,5	0,5	0,7	1,7	3,2	0,8	...
Tasa de paro general (*)	3,6	3,6	3,7	4,0	3,4	3,9	3,9	3,5	3,4
Precios de consumo	4,0	3,6	4,1	4,1	4,0	4,0	3,7	3,9	3,8
Balanza comercial (**)	-7,6	-6,1	-6,1	-9,4	-11,7	-11,8	-12,1	-11,2	...
Tipo interbancario 3 meses	9,5	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Pesos mexicanos respecto al dólar	10,9	10,9	10,9	11,1	10,8	11,0	10,7	10,9	10,9

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTE: Banco Central de México y elaboración propia.

11.200 millones de dólares. Una mejora debida a las exportaciones de petróleo ya que, sin ese cojín precario, el déficit comercial del mismo periodo llegó a los 52.604 millones de dólares, un incremento del 15,6% interanual.

El oro se dispara

Las materias primas han sufrido un importante repunte en las primeras semanas del año. El índice «The Economist», que sintetiza la evolución global de las materias primas, ha repuntado un 4,7% en enero (en dólares). Este fondo alcista enmas-

El sector exterior continúa deteriorándose.

Tendencia alcista de las materias primas, especialmente las agrícolas y los metales.

cara, no obstante, una evolución dispar de las distintas materias primas. El grupo de alimentarias creció un 5,8% en ese primer mes y levemente por debajo quedaron los metales (avance del 3,5% interanual). El grupo de agrícolas no alimentarias avanzó en menor medida, un 3,0%.

En la explicación de este movimiento alcista se combinan diferentes fuerzas. Las de carácter más fundamental no han variado excesivamente: la fuerte demanda, tanto de los países industrializados como de las economías emergentes, se está enfrentando a una oferta con limitaciones para aumentar en grado suficiente. Pero

en cambio, el principio de año se ha visto marcado por las fuertes turbulencias financieras, lo que ha movido un importante flujo de fondos hacia las materias primas. En este sentido, cabe distinguir entre los primeros días de enero, en los cuales se produjeron ascensos notables de las materias primas, y un cierto movimiento bajista en el tramo final de enero.

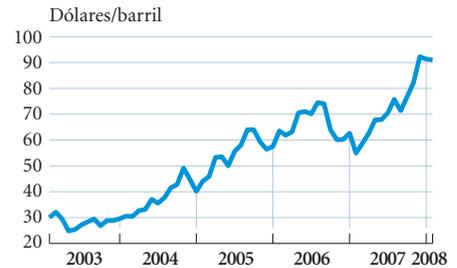
En este sentido, la evolución del oro tiene especial significación porque sintetiza muchas de las cuestiones anteriores. La cotización del oro era en enero un 41% más elevada que la existente un año atrás. En diferentes momentos del mes parecía

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

Índice «The Economist»



Petróleo Brent



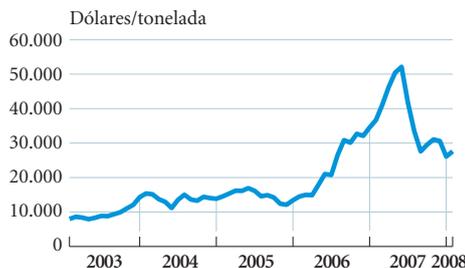
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

que se acercaba a la cota psicológica de los 1.000 dólares por onza, aunque la flexión bajista de la segunda parte de enero lo está alejando de ese nivel.

Tras este fuerte aumento se encuentran factores de oferta y de demanda. Entre los primeros, el más relevante a los efectos de explicar el encarecimiento del oro es que la producción minera está creciendo en menor grado que el producto interior bruto (PIB) mundial, lo que junto a unas ventas de oro por parte de los bancos centrales menores a lo esperado y la disminución de reservas en Sudáfrica apunta a una cierta restricción de oferta.

Pero probablemente es la evolución de la demanda la que mejor explica la carrera alcista del oro. Al fuerte crecimiento económico en los países emergentes (y en especial en India, que representa un 20% de la demanda total) se le suma el papel del oro como valor de refugio en situaciones

de turbulencias financieras o ante un dólar débil, dos circunstancias se han producido en las últimas semanas y que pueden explicar el reciente coletazo alcista del metal precioso por excelencia.

Finalmente, cabe señalar que el petróleo ha escapado un tanto a las tendencias anteriores. Tras un repunte a inicios de enero que no difería excesivamente al registrado por el conjunto de materias primas –movimiento en el cual se llegó al máximo histórico de 98,25 dólares por barril de calidad *Brent* a un mes–, el oro negro ha enfilado una senda bajista que ha llevado a las cotizaciones a situarse en la zona de los 90 dólares en el final del mes. La cesión de más de 10 dólares en unas pocas sesiones se ha interpretado como la respuesta del mercado a unas previsiones de demanda claramente a la baja, fruto, a su vez, de la percepción que el crecimiento económico mundial puede ser menor de lo previsto pocas semanas atrás.

El oro mantiene su papel de refugio en época de turbulencias financieras.

El petróleo anota su máximo histórico y después se desploma.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2005	2006	2006	2007						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
Índice «The Economist» en dólares (*)										
General	3,4	27,5	33,2	21,8	17,7	17,2	20,1	15,9	15,6	22,8
Alimentarias	-1,8	10,8	20,2	16,5	18,9	30,9	35,6	30,6	37,9	44,6
Industriales	9,8	46,1	46,5	26,9	17,0	6,4	7,3	3,5	-3,8	2,9
<i>Agrícolas no alimentarias</i>	-2,4	12,4	2,0	4,5	3,1	7,6	21,9	29,5	26,4	20,7
<i>Metales</i>	16,6	62,0	66,2	36,2	21,8	6,2	3,4	-3,4	-12,1	-2,7
Índice «The Economist» en euros (*)										
	3,3	26,0	22,7	11,6	9,8	8,6	6,7	1,7	4,8	9,1
Petróleo (**)										
Dólares/barril	55,3	66,4	61,0	58,7	68,7	74,5	82,2	92,3	91,3	91,8
Tasa de variación	45,5	20,1	5,6	-6,7	-2,6	5,0	36,6	53,2	45,8	67,1
Oro										
Dólares/onza	445,3	604,4	614,2	649,6	667,8	680,2	754,6	806,0	806,5	888,9
Tasa de variación	8,7	35,7	26,4	17,2	6,4	9,4	28,7	28,4	28,2	40,8

NOTAS: (*) Tasa de variación interanual.

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

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

UNIÓN EUROPEA

En el cuarto trimestre la actividad de la eurozona pierde impulso.

Zona del euro: ajuste ordenado

Cambio de año, ¿cambio de ciclo? Las turbulencias de los mercados financieros exigen un diagnóstico aún más afinado, si cabe, de la llamada economía real. Tres ideas para centrar el dictamen. Primera, la zona del euro entró en una fase de menor crecimiento en el cuarto trimestre, lejos, con toda probabilidad, del 2,7% interanual del tercer trimestre. Segunda, los máximos actuales de la inflación, alejados del objetivo de control de precios del Banco Central Europeo (BCE), durarán un tiempo pero progresivamente se desinflarán. Tercera, la inercia de crecimiento y los fundamentos europeos permiten esperar que las turbulencias financieras y económicas internacionales tengan por el momento un impacto moderado en tér-

minos de actividad. Repasemos en todo caso los elementos que subyacen a las tres suposiciones.

Por lo que se refiere a la evolución económica global en el cuarto trimestre, el diagnóstico más afinado lo proporciona el indicador de sentimiento económico. De su evolución en dicho tramo final de 2007 se derivan dos conclusiones. La primera, que efectivamente la actividad cedió a lo largo del último trimestre del año, abandonando definitivamente los máximos cíclicos iniciados a finales de la primavera pasada. La segunda, que el ritmo de caída, lejos de intensificarse, se ha minorado en los meses de noviembre y diciembre. Ello no obstante, nada permite esperar que la tendencia no siga siendo bajista en los meses venideros.

LA ZONA DEL EURO ENCARA LA DESACELERACIÓN

Valor del índice de sentimiento económico



FUENTE: Comisión Europea.

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	Diciembre
PIB	1,6	2,9	3,2	3,2	2,5	2,7	-	...	-
Ventas al por menor	1,2	2,1	2,3	1,7	1,1	1,3	0,5	-1,3	...
Confianza del consumidor (*)	-13,8	-9,0	-7,1	-5,2	-2,4	-3,7	-6,1	-8,0	-8,6
Producción industrial	1,3	4,0	4,0	4,0	2,7	4,0	4,1	2,8	...
Sentimiento económico (*)	97,9	106,9	109,9	110,0	111,6	109,3	106,0	104,8	104,7
Tasa de paro (**)	8,8	8,3	7,9	7,6	7,5	7,3	7,2	7,2	...
Precios de consumo	2,2	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	2,6	3,1	3,1
Balanza comercial (***)	42,1	-10,4	-13,1	-0,9	15,6	31,3	37,4	34,9	...
Tipo de interés Euríbor 3 meses	2,2	3,1	3,6	3,8	4,1	4,5	4,8	4,6	4,8
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	103,3	103,6	104,6	105,5	107,1	107,6	109,6	109,8	111,0

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El repaso de los indicadores, tanto de oferta como de demanda, completa esta visión. Por el lado de la oferta, cabe destacar que la actividad industrial, buen indicador dada su sensibilidad a las inflexiones cíclicas, ha arrojado cifras menos positivas que las habituales en los últimos tiempos, con la producción industrial creciendo en noviembre al 2,8% interanual (1,3 puntos porcentuales menos que en octubre) y los pedidos industriales en su peor registro desde mayo de 2006.

Desde la perspectiva de la demanda, la caída de las ventas al por menor de noviembre (1,3% interanual) y el desplome de la confianza del consumidor apuntan a un pulso del consumo privado débil. Con todo, el hecho de que la tasa de paro se situase en noviembre en el 7,2% interanual, es decir, una cifra siete décimas porcentuales menor a la de un año antes, representa un soporte al gasto de las familias.

La inversión también parece entrar en una fase de menor expansión. En dicho

cuarto trimestre el grado de utilización de la capacidad productiva retrocedió dos décimas porcentuales respecto al trimestre anterior, situándose en el 84,2%. Adicionalmente, la producción industrial de bienes de equipo crecía en noviembre un 3,9% interanual, su peor registro desde abril de 2006.

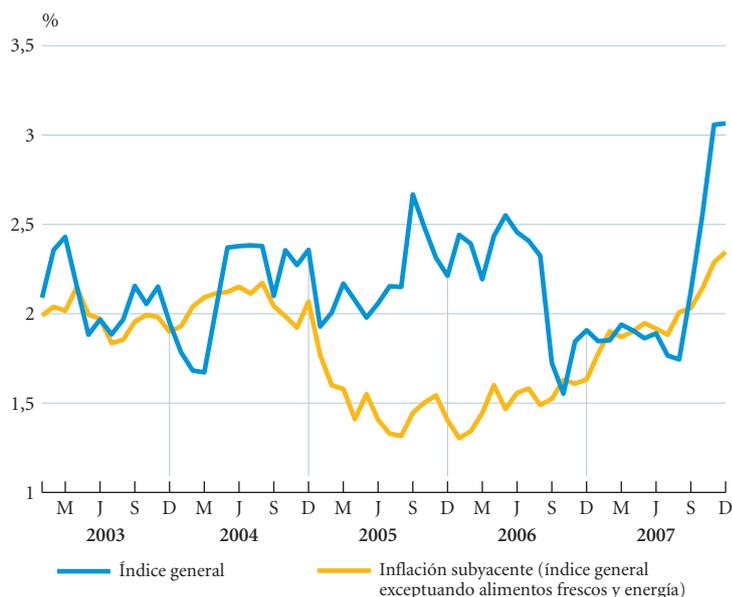
¿Puede el sector exterior contrarrestar este menor empuje interno? Cada vez en menor grado. Tras 14 meses con un saldo comercial tendiendo a recuperarse, en noviembre este perfil se rompió. Sorpresa relativa, toda vez que la paulatina desaceleración de las exportaciones de septiembre a noviembre, combinada con un mantenimiento del crecimiento de las importaciones, anticipaban dicho resultado. En este proceso, parece indiscutible que el coste, en términos de pérdidas de competitividad, que inflige la apreciación del euro tiene un papel destacado. Cabe recordar que, medido por el tipo de cambio efectivo nominal, el euro se ha encarecido un 4% sólo en el cuarto trimestre.

El consumo privado sigue débil y la inversión apunta a la baja.

El sector exterior tira de la actividad, pero menos.

FUERTE REPUNTE INFLACIONISTA EN LA ZONA DEL EURO

Variación interanual del IPC



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

El preocupante crecimiento de los precios de consumo, superior al 3% en diciembre, podría dar paso a una progresiva desaceleración.

Si la crisis internacional no arrecia ni contamina Asia, la zona del euro mantendrá un tono moderadamente expansivo.

Segunda cuestión: ¿qué pasa con los precios? En diciembre, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado repetía en el 3,1% interanual, sin cambio respecto a noviembre. Además del hecho de por sí alarmante que esta cifra está significativamente lejos del 2% que tiene como objetivo de inflación el BCE, la composición de la misma es inquietante ya que no sólo las partidas más volátiles son responsables del alza. Así, la inflación subyacente, que no incluye energía ni alimentos no elaborados, se ha enquistado en el 2,3% interanual, cuando hace apenas tres meses estaba en el 2,0%. Con todo, a partir de este punto cabe esperar que el proceso de aceleración de precios no vaya mucho más allá. Las previsiones de desaceleración en las economías industrializadas permiten prever una caída de los precios del crudo en los próximos trimestres por la menor demanda, lo que aliviaría la pre-

sión sobre el componente energético del IPC armonizado.

Último interrogante: ¿resistirá la eurozona el deterioro de la coyuntura internacional? En estos momentos se dibujan dos escenarios macroeconómicos distintos. Si la crisis se salda con un ajuste económico breve, aunque intenso, en Estados Unidos mientras Asia sigue ejerciendo su papel de motor mundial, la inercia actual de la eurozona tiene visos de continuidad. Es decir, aunque la demanda interna crezca menos y la aportación del sector se reduzca, la economía mantendrá suficiente dinamismo para crecer en la zona del potencial, es decir, no lejos del 2%. Por el contrario, si la crisis gripa el motor del crecimiento asiático, complicándose así la salida de la crisis en unos pocos trimestres, la zona del euro difícilmente podría escapar a una nueva etapa de bajo crecimiento.

Alemania: 2007, un buen año, ¿y después?

Alemania se sigue beneficiando de su mejor etapa económica desde finales de la década de los noventa. En 2007, según cifras preliminares de la Oficina Federal de Estadísticas, la economía germana creció un 2,5%, levemente por debajo del 2,9% de 2006. Estas cifras, cuando se ajustan por los días efectivamente trabajados, se convierten en un aumento del producto interior bruto (PIB) del 2,6% en 2007 y del 3,1% en 2006. Para encontrar varios ejercicios consecutivos con crecimientos del 2% o superiores hay que retrotraerse a los años 1998-2000.

Cabe recordar que un año atrás las preocupaciones sobre el impacto del aumento del impuesto sobre el valor añadido en el consumo eran notables y que las previsiones que manejaba el conjunto de los analistas apuntaban a un crecimiento de apenas el 1,5% para 2007. Al final, el consumo privado apenas retrocedió en 2007 y este movimiento fue más que compensado por el mayor impulso del consumo

público y de la aportación del sector exterior. Además, el año se saldó en equilibrio presupuestario y con un aumento del 1,7% del número de empleos (la creación neta fue de 650.000 empleos).

Los indicadores recientes confirman que el pulso económico alemán ha sido dinámico hasta hace poco. Pero introducen un matiz: en los últimos meses se ha materializado una inflexión a la baja. Los indicadores de consumo recalcan la falta de impulso en este ámbito. Por ejemplo, las ventas minoristas cayeron un 3,1% en noviembre y la confianza del consumidor retrocedió en noviembre y diciembre. Las exportaciones, penalizadas por el tipo de cambio de la moneda única, han empezado a crecer a un ritmo menos acusado. Mientras que seis meses atrás, en mayo, las ventas al exterior (en media móvil de 12 meses) crecían un 13,3% interanual, en noviembre se habían ralentizado al 9,7% interanual.

Por su parte, la producción industrial, tras unos meses en franca expansión, se desaceleró cerca de tres puntos porcen-

En 2007, Alemania crece mucho más de lo que esperaba un año atrás, equilibra sus cuentas públicas y crea empleo.

Las últimas tendencias apuntan a un enfriamiento económico paulatino en la recta final de 2007.

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	Diciembre
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	-1,8	0,2	-3,1	...
Producción industrial	2,8	6,0	6,3	7,6	5,4	5,5	6,4	3,5	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	107,0	107,5	108,0	105,4	103,9	104,2	103,0
Tasa de paro (**)	11,7	10,8	10,1	9,4	9,2	8,9	8,7	8,6	8,4
Precios de consumo	2,0	1,7	1,3	1,8	1,8	2,1	2,4	3,1	2,7
Balanza comercial (***)	156,3	151,6	155,3	165,1	177,4	190,5	195,0	196,0	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Alemania sigue beneficiándose del soporte de un mercado laboral sólido.

tuales en noviembre. El indicador IFO de actividad empresarial, tras sorprender en noviembre con un repunte inesperado, cayó en diciembre 1,2 puntos porcentuales retomando la senda de caídas iniciada en junio pasado. El rebote de enero, de 0,4 puntos, creemos que no impedirá nuevas cesiones a corto plazo. En conjunto, esta batería de indicadores confirma una tendencia reciente a menor crecimiento.

No obstante, y para alejar dramatismo alguno, cabe recordar que algunos fundamentos esenciales de la economía germana siguen sólidos. En particular, el mercado de trabajo está exhibiendo un tono excelente, con lo que se configura como un puntal importante. En diciembre, la tasa de paro retrocedió dos décimas porcentuales, hasta el 8,4%, un nivel 1,4 puntos menor al registrado un año atrás. Las cifras de empleo, referidas a noviembre, confirman que por tercer mes consecutivo el total de ocupados superaban los 40 millones.

Incluso el frente de los precios, que preocupa en Europa, tiene un cariz menos alarmante en el caso alemán. El IPC germano creció en diciembre un 2,7% interanual, retrocediendo cuatro décimas porcentuales respecto a noviembre. Sólo tres de los doce estados que compartían la mo-

neda única el pasado año exhibieron una ralentización de su inflación en diciembre. Además, y a pesar de que se ha destacado notablemente en la prensa alemana que la compañía ferroviaria ha aceptado una revisión salarial del 11% para el colectivo de conductores, la contención alemana en este frente sigue siendo notable. Los costes laborales unitarios apenas han crecido un 0,2% interanual en el tercer trimestre mientras que el salario por hora está creciendo un modesto 1,3% interanual en octubre. No parece, por tanto, que exista presión salarial que se pueda filtrar fácilmente a los precios finales.

Francia: el consumidor afloja pero la economía no descarrila

El esfuerzo reformador de Francia se ha topado con un enemigo que, no por esperado, es menos correoso. Frente a un intento de primar las actuaciones de carácter estructural, el deterioro coyuntural se ha alzado como una preocupación ciudadana. En el cuarto trimestre, la confianza del consumidor ha caído cinco puntos, fundamentalmente porque los consumidores galos hacen una lectura negativa de la situación actual. No tanto, en cambio, de la situación futura, que se deteriora en menor medida. Un resulta-

En Francia, empeora la confianza de los consumidores, preocupados por la dentellada inflacionista.

Los restantes indicadores apuntan, no obstante, a una desaceleración suave.

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	Diciembre
PIB	1,7	2,2	2,1	2,0	1,4	2,2	-	...	-
Consumo de los hogares	3,2	2,7	2,8	3,6	2,8	4,2	3,0	2,4	4,0
Producción industrial	0,3	0,9	0,6	1,0	0,3	2,3	4,2	2,5	...
Tasa de paro (*)	9,3	9,2	8,9	8,7	8,5	8,2	8,0	7,9	...
Precios de consumo	1,7	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	2,0	2,4	2,6
Balanza comercial (**)	-15,7	-26,7	-28,3	-28,6	-30,4	-32,6	-35,2	-37,8	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

do que no deja de ser paradójico dado que, en general, se espera un futuro peor que la situación actual.

La prensa ha reflejado esta preocupación atendiendo especialmente al empeoramiento inflacionista y a la pérdida de poder adquisitivo que conlleva. La cuestión no es meramente retórica. Las familias realmente se están apretando el cinturón como revela el hecho de que el consumo de los hogares crecía, en el cuarto trimestre, a un ritmo del 3,2% interanual, lejos del 4,2% del tercer trimestre. Se trata de una reacción lógica dado que la inflación en diciembre avanzaba al 2,6% interanual, cuando un año atrás, en diciembre de 2006, el ritmo de crecimiento era de sólo un 1,5%.

Pero estos malos datos, aún siendo relevantes, no son toda la historia. Algunos indicadores están ofreciendo resultados sensiblemente mejores de lo esperado. La producción industrial, sin ir más lejos, creció, en la media de octubre y noviembre, un 3,4% interanual, a comparar con el 2,3% del tercer trimestre. Dado que las exportaciones siguen desacelerándose hasta noviembre, este repunte industrial señala que el mercado interior no está en tan malas condiciones como aparenta.

En la misma línea apunta el indicador de sentimiento económico que, si bien cayó en el cuarto trimestre, se trata de un recorrido bajista moderado, de apenas un punto. Ello permite prever que en el cuarto trimestre el crecimiento francés no se alejará excesivamente del ritmo del trimestre anterior, cuando la economía avanzó un 2,2% interanual. Además, el descenso de la tasa de paro va a seguir atemperando los rigores de la desaceleración durante un cierto tiempo.

Más adelante las cosas pueden empeorar pero, al menos en cuestión de crecimien-

to económico, la economía gala parece estar en condiciones de no acusar excesivamente la pérdida de vigor y caer sólo moderadamente por debajo del 2% en 2008. Por ello, seguramente la vía de la reforma pragmática, la concertación internacional y el dejar operar los mecanismos de reequilibrio que tiene el modelo de bienestar francés –es decir, lo que parece ser la acción gubernamental hasta la fecha– pueden seguir siendo una combinación acertada a pesar del empeoramiento del tono coyuntural.

Italia: crisis de confianza

La noticia de que el PIB per cápita italiano se situó por debajo del español en 2006 según cifras de Eurostat ha causado, parafraseando un reciente éxito de la novelística europea, «estupor y temblores» en la opinión pública italiana. Aunque el dato en sí mismo es anecdótico, la reacción suscitada es significativa del malestar que la situación económica concita en Italia. La economía transalpina registró su último crecimiento fuerte en 2000, cuando alcanzó el 3,8%, anotando después una senda errática en que ningún año se superó el 2% anual. La pérdida de competitividad internacional registrada tras la entrada en el euro ha afectado al tradicionalmente fuerte sector industrial, lo que a su vez ha conducido a que el sector exterior se sitúe en déficit desde 2004. A finales de 2006 y principios de 2007 se percibía una mejora incipiente: el crecimiento se situaba, en el promedio del cuarto y primer trimestres, en el 2,6%.

Pero a partir de la primavera se ha producido un nuevo cambio de tercio. El crecimiento ha cedido (en el segundo trimestre fue del 1,8% interanual, y 1,9% en el tercero) y la inflación ha repuntado (2,6% interanual en diciembre, lejos del 1,9% de doce meses atrás). El consumo privado ha

Las previsiones dibujan un 2008 lejos de todo dramatismo.

Las dificultades económicas merman la confianza italiana.

La recuperación de finales de 2006 y principios de 2007 se diluye al avanzar el año.

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	Diciembre
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	2,3	0,3	...
Producción industrial	–0,8	2,6	3,7	1,2	0,7	0,7	–1,4	–2,8	...
Tasa de paro (*)	7,7	6,8	6,4	6,2	6,0	5,9	–	...	–
Precios de consumo	1,9	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	2,1	2,4	2,6
Balanza comercial (**)	–5,1	–18,2	–22,0	–19,6	–16,0	–11,6	–9,0	–8,2	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El Banco de Italia esboza un escenario de crecimiento mínimo en 2008 y 2009.

encontrado dificultades para consolidar su recuperación y la producción industrial volvió en octubre y noviembre a la zona de las caídas interanuales. Incluso la exportación, que parecía haber encontrado una senda estable de crecimiento, ha vuelto a desinflarse en los doce meses que finalizan en noviembre. Tomados estos indicadores en su conjunto existen pocas dudas que la desaceleración habrá sido importante en el cuarto trimestre.

Lo peor, no obstante, puede estar por venir. En su último boletín económico, el Banco de Italia presentó su escenario macroeconómico para 2008 y 2009. Del crecimiento estimado del 1,7% en 2007 se pasará, según las previsiones del banco central, a tasas de avance del orden del 1% en los dos próximos años, resultado de un entorno internacional adverso pero también de dificultades internas. Específicamente, el Banco de Italia espera que la demanda interna se desacelere en 2008 y 2009 debido al menor crecimiento de consumo e inversión y que la contribución negativa del sector exterior no se corrija hasta dicho 2009. La inflación, por su parte, no dará un respiro en 2008, ya que en promedio anual mantendrá el ritmo de crecimiento actual. En 2009, por el contrario, se confía que retorne a niveles del 2%. En definitiva, poco alivio para el

En el Reino Unido, preocupa el súbito debilitamiento del consumo privado.

cariacotenido ciudadano italiano, que además debe afrontar la caída del gobierno Prodi.

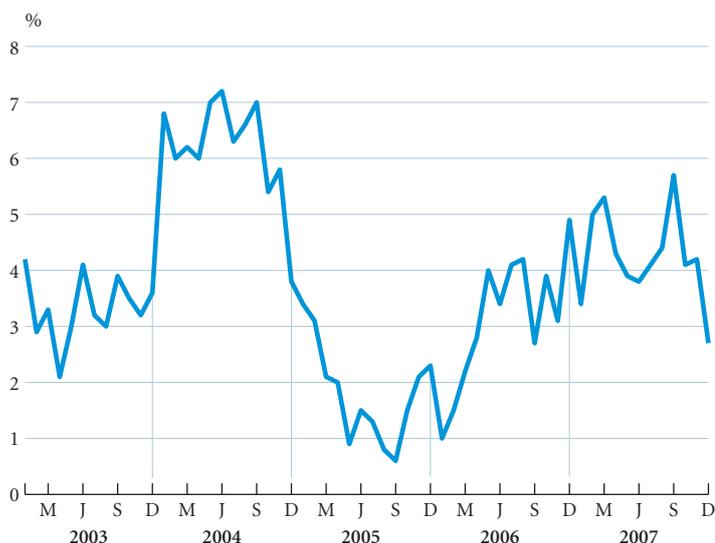
Reino Unido: consumidor tocado y... ¿hundido?

¿Se salvará el Reino Unido de una ralentización profunda del crecimiento? Dependerá fundamentalmente de si el consumo resiste sin desplomarse el endurecimiento de las condiciones de crédito y un tono económico general más negativo que el de los últimos ejercicios. Por el momento no se avista un final rápido al proceso de ajuste del gasto de los hogares. Como muestra, un indicador y unas declaraciones. El indicador, las ventas al por menor, que crecieron en diciembre un tímido 2,7% interanual, su peor cifra desde septiembre de 2006 y menos de la mitad que el ritmo registrado apenas tres meses antes, en septiembre de 2007. La declaración, la del director ejecutivo de Marks & Spencer, Stuart Rose, que afirmó a la finalización de la campaña navideña que la actual es «...la peor situación que he visto en una década».

Los indicadores de carácter más anticipatorio, como el componente de expectativas del indicador de confianza del consu-

EL CONSUMO BRITÁNICO PIERDE SU ALEGRÍA

Variación interanual de las ventas al por menor



FUENTE: Office for National Statistics.

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	Diciembre
PIB	1,8	2,9	3,3	3,1	3,2	3,3	-	...	-
Ventas al por menor	1,8	3,2	3,9	4,6	4,0	4,8	4,1	4,2	2,7
Producción industrial	-2,0	0,1	0,9	-0,3	0,6	0,3	1,0	0,3	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Precios de consumo	2,0	2,3	2,7	2,9	2,6	1,8	2,0	2,1	2,1
Balanza comercial (**)	-64,9	-74,0	-76,9	-77,8	-79,0	-81,6	-83,5	-84,2	...
Tipo de interés Libor 3 meses (***)	4,9	4,6	5,1	5,3	5,6	6,0	6,3	6,3	6,6
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra	99,6	98,0	102,7	103,9	104,0	104,3	102,2	102,9	101,2

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

midor, apuntan con claridad que el proceso de contención del consumo privado no está agotado. En la misma línea se sitúan las previsiones de los analistas que descartan que el consumo de los hogares repunte antes de finales de 2008. Otros indicadores de actividad, como la producción industrial, que creció un modes-

to 0,3% interanual en noviembre, o el sentimiento económico ratifican que el pulso económico va de baja. Prácticamente queda como único alivio una situación del mercado laboral positiva, con la tasa de paro inmóvil en el 2,5% entre octubre y diciembre.

Otros indicadores también refuerzan el diagnóstico de una economía que pierde ritmo a marchas forzadas.

El Banco de Inglaterra rebajará tipos pero no está claro que se pueda reavivar la economía de forma clara.

En esta situación, ¿vendrá el Banco de Inglaterra al rescate? Cantos de sirena no están faltando. Además del propio Stuart Rose, Alistair Darling, el ministro de Economía, declaró que a su juicio el Banco disponía de margen de maniobra suficiente en su política monetaria para rebajar sus tipos de intervención. El problema, no obstante, que afronta el Banco de Inglaterra es que debe anclar las expectativas de inflación –aunque la inflación se situaba en un 2,1% interanual en diciembre, las previsiones apuntan a una

ruptura al alza de estos niveles–, evitar debilitar aun más la libra esterlina y tratar de salvar el crecimiento. Según la opinión mayoritaria, en el balance de riesgos pesará más este último factor, pero incluso así, el Reino Unido podría no evitar el parón económico. Por el momento, y según las estimaciones preliminares, el crecimiento en el cuarto trimestre fue de 2,9% interanual, frente al 3,3% del trimestre precedente. El ajuste, por tanto, ya ha empezado.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

La Reserva Federal aplica la receta anticrisis

El 22 de enero la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, en un movimiento drástico, recortó el tipo de referencia 0,75 puntos porcentuales hasta el 3,50%. La decisión se tomó antes de la reunión de política monetaria prevista para el 30 de enero y en un ambiente de temor a un desplome violento de las bolsas. La cuantía de la bajada fue la más elevada de los últimos 23 años. La rapidez e intensidad del movimiento son significativos e indican la percepción de riesgos que tiene el banco central.

En un entorno de desaceleración económica y ante el incremento de riesgos a la

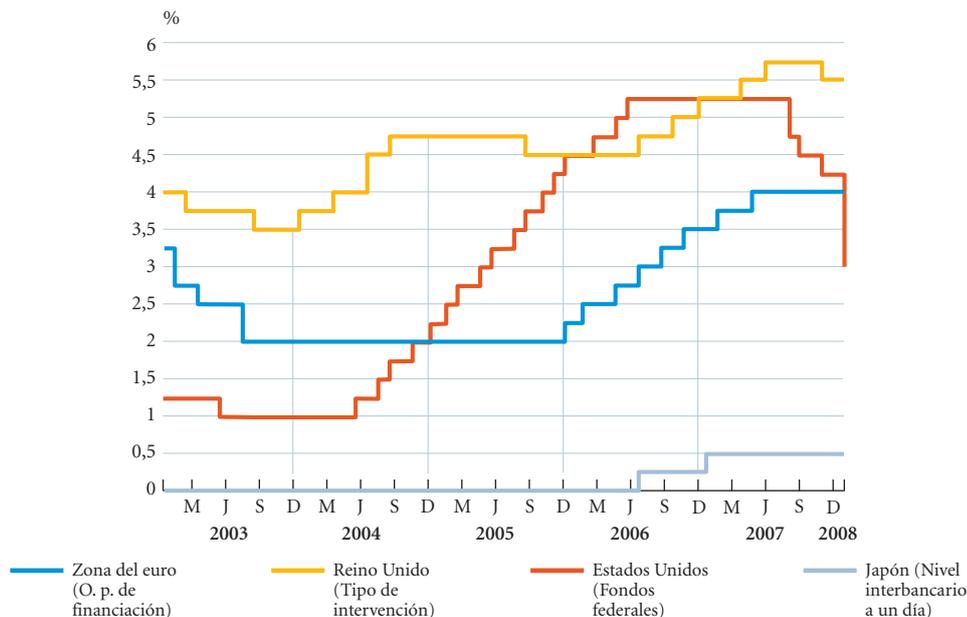
baja en la actividad en los Estados Unidos, los banqueros centrales prefirieron sorprender a los mercados con contundencia para intentar estabilizar la situación. Además, en su comunicado la Fed afirmó abiertamente que continuaría actuando de forma decidida para contener los riesgos. En efecto, el 30 de enero, el comité monetario de la Reserva Federal resolvió aplicar una bajada adicional de 50 puntos básicos del tipo de referencia.

En contraposición, el gobernador del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, en su comparecencia ante el Parlamento Europeo al día siguiente del primer recorte de la Fed de enero, afirmó que en momentos de fuertes turbulencias es responsabilidad del banco

La Reserva Federal sigue recortando su tipo de referencia por el riesgo de recesión en Estados Unidos y ante la caída de las bolsas.

LA RESERVA FEDERAL BAJA EL TIPO DE REFERENCIA HASTA EL 3%

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTE: Bancos centrales.

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									
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	4,81	4,69	4,50	5,13	0,99	5,75	6,61	2,62
Diciembre	4,00	4,68	4,75	4,25	4,70	0,90	5,50	5,99	2,63
2008									
Enero (1)	4,00	4,39	4,42	3,50	3,85	0,90	5,50	5,57	2,59

NOTAS: (1) Día 22.

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

(3) Últimas fechas de variación: 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%), 22-01-2008 (3,50%).

(4) Últimas fechas de variación: 10-6-04 (4,50%), 5-8-04 (4,75%), 4-8-05 (4,50%), 3-8-06 (4,75%), 9-11-06 (5,00%), 11-1-07 (5,25%), 10-5-07 (5,50%), 6-12-07 (5,25%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

En cambio, el Banco Central Europeo mantiene su discurso antiinflacionista.

central mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación para evitar una mayor volatilidad. A estas declaraciones se sumaron las del miembro del Consejo de Gobierno del BCE y presidente del Bundesbank, Axel Weber, comentando que si bien la desaceleración económica de los Estados Unidos ciertamente afectará al resto del mundo, los efectos en la eurozona podrían producirse con un diferimiento en el tiempo y que esta vez podría ser más suave que en episodios anteriores. En definitiva, la señal del BCE es de mantener su política de esperar y ver antes de tomar una decisión de política monetaria.

La declaración del BCE es consistente con su decisión de política monetaria de la reunión del 10 de enero, en la que mantuvo el tipo oficial de la eurozona en el 4%. Aunque la institución monetaria reconoce que las expectativas de crecimiento económico se han deteriorado y que los riesgos a la actividad son a la baja, sigue manteniendo su escenario central en el que el crecimiento durante este año estará cercano al potencial. Si bien reconoce que los precios de consumo se mantendrán por encima del 2% por el empuje de los precios energéticos y de alimentación durante los próximos meses, considera que la propia di-

námica de precios reconducirá la situación a finales de año mientras no haya efectos de contaminación de las subidas de precios hacia salarios.

En el cuadro anterior puede verse como finalmente el conjunto de inyecciones de liquidez y bajadas de tipos por parte de algunos bancos centrales han conseguido reducir el tensionamiento de los mercados monetarios. La normalización ha sido más intensa en aquellas zonas monetarias donde se había producido una mayor tensión a finales del año pasado, es decir, Estados Unidos y el Reino Unido, pero también en la eurozona el tipo de interés euríbor a 3 meses, que había alcanzado un 4,81% a finales de noviembre, ha caído hasta el 4,39%. Por ejemplo, el tipo euríbor a 1 año, al que están vinculadas la mayoría de hipotecas en España, ha quebrado la senda alcista y si hace unos meses parecía dirigirse al 5%, ahora está cotizando un 4,42%.

Tampoco Asia lo pasa bien, pues el Banco Central de Japón mantuvo el tipo de referencia en el 0,5% en su reunión del 22 de enero y reconoció que el crecimiento de la actividad era inferior al previsto hace unos meses. La autoridad monetaria cree que el crecimiento en el año fiscal japonés que finaliza el 31 de marzo será inferior al crecimiento potencial del 1,5%-2,0%, debido a la caída en la inversión inmobiliaria. El gobernador Toshihiko Fukui comentó que mantiene la política básica de normalización del tipo oficial a medida que se expande la economía japonesa. Sin embargo, el mismo gobernador tuvo que admitir que el consejo de gobierno de la entidad se encuentra ante una delicada disyuntiva debido a la incertidumbre sobre el impacto de la desaceleración de Estados Unidos. El gobernador opina que el motivo de subir el tipo oficial gradualmente es para evitar un riesgo de sobreinversión que haga insostenible el crecimiento en el futuro duran-

te un largo periodo por la creación de burbujas en todo tipo de activos.

Por su parte, el banco central chino, en su lucha contra la inflación, volvió a elevar el coeficiente de reservas de los bancos comerciales hasta el 15%, siendo efectivo desde el 25 de enero. Este es el undécimo incremento en los últimos trece meses. Esta medida fue complementada por el regulador del sistema financiero chino, que anunció que harán más restrictivas las orientaciones de concesión de créditos durante el 2008 para contrarrestar el sobrecalentamiento de la economía.

Los tipos a largo plazo bajan pero se restringe el crédito en la eurozona

Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública han bajado notablemente en un contexto de turbulencias financieras. Por ejemplo, a pesar de que el BCE mantiene el tipo de interés de referencia en el 4%, el tipo de interés de la deuda pública a 10 años en la zona del euro bajó hasta el 3,91%, es decir, la curva de tipos de interés se ha invertido. El movimiento más destacado se ha producido en Estados Unidos, donde la deuda a 10 años ha llegado a cotizar un 3,63%.

Dos motivos principales explican la bajada de las curvas de deuda pública. En primer lugar, el deterioro de las expectativas de crecimiento en Estados Unidos y las dudas sobre el impacto de esta desaceleración sobre el resto del mundo. Este factor ha impulsado al mercado a descontar bajadas de tipos por parte de los bancos centrales que han arrastrado a toda la curva de tipos de interés. El segundo factor es la huida hacia la calidad, esto es, la venta de activos con mayor riesgo y la compra como refugio de activos libres de riesgo como son los bonos emitidos por los gobiernos de la eurozona y Estados Unidos. Como el movimiento del precio de

Los tipos de interés del mercado interbancario van normalizándose lentamente.

China decide subir el coeficiente de reserva bancario para enfriar la economía.

Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública caen por las perspectivas de desaceleración económica.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2005	2006	2007			2008
			Junio	Septiembre	Noviembre	23 enero
Estados Unidos	4,39	4,70	5,02	4,59	4,02	3,63
Japón	3,31	1,69	1,88	1,69	1,51	1,36
Eurozona	1,48	3,95	4,57	4,33	4,33	3,91
Reino Unido	4,10	4,74	5,46	5,01	4,51	4,37
Suiza	1,97	2,52	3,23	3,01	3,05	2,75

FUENTE: Bloomberg.

La huida hacia la calidad desplaza las curvas de tipos de interés hacia abajo.

los bonos y de su rentabilidad es inverso, las compras masivas de bonos han hecho subir el precio de la deuda pública haciendo caer la rentabilidad ofrecida por este tipo de activos.

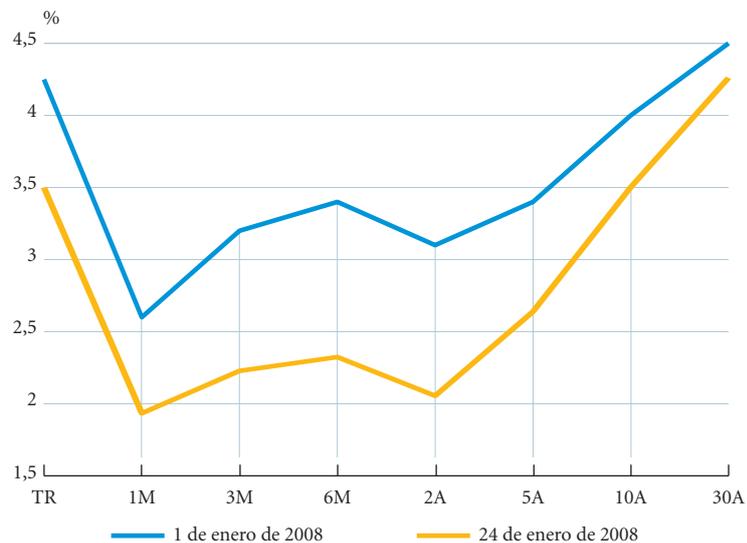
En el siguiente gráfico puede observarse el fuerte desplazamiento de las curvas de deuda pública en la zona del euro y Estados Unidos desde el inicio de este año. Mientras que el primero de enero un in-

versor podía adquirir un bono con un vencimiento a 2 años emitido por un gobierno de la eurozona y le ofrecían una rentabilidad de 4,0%, ahora, en cambio, comprando el mismo bono sólo le ofrecen una rentabilidad anual del 3,4%.

Las caídas han sido más intensas en los tramos cortos de las curvas. En el caso de la zona del euro las rentabilidades se han recortado alrededor de 60 puntos básicos

BAJAN LOS TIPOS DE INTERÉS

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



NOTAS: TR = Tipo de referencia del banco central. M = Meses, A = Años.
FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

(100 puntos básicos es un 1%), en Estados Unidos las caídas en los tramos del 3 meses hasta el 2 años ha sido de unos 100 puntos básicos. Estos movimientos se han producido en los primeros 24 días del año, es decir, el movimiento ha sido muy rápido y violento.

Siempre es importante conocer cuál es la situación de concesión de crédito, información que cobra mayor importancia en una situación de turbulencia financiera. Desde este punto de vista es muy útil la encuesta que el BCE realiza cuatro veces al año sobre la situación de concesión de préstamos en la zona del euro. El BCE suele preguntar a unas 85 entidades financieras y para que la encuesta sea significativa se escoge a las entidades más importantes. El objetivo de la encuesta es conocer cuáles son las condiciones financieras y complementar las estadísticas sobre las condiciones de oferta y demanda crediticia por parte de las empresas y las familias en la eurozona. Debido a las turbulencias financieras, el BCE decidió adelantar esta encuesta y el 18 de enero publicó los resultados.

En la encuesta de concesión de préstamos se repasa el cuarto trimestre del año pasado y las perspectivas para el primer trimestre de este año. De la misma, pueden extraerse cuatro conclusiones. La primera es que se mantiene el endurecimiento en la concesión de crédito a las empresas y se espera que éste se intensifique durante el

primer trimestre para las grandes empresas. Los factores que contribuyen a este endurecimiento son por orden de importancia: el empeoramiento de las perspectivas sobre el sector económico, el encarecimiento del coste de capital para la banca y, en menor medida, la menor competencia bancaria por conseguir nuevos clientes en el sector empresarial.

La segunda idea que se puede extraer de la encuesta es que los bancos también prevén una mayor caída en la demanda de crédito por parte de las grandes compañías en comparación con las pequeñas y medianas empresas durante el primer trimestre de 2008. El motivo principal es la prevista reducción de la actividad de fusiones y adquisiciones y debido al aumento de la incertidumbre el aplazamiento de algunos planes de inversión en activos fijos.

El tercer elemento importante es que las expectativas sobre el sector inmobiliario han vuelto más precavidas a las instituciones financieras en la concesión de crédito a los hogares para financiar la adquisición de una vivienda. Este endurecimiento se ha implementado a través de una ampliación de los diferenciales y otras comisiones en la operación de concesión de una hipoteca, así como en solicitar más garantía para autorizar la operación. Finalmente, se mantiene una fuerte desaceleración de la demanda de crédito por parte de las familias para fi-

La banca europea confirma el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito.

La ampliación de diferenciales y la solicitud de mayores garantías son las vías para endurecer el crédito hipotecario.

CONDICIONES DE CONCESIÓN Y DEMANDA DE CRÉDITO BANCARIO EN LA EUROZONA

	OFERTA				DEMANDA			
	Empresas		Hogares		Empresas		Hogares	
	Grandes	PYMES	Vivienda	Consumo	Grandes	PYMES	Vivienda	Consumo
4º Trim. de 2007	Endurecimiento	Endurecimiento	Endurecimiento intenso	Endurecimiento intenso	Descenso	Descenso	Descenso intenso	Descenso
1er. Trim. de 2008	Endurecimiento intenso	Endurecimiento	Endurecimiento	Endurecimiento	Descenso intenso	Descenso	Descenso intenso	Descenso

FUENTES: BCE y elaboración propia.

Fuerte volatilidad en el mercado de divisas.

nanciar la compra de vivienda. Aunque el crédito al consumo para hogares también se desacelera, de momento lo hace con menor intensidad en comparación con los créditos para vivienda.

El mercado de divisas refleja el menor apetito por asumir riesgo

La volatilidad generalizada de los mercados de activos financieros también ha afectado a las divisas. En la primera semana del año el euro cotizó a 1,472 contra el dólar y alcanzó un máximo histórico de 1,487 el 14 de enero, pero posteriormente se debilitó, en un entorno de elevada volatilidad. En el cuadro adjunto puede verse que la variación de la divisa europea contra el dólar desde final de diciembre del año pasado es nula. Pero este dato enmascara fuertes movimientos de ida y vuelta.

En líneas generales puede afirmarse que durante el mes de enero el dólar se ha depreciado contra el yen japonés algo más de un 5% y contra el franco suizo un 3,5%.

Los elementos que han afectado estos movimientos son las diferentes posiciones de los agentes económicos: la Reserva Federal bajando los tipos, el BCE manteniendo el discurso antiinflacionista y los inversores, nerviosos por las expectativas de beneficios empresariales y las dudas sobre la economía norteamericana. Ante este panorama, los gestores de las carteras de inversión decidieron reducir riesgo, lo cual se tradujo en una apreciación del yen, pues se recortaron posiciones de endeudamiento en yenes. Además, se redujo el peso del dólar y se refugiaron en el franco suizo que suele actuar como activo de reserva cuando se incrementan las turbulencias financieras. Tampoco la

Los inversores reducen las carteras de yenes y dólares y se refugian en el franco suizo.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

23-01-2008

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	106,1	-7,7	-5,3	-14,6
Libra esterlina	0,511	1,0	1,4	1,2
Franco suizo	1,095	-5,7	-3,5	-13,5
Dólar canadiense	1,027	4,2	2,8	-14,9
Peso mexicano	10,942	1,2	0,3	-0,1
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,459	1,3	0,0	12,0
Yen japonés	154,8	-5,9	-5,0	-2,3
Franco suizo	1,597	-4,1	-3,4	-1,3
Libra esterlina	0,745	2,4	1,4	13,4
Corona sueca	9,501	0,2	0,7	4,6
Corona danesa	7,451	-0,1	-0,1	0,0
Zloty polaco	3,628	0,5	0,7	-6,5
Corona checa	26,04	-1,8	-1,8	-7,3
Forint húngaro	258,0	1,6	1,9	1,4

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

FUENTE: Bloomberg.

divisa británica quedó al margen, pues los inversores salieron de la libra esterlina ante las expectativas de mayores rebajas de tipos de interés en el Reino Unido.

El año se inicia con más retrocesos en la renta variable

Desde principios de diciembre del año pasado las bolsas más importantes del mundo han caído entre un 14 y un 20%. La única excepción ha sido el índice Nikkei de la bolsa japonesa, que inició su caída a mediados de octubre del año pasado y desde entonces acumula un descenso de un 22%. Pero los acontecimientos en renta variable se aceleraron durante el mes de enero. El lunes 21, estando los mercados en Estados Unidos cerrados por la festividad de Martin Luther King, las bolsas asiáticas y europeas sufrieron importantes caídas.

Uno de los factores que desencadenaron la crisis de confianza de los inversores el

lunes 21 fue el anuncio, el viernes 18, del recorte de la calificación crediticia de algunas importantes compañías aseguradoras de crédito estadounidenses, las denominadas *monolines*. Estas compañías aseguran emisiones de bonos realizadas por otros emisores que poseen un *rating* inferior al máximo, AAA. En caso de impago, la *monoline* se compromete a que el inversor reciba todo el dinero; a cambio, el emisor paga una prima.

La importancia estratégica de estas compañías se debe a que han asegurado emisiones por valor de miles de millones de dólares. Las pérdidas que se producirían en el sistema financiero estadounidense serían de un orden de magnitud tal que podrían provocar un riesgo sistémico. Las bajadas de *ratings* de estas aseguradoras obligarían a bajar la calificación de bonos emitidos por valor de 2,4 billones de dólares, con el consiguiente impacto en precios, recomposición de carteras y consumo de capital bancario para aquellas emisiones que estén en los balances de instituciones financieras.

Semana fatídica para las bolsas...

FUERTE CAÍDA EN LAS BOLSAS

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



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

25-01-08

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.207,2	-9,9	-8,0	-2,3
<i>Standard & Poor's</i>	1.330,6	-11,1	-9,4	-6,6
<i>Nasdaq</i>	2.326,2	-14,3	-12,3	-4,4
Tokio	13.629,2	-12,4	-11,0	-21,9
Londres	5.869,0	-9,4	-9,1	-6,4
Zona del euro	3.777,1	-13,9	-14,2	-9,5
<i>Francfort</i>	6.816,7	-14,8	-15,5	1,5
<i>París</i>	4.878,1	-13,1	-13,1	-13,0
<i>Amsterdam</i>	438,7	-15,0	-14,9	-12,8
<i>Milán</i>	25.898,0	-11,0	-11,9	-20,6
<i>Madrid</i>	13.141,1	-14,1	-13,4	-9,6
Zurich	7.686,9	-9,2	-9,4	-15,8
Hong Kong	25.122,4	-10,7	-9,7	21,5
Buenos Aires	1.982,7	-7,6	-7,9	-3,0
São Paulo	57.463,0	-8,9	-10,1	28,6

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

FUENTE: Bloomberg.

...desencadenada por el recorte del rating de las *monoline*, entre otros factores.

Otro factor que pesó en el ánimo de los inversores fue la duda sobre la rapidez y eficiencia de la puesta en marcha del plan fiscal del Tesoro de Estados Unidos, por la dificultad técnica de tener preparadas las medidas estrella de un plan fiscal de choque antes de mediados de año. Por otra parte, la caída del lunes 21 pudo verse amplificada por las operaciones de Société Générale, al deshacer las posiciones fraudulentas creadas por un operador en el mercado de futuros.

En cualquier caso, ante el peligro de que el desplome se reprodujera al día siguiente en la bolsa estadounidense, la Reserva Federal tomó la decisión extraordinaria de recortar el tipo de interés oficial antes de que abrieran los mercados. La bajada de tipos de la Fed permitió la fuerte recu-

peración del martes, pero el miércoles se registraron caídas significativas de aproximadamente un 5%, cuando el BCE comentó su no predisposición a bajar tipos. Sin embargo, jueves y viernes las bolsas se recuperaron, y subieron alrededor de un 8%.

La recuperación vivida al final de la semana, durante los días 24 y 25 de enero, se debió fundamentalmente a la reunión que mantuvieron los reguladores de seguros del Estado de Nueva York con los principales bancos para preparar un plan de rescate, a través del cual recapitalizar la *monoline* para garantizar la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, el mercado todavía no ha encontrado unos niveles de estabilidad y la volatilidad sigue siendo la norma.

La actuación de la Fed apacigua los mercados, pero la volatilidad se acrecienta.

Oro a 900 dólares: ¿por qué?

La fascinación por el oro viene de lejos. En *La Metamorfosis*, Ovidio cuenta cómo el rey Midas se ganó el favor de Dionisio, dios del vino, por acoger a Sileno en su palacio después de uno de sus célebres excesos con el alcohol. Complacido, Dionisio le concedió un deseo y Midas eligió el don de convertir en oro todo lo que tocara. Sin embargo, un banquete en el que convirtió todo manjar en alhaja fue suficiente para arrepentirse de su avaricia. Para librarse del don, tuvo que lavar sus manos en el río Pactolo y su fondo se transformó en un gran depósito del preciado metal.

Las reservas de este río se agotaron hace siglos, pero el interés por el metal dorado no. Los alquimistas, incluido Isaac Newton, buscaron con esmero la piedra filosofal que les permitiría convertir el metal vulgar en oro pero fracasaron en su empeño. De haber triunfado, es muy probable que el oro no cotizase hoy cerca de los 900 dólares por onza troy (aproximadamente 31 gramos). En el clima actual de incertidumbre económica, este metal precioso ha vuelto a brillar y su precio ha aumentado un 40% respecto a su valor a principios de 2007 –un retorno del que pocos activos pueden presumir en este periodo de tiempo–.

EL PRECIO DEL ORO EN MÁXIMOS EN TÉRMINOS NOMINALES, PERO NO REALES

Dólares por onza troy, promedios mensuales



FUENTES: Datastream y elaboración propia.

A muy largo plazo, sin embargo, el oro no ha sido tan buena inversión. De hecho, han sido necesarios más de veinticinco años para que su precio superara los máximos alcanzados en 1980. Descontando el efecto de la inflación, el nivel de precios actual se encuentra todavía un 50% por debajo del máximo. Este patrón de rentabilidad es común al de otras materias primas, cuyo precio, en términos reales, siguió una senda decreciente entre 1980 y finales de los años noventa, repuntando sólo desde entonces. Eso sí, el repunte ha sido fuerte –en el caso del oro, el precio ha aumentado un 250% entre 2000 y 2008–.

La subida del oro en los últimos años ha coincidido con un estancamiento de la oferta. Como ilustra el gráfico siguiente, la producción minera mundial ha perdido fuelle desde alrededor de 2000. La razón principal ha sido la caída en la producción de Sudáfrica, debida al aumento en los costes de extracción y la disminución de reservas. En 2007, por primera vez en más de cien años, el país africano ha perdido su posición como primer productor mundial frente a China. Otro factor por el lado de la oferta que parece haber incidido en los precios ha sido un nivel de ventas menor de lo esperado por parte de los bancos centrales de todo el mundo. Hace unos años, éstos se plantearon reducir sus tenencias de oro y sustituirlas por deuda pública, más fácil de almacenar y que además paga un interés anual. A pesar de estas intenciones, 30.000 toneladas de lingotes continúan formando parte de las reservas oficiales de los bancos centrales, sólo 3.400 toneladas menos que en 2000 (véase la tabla siguiente). Este volumen de ventas oficiales ha sido aproximadamente equivalente a un 15% de la demanda mundial, por debajo del nivel de ventas máximo que los bancos centrales acordaron en 2004 para evitar un hundimiento del precio del oro.

El ímpetu de la demanda también ha contribuido al alza de los precios. Tres factores principales la han impulsado: en primer lugar, el fuerte crecimiento económico en India y los países de Oriente Medio productores de petróleo, todos ellos países de fuerte tradición compradora de joyas. Curiosamente, India es responsable de un

LA OFERTA DE ORO SE HA ESTANCADO

Índices 1980 = 100



FUENTES: World Gold Council y FMI.

20% de la demanda mundial de oro, aunque su PIB, ajustado por poder de compra, representa poco más del 4% del PIB mundial según las últimas estimaciones del Banco Mundial. Sin embargo, la última noticia que llega de India es que la demanda allí ha caído bruscamente en los últimos meses, algo que pone en duda la sostenibilidad del nivel de precios actual.⁽¹⁾ El segundo factor con un fuerte impacto sobre la demanda ha sido la creación desde 2003 de varios fondos cotizados (también conocidos por su término en inglés *Exchange Traded Funds* o ETF) que invierten en oro. En 2006, los ETF contribuyeron más de un 7% a la demanda mundial de oro. En tercer lugar, el oro se ha beneficiado en los últimos años, y muy especialmente en los últimos meses, de su rol tradicional

como valor refugio durante periodos de debilidad del dólar y de turbulencias financieras. Históricamente, el precio del oro tiende a subir cuando el dólar se deprecia y es inmune a caídas en las bolsas.

En definitiva, el alza en el precio del oro en los últimos años se ha debido fundamentalmente a la falta de crecimiento de la oferta y al fuerte auge de la demanda de joyería en países emergentes. En los últimos meses, sin embargo, el oro se ha beneficiado claramente de la percepción que de él se tiene como activo refugio en un clima de incertidumbre. ¿Pero qué pasará cuando la tormenta amaine? No se puede descartar para entonces una caída considerable en el precio del oro. Si ello sucede, quizás será bueno recordar que el mejor valor refugio es, en realidad, un bono del gobierno indexado a la inflación, lo más cercano que conocemos a un activo sin riesgo.

TENENCIAS DE ORO OFICIALES Y EN ETF (*)

En toneladas

	2000	2007
Estados Unidos	8.138	8.133
Alemania	3.468	3.417
FMI	3.217	3.217
Francia	3.025	2.643
Italia	2.452	2.452
Suiza	2.590	1.177
Japón	754	765
Holanda	912	641
BCE	747	605
China	395	600
Tenencias oficiales mundiales	33.375	29.955
Tenencias a través de ETF	0	866

NOTA: (*) Exchange Traded Funds.

FUENTE: World Gold Council.

(1) «India's families tap their gold reserves», Financial Times, 17 de enero de 2008.

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

España, en el grupo de cabeza del concierto económico mundial

bio corrientes, muy poco por detrás de Canadá.

Ahora bien, la mejor forma de comparar el tamaño de economías diferentes es en paridad de poder de compra, es decir, corrigiendo los PIB según los niveles de precios relativos. En efecto, normalmente la comparación del PIB usando tipos de cambio infravalora el tamaño de las economías en desarrollo, cuyos niveles de precios tienden a ser más bajos que los de los países avanzados.

Desde este punto de vista, la economía española ocupaba el undécimo lugar por PIB en paridad de poder de compra en

España ocupa el noveno lugar mundial por el tamaño de la economía, medido a tipos de cambio corrientes y el undécimo en paridad de poder de compra...

Los últimos años de globalización económica se han caracterizado por el empuje de las economías emergentes, algunas de las cuales han hecho su irrupción en los primeros puestos de la clasificación económica mundial por tamaño. ¿Cuál es la posición de España en este contexto? Recientemente el Banco Mundial, en colaboración con otros organismos internacionales, ha puesto al día su ranking, lo que permite una apreciación homogénea al respecto. Con datos referidos a 2005 España ocupaba el noveno lugar por producto interior bruto (PIB) a tipos de cam-

PIB MUNDIAL 2005

Miles de millones de dólares de EEUU

	En paridad de poder de compra (*)		A tipos de cambio corrientes	
	Total	% PIB mundial	Total	% PIB mundial
1 Estados Unidos	12.376	22,5	12.376	27,9
2 China	5.333	9,7	2.244	5,1
3 Japón	3.870	7,0	4.549	10,3
4 Alemania	2.515	4,6	2.791	6,3
5 India	2.341	4,3	779	1,8
6 Reino Unido	1.902	3,5	2.244	5,1
7 Francia	1.862	3,4	2.136	4,8
8 Rusia	1.698	3,1	763	1,7
9 Italia	1.627	3,0	1.770	4,0
10 Brasil	1.585	2,9	883	2,0
11 España	1.184	2,2	1.130	2,6
12 México	1.175	2,1	768	1,7
13 Canadá	1.133	2,1	1.135	2,6
14 Corea	1.027	1,9	791	1,8
15 Australia	672	1,2	712	1,6

NOTA: (*) PIB corregido según los niveles de precios relativos.

FUENTES: Banco Mundial y elaboración propia.

2005. Tres colosos emergentes, India, Rusia y Brasil, con una población muchísimo mayor, pasaban adelante. En cambio, España superaba a Canadá con esta medida.

Pero, ¿y en términos de PIB per cápita, que al fin y al cabo es una medida que se aproxima más al bienestar de los ciudadanos? Entonces la posición no es tan favorable, puesto que España pasa a ocupar el lugar 25 medido en paridad de poder de compra. Los primeros lugares son ocupados por países relativamente pequeños como Luxemburgo, Qatar, Noruega, Brunei y Kuwait, y como se observa ricos en petróleo en su mayoría. No obstante, Estados Unidos ocupa el sexto lugar e Irlanda el octavo.

Sin embargo, y con los últimos datos del Eurostat de 2006, España avanzó a Italia en PIB per cápita en paridad de poder de compra. Según los datos del Banco Mundial de 2005 España ya se había aproximado mucho a Italia gracias al dinamismo de su economía, alcanzando 27.270

dólares frente a los 27.750 dólares de Italia. De esta forma, en 2006 España ocupaba el duodécimo puesto por PIB per cápita en paridad de poder de compra en la Unión Europea, un 5% por encima de la media de los veintisiete.

2007: buen balance, pero con signos de ralentización

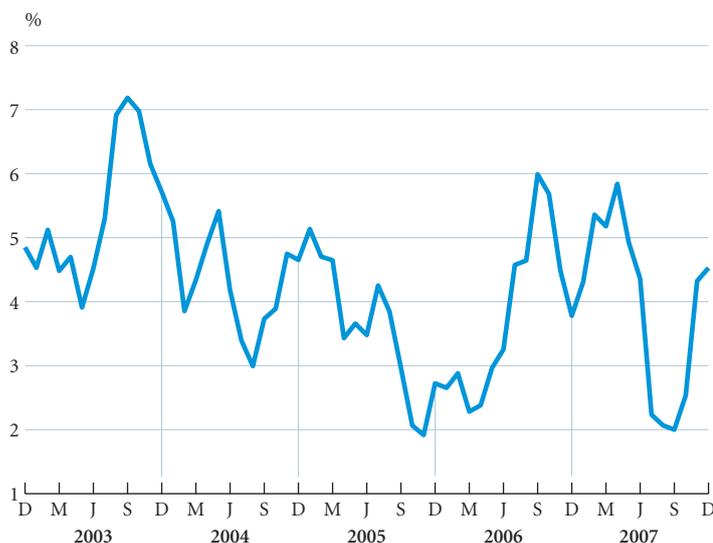
Al final de 2007 la economía mostraba un notable tono. Así, por ejemplo, el consumo de electricidad ajustado de los efectos de laboralidad y temperatura aumentó el 4,5% en el cuarto trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, frente a una tasa interanual del 3,8% en el último trimestre de 2006. No obstante, se apreciaban tendencias a un menor dinamismo económico. Las principales pérdidas de impulso provienen de la construcción, que ha disfrutado de una serie de años de un auge extraordinario debido a la vivienda, y del consumo de bienes duraderos.

...aunque baja hasta el número 25 en PIB per cápita en paridad de poder de compra.

La construcción y el consumo de bienes duraderos pierden impulso.

NOTABLE DINAMISMO ECONÓMICO

Variación interanual del consumo de electricidad (*)



NOTA: (*) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura, en media móvil de tres meses.

FUENTES: Red Eléctrica Española y elaboración propia.

Bajan las ventas de automóviles y cae la confianza de los consumidores...

Por el lado de la demanda, el consumo muestra señales de ralentización. Por ejemplo, las ventas de automóviles muestran debilidad. En el cuarto trimestre de 2007 aumentaron el 1,3% en relación con el mismo periodo del año precedente, medio punto menos que un año antes. Además, en diciembre hubo un efecto de avance de matriculaciones de vehículos de gama alta debido a que a partir de enero se eleva su tributación. Con todo, las ventas de automóviles registradas en 2007 bajaron el 1,2% respecto al año anterior, un poco más que en 2006. En cambio, las importaciones de bienes de consumo, facilitadas por la apreciación del euro, eran fuertes, con un alza interanual del 9,2% en octubre.

Por otra parte, se observa un progresivo deterioro de la confianza de los consumidores. Así, el índice que publica la Comisión Europea en diciembre cayó hasta el nivel mínimo desde 1994, aunque se halla lejos del récord de 1992. Sin duda, la subida de los precios de los carburantes, de los alimentos y de los tipos de interés en los últimos meses ha tenido su impacto

desfavorable. La crisis de los mercados financieros también debe haber incidido negativamente.

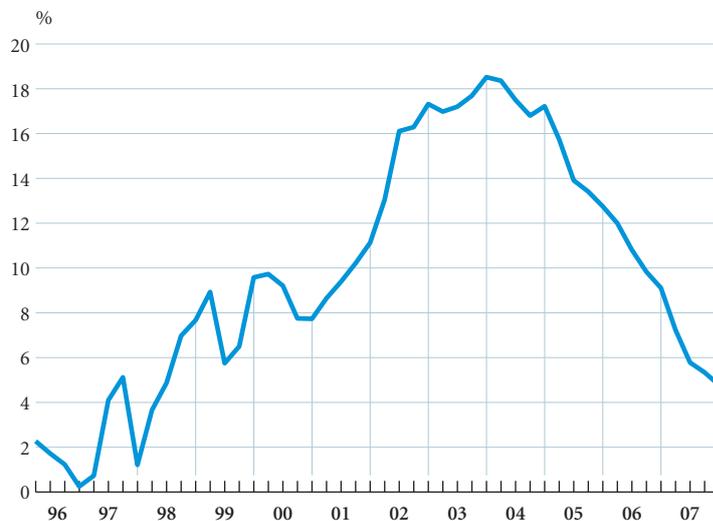
En cambio, la inversión en bienes de equipo mantiene un nivel alto. Así, por ejemplo, la matriculación de vehículos industriales en el cuarto trimestre se incrementó el 5,2% con relación al mismo periodo de 2006, frente a un descenso en el cuarto trimestre de 2006. La inversión en construcción seguía avanzando, pero a un ritmo sensiblemente menor. La actividad en obra pública pulsaba notablemente a raíz de las licitaciones pasadas. No obstante, a juzgar por un indicador adelantado de la inversión en construcción como el consumo de cemento, es previsible una intensificación de la ralentización en los próximos meses.

El crecimiento industrial se ha debilitado en cierta medida, lastrado por la fortaleza de la moneda única europea y por el repunte de los costes, tanto laborales como de materias primas. Con todo, la producción de turismos en 2007 aumentó el 5,6% gracias a las exportaciones, lo que se

...pero el nivel de la inversión en bienes de equipo es elevado.

EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LAS VIVIENDAS SE ACERCA AL DEL IPC

Variación interanual del metro cuadrado del precio medio de la vivienda libre



FUENTES: Ministerio de Vivienda y elaboración propia.

compara favorablemente con una leve caída en el año anterior. En cuanto a las perspectivas a corto plazo el indicador de confianza del sector ha empeorado ligeramente en los últimos meses, pero se colocaba en un nivel por encima de la media histórica. Otro indicador adelantado como las entradas de pedidos en la industria en octubre y noviembre se incrementó por encima de la media de los once primeros meses del año, lo que permite un cierto optimismo en cuanto a este sector.

La construcción residencial está sujeta a un proceso de ajuste como consecuencia de una menor demanda de viviendas. Esto se muestra en una caída del número de compraventas de viviendas en relación con 2006. También el precio de las viviendas ha acusado esta menor demanda y ha continuado desacelerándose hasta presentar una subida anual del 4,8% en el último trimestre de 2007, la menor de los últimos diez años y sólo medio punto por

encima de la tasa de inflación. Este proceso de ajuste a una menor demanda se evidencia en la fuerte caída del número de visados de obra nueva de vivienda, aunque se debe en parte a un efecto de la previa anticipación por la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación. En este contexto, el Gobierno ha aprobado medidas para promover el alquiler y apoyar al sector inmobiliario.

Por su parte, los servicios tienen un crecimiento más sostenido. En el periodo enero-noviembre, la cifra de negocios del sector se elevó el 6,9% en relación con los mismos meses de 2006. Las ramas que presentaban un mayor vigor eran los servicios a las empresas, como los servicios de investigación y seguridad, la asesoría jurídica y económica, la selección y colocación de personal y la publicidad. Las tecnologías de la información también se mostraban dinámicas, especialmente los servicios informáticos. El comercio, sobre

La producción de turismo aumenta el 5,6% en 2007 gracias a las exportaciones.

Crecimiento sostenido de los servicios.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2007						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	0,9	2,3	4,3	4,8	2,1	0,8	-0,1	-2,5	...
Importación de bienes de consumo (**)	7,9	8,9	7,6	-1,1	5,6	8,4	9,2	-1,3	...
Matriculaciones de automóviles	2,1	-0,9	1,8	-0,7	-2,4	-2,9	3,4	-5,9	6,3
Crédito al consumo de bienes duraderos	15,0	14,5	12,0	13,8	9,6	6,9	-	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-10,8	-12,3	-10,3	-10,7	-12,7	-12,3	-16,0	-17,0	-19,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-0,1	8,4	11,2	8,9	5,3	6,3	8,5	-0,2	...
Importación de bienes de equipo (**)	20,4	3,2	3,4	20,1	11,0	-0,6	6,8	-1,8	...
Matriculación de vehículos industriales	13,2	1,5	-1,0	1,7	-2,2	-3,0	4,1	-8,1	20,9
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	6,0	9,0	9,3	6,4	7,7	7,6	8,3	-0,2	...
Exportaciones	0,2	5,6	4,7	3,0	2,8	6,7	8,2	8,2	...

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.

El año 2007 cierra bajo el signo de la desaceleración.

todo el mayorista, también presentaba un buen tono. Asimismo, el transporte avanzaba notablemente, principalmente el aéreo.

El turismo, en cambio, pulsó con menor empuje. El balance de la temporada se cerró con un nuevo récord de llegada de turistas extranjeros, si bien el crecimiento fue modesto, el 1,7%, frente al 4,1% en el año precedente. Las pernoctaciones en los hoteles nacionales aumentaron el 2,1% en 2007, sensiblemente por debajo del in-

cremento del 8,7% del año anterior. Las extranjeras se elevaron más que las nacionales, el 2,5% frente al 1,6%.

En resumen, desde el punto de vista de la actividad el ejercicio se cerrará con una buena cifra de crecimiento, cerca del 3,8%, bastante por encima del de la zona del euro. No obstante, el entorno exterior más desfavorable que se vislumbra para 2008 probablemente acentuará la actual tendencia de desaceleración.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2006	2007					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	3,5	3,8	3,8	5,2	4,4	2,0	3,5	7,2	2,9
Índice de producción industrial (2)	0,7	3,9	4,6	4,2	2,4	1,1	2,6	-0,6	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-4,8	-2,7	-0,3	2,3	1,2	-0,7	-6,0	-1,0	-3,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,2	80,5	81,6	80,6	81,3	82,1	-	81,1	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	1,6	10,5	12,1	8,1	8,2	8,7	8,3	0,9	...
Construcción									
Consumo de cemento	7,3	8,5	8,6	5,5	-1,3	-1,4	5,2	-1,8	-9,4
Indicador de confianza en la construcción (3)	22,4	14,2	15,0	10,7	15,7	12,0	8,0	-6,0	-6,0
Viviendas (visados obra nueva)	6,2	18,6	0,2	8,0	-15,0	-50,7	-32,4	...	...
Licitación oficial	18,5	31,3	55,0	13,3	-2,2	-29,8	-33,5	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	4,4	5,2	5,2	6,2	4,5	3,7	6,6	4,4	...
Turistas extranjeros	6,6	4,1	1,9	5,3	0,1	1,4	0,0	5,0	0,7
Ingresos turismo	6,0	5,6	3,1	5,8	2,0	3,2	2,7	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,2	-1,2	-6,4	-4,1	-6,5	-1,4	-0,6	-9,3	...
Tráfico aéreo pasajeros	9,2	6,8	7,3	9,5	7,1	10,5	8,3	10,2	7,2
Consumo de gasóleo automoción	5,1	5,4	4,9	5,8	3,3	4,2	9,4	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

La dependencia energética de España

Uno de los factores que explica el desarrollo de las economías occidentales en las últimas décadas es el acceso fácil y relativamente barato a la energía. El avance del consumo es un signo externo de esta prosperidad y uno de sus mejores exponentes es el parque de automóviles: en 1980 circulaban por España algo menos de 7 millones de automóviles, mientras que hoy tenemos más del triple. Pero la energía va siendo cada vez más cara, las preocupaciones medioambientales derivadas del uso de determinados combustibles son cada vez mayores y los proveedores suelen pertenecer a zonas geográficas conflictivas, lo que provoca inestabilidad e incertidumbre. Esta mayor sensibilización sobre los efectos de la energía hace que algunos se pregunten si en las próximas décadas la energía podrá seguir ejerciendo el mismo papel que hasta ahora. En este recuadro no se pretende responder a una pregunta tan compleja, sino simplemente poner de manifiesto que en el caso de la economía española, al igual que sucede en general en las economías desarrolladas, los efectos negativos de la energía parecen ser algo menos importantes y que es posible mejorar la eficiencia energética.

España es un país dependiente de la energía importada. La mayor parte de lo que consumimos lo debemos importar de países lejanos. En 2006, el grado de autoabastecimiento energético no llegaba al 20%, mientras que en 1986 alcanzamos el 37%, según los cálculos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Lógicamente, esta importación de materias primas energéticas perjudica nuestra balanza comercial con el exterior, ya de por sí deficitaria. El desequilibrio energético supone un tercio de un déficit comercial total que en el tercer trimestre superó el 9,4% del producto interior bruto (PIB). Puestos a buscar protagonistas, el papel estelar queda reservado al petróleo que, ya sea por apetencias de los consumidores o por encarecimiento, representa él solo la cuarta parte del déficit comercial total.

AUMENTA LA DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA

Origen de las importaciones españolas de energía



FUENTES: Banco de España, INE y elaboración propia.

LA INDUSTRIA AYUDA A MODERAR EL CONSUMO ENERGÉTICO

Consumo de energía final por sectores



NOTA: (*) Ktep = miles de toneladas equivalentes de petróleo.

FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

El punto de partida de España es de clara desventaja, pero lo negro se puede tornar en antracita e incluso trocarse en gris perla. Para empezar, la supuesta debilidad geoestratégica que supone la dependencia del exterior no lo es tanto ya que la diversificación de países proveedores ha aumentado. En 1995, según los datos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, el petróleo importado que venía de Arabia Saudita, Irán, Libia y Nigeria era más de la mitad del valor monetario de las importaciones totales de petróleo, mientras que en los diez primeros meses de 2007 apenas superó la cuarta parte. En el mismo periodo, la parte de las importaciones energéticas que llegó de Oriente Medio se redujo del 22,6% al 15,8% del total. Por otra parte, la cuota que representaba el gas de Argelia llegó en 2001 a un máximo relativo del 17,0% del total de importaciones energéticas para caer hasta el 10,3% de 2007. El aumento de la fracción que supone el petróleo de Rusia, del 7,5% al 16,8%, evita, por lo que supone de diversificación, más riesgos de los que aporta.

Otro frente de problemas está en la subida de los precios de los hidrocarburos, que incide directamente sobre la inflación. En cinco años, el oro negro ha cuadruplicado su precio en dólares. Su efecto sobre la inflación es evidente. Sin embargo, el león es algo menos fiero de lo que parece. La influencia de los precios energéticos en los índices de precios del consumo que excluyen la energía es menor que en épocas anteriores. Según Blanchard y Galí⁽¹⁾ las causas están en un menor peso del consumo de petróleo en la economía, en una menor rigidez en los salarios y en unas políticas monetarias de los bancos centrales más concienzudas en el control de la inflación.

En el apartado de la balanza comercial pintan bastos pero tampoco se debe exagerar. Pese al drástico encarecimiento de los precios energéticos en el último lustro, el déficit energético apenas ha aumentado su participación

(1) Blanchard, O. y J. Galí (2007) «The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?» Working Paper n. 07-21, MIT Department of Economics.

¿EMPEZAMOS A SER MÁS EFICIENTES EN EL USO DE LA ENERGÍA?

Intensidad energética final



NOTAS: (*) Toneladas equivalentes de petróleo por millón de euros constantes de producto interior bruto.

(**) Toneladas equivalentes de petróleo por habitante.

FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

en el déficit total. Pese a la proliferación de conductores y coches, lo cierto es que la última subida de los precios del crudo en los últimos tres años se ha soportado mejor que la de 1999-2000. Entre finales de 2003 y 2006, el oro negro se apreció en un 105%. A pesar de ello, si a finales del año 2000 las importaciones totales de energía representaban el 3,8% del PIB, en 2007 su importancia relativa había aumentado apenas hasta el 4,0%.

Por último, podemos preguntarnos si hacemos un uso adecuado de la energía que consumimos. El punto de partida es regular, con una economía que por cada euro de PIB gasta en una línea similar a sus socios europeos pero con la diferencia de que hasta 2005 evolucionaba al alza. Está además la asignatura pendiente del consumo de carburantes para el transporte. Aquí, según datos de la Agencia Internacional de la Energía, el consumo por unidad de PIB era en 2005 un 28,7% superior a la media de los países europeos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, diferencia que evolucionaba al alza. En cambio, la industria, que suele aparecer como el principal culpable del derroche energético, ha moderado sustancialmente su contribución al consumo final energético total.

Desde 2005, se aprecia una moderación en la intensidad energética, es decir, en el consumo final de energía por unidad de PIB. No hay todavía evidencias concluyentes de que exista un cambio estructural en este sentido o de si se trata de un giro de la economía hacia sectores menos intensivos en energía. La continuidad de este proceso dependerá de que se consolide el ahorro de oro negro y de que en el resto de fuentes de energía continúe la tendencia a la baja que empezó en 2005. La avidez energética es elevada y creciente, especialmente cuando se contempla el crecimiento del consumo por habitante. Algo se ha andado en el camino del ahorro energético, pero queda aún mucho trecho por recorrer.

Mercado de trabajo

Disminuye la creación de empleo en 2007

Al final del año 2007 los ocupados afiliados a la Seguridad Social totalizaban 19.195.755 personas, la cifra más alta de toda la historia en un cierre de ejercicio. Esta cantidad supone un aumento interanual del 2,3%, tasa inferior en 1,1 puntos a la contabilizada en 2006. Esta ralentización en la creación de empleo está de acuerdo con el cambio de fase en el ciclo económico que ha tenido lugar en 2007. Analizando la tendencia del total de los afiliados a la Seguridad Social se observa que en la primera mitad de 2007 continuó la aminoración del ritmo de crecimiento del empleo, pero en la segunda mitad se estabilizó en una tasa un poco por encima del 2%.

El incremento de la afiliación en el transcurso del ejercicio fue de 425.496 personas, el menor en términos absolutos desde 2003. De esta cifra, 268.364 eran españoles, el 63,1% del total. Los afiliados extranjeros se incrementaron el 8,6%, frente al 8,0% registrado al final de 2006. De esta forma, la participación de los extranjeros en el total siguió aumentando hasta situarse en el 10,3% en diciembre.

Las mujeres siguieron avanzando en el mercado laboral. Las afiliadas engrosaron sus filas en un 3,9%, triplicando la tasa de aumento masculino del 1,1%. De esta manera, su cuota anotó un nuevo récord del 42,35%, frente al 36,1% de diez años antes.

El sector que creó más ocupación fueron los servicios, que coparon el 92,7% de las

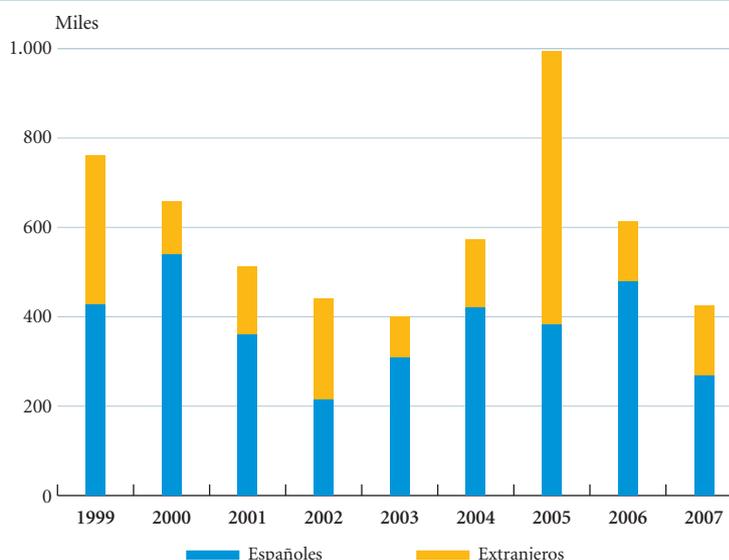
Récord en un cierre de ejercicio del total de afiliados a la Seguridad Social.

Los extranjeros ya suponen más del 10% del total de la afiliación.

La participación de las mujeres alcanzó un máximo del 42%.

MÁS DE 400.000 NUEVOS AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL EN 2007

Incremento anual del número de afiliados en alta laboral



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

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2007						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Afiliados a la Seguridad Social									
Sector de actividad									
<i>Industria</i>	-0,5	0,0	0,2	2,2	2,7	2,5	2,6	2,4	2,3
<i>Construcción</i>	8,6	8,7	6,8	6,1	4,4	2,3	1,4	0,5	-0,6
<i>Servicios</i>	5,7	5,2	4,0	4,1	3,7	3,0	2,9	3,0	3,1
Situación profesional									
<i>Asalariados</i>	4,8	4,7	3,5	3,9	3,5	2,6	2,4	2,2	2,1
<i>No asalariados</i>	2,6	2,2	2,2	2,5	2,7	2,9	3,0	3,0	2,9
Total	4,4	4,3	3,3	3,6	3,3	2,7	2,5	2,3	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	-42,8
Temporales	4,6	4,7	0,5	2,6	-1,9	-0,5	6,3	-1,9	-2,1
Total	5,0	7,9	7,3	5,3	-0,1	-0,7	5,1	-4,1	-9,0

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

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

(***) En el INEM.

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

nuevas afiliaciones netas. El total de afiliados en los servicios se elevó el 3,1%. Casi la mitad de los nuevos afiliados correspondió a los servicios sociales, 203.364 personas, que subieron el 19,3%. Otras ramas que también aumentaron notablemente fueron la educación, la hostelería, el transporte y los servicios empresariales (que engloban a las empresas de trabajo temporal).

La industria también aumentó su ocupación considerablemente, el 2,3%. Las ramas manufactureras más dinámicas en este sentido fueron la alimentación, maquinaria y equipos, motor, material de transporte, electrónica y material médico-quirúrgico. Por su parte, el sector primario continuó perdiendo afiliados, el 1,3%, aunque menos que en 2006, cuando bajó el 2,8%.

Caso aparte es la construcción, que después de haber registrado fuertes crecimientos del empleo en toda la década, sufrió una pérdida de afiliación del 0,6% en 2007. De hecho, la caída en el régimen general fue del 3,5%, pero fue compensada parcialmente por una subida del 7,0% de los autónomos del sector. Esto también es un reflejo del freno de la construcción.

El sostenido incremento de la afiliación a la Seguridad Social permitió que los ingresos por cotizaciones sociales ascendieran el 6,9% en los once primeros meses del ejercicio en comparación con el mismo periodo del año anterior. Hasta noviembre los ingresos acumulados se incrementaron el 8,4%, por el 7,1% de los gastos. De este modo, la Seguridad Social al final de este mes registraba un superávit acumulado de 18.596 millones de eu-

Los servicios suponen el 93% de los nuevos empleos, y casi la mitad corresponden a servicios sociales.

Pérdida de afiliación en la construcción después de años de fuertes crecimientos.

ros. No obstante, este saldo positivo se redujo en diciembre a consecuencia de la paga de desviación de inflación de los pensionistas y a la paga extraordinaria a los funcionarios.

En 2007 el crecimiento de la ocupación, por otro lado, fue muy dispar por autonomías, oscilando entre el 5,6% anual de Castilla-La Mancha y el 0,9% de Canarias. Notablemente por encima de la media se colocaron además Aragón, Extremadura y Navarra. En la cola también se situaron la Comunidad Valenciana, Murcia y Andalucía.

Aceleración del paro registrado

El número de desempleados inscritos en los servicios públicos de empleo se incrementó en 106.674 en 2007 de modo que el pasado ejercicio finalizó con un cómputo de 2.129.547. Esta cantidad supone un ascenso anual del 5,3%, el mayor de los últimos cinco años. De este modo, en el pasado ejercicio se truncó la tendencia descendente del paro registrado disfruta-

da en los últimos años. De hecho, observando la tendencia se aprecia una aceleración del paro registrado en los últimos meses.

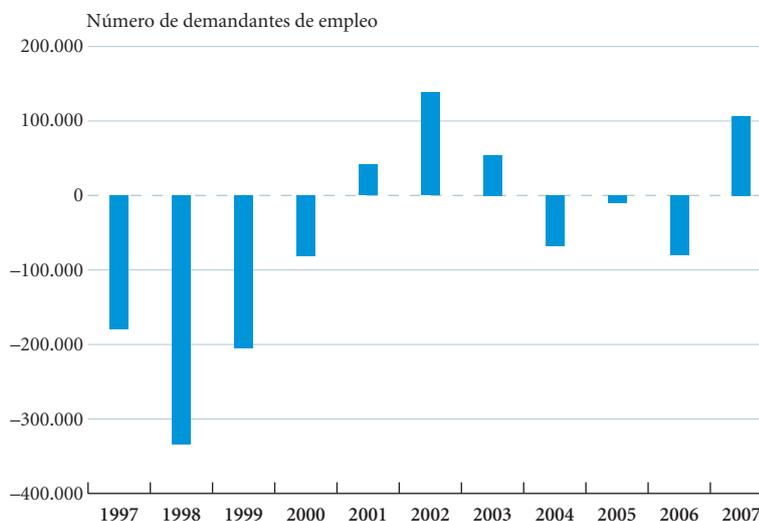
El aumento del paro registrado en 2007 es atribuible mayormente a la desaceleración de la creación de empleo en los servicios y a la expulsión de empleo en la construcción. Así, el número de desempleados registrados en los servicios se elevó en 59.381 y en 47.096 en la construcción. No obstante, en términos relativos el aumento del paro fue muy superior en la construcción, del 19,9% frente al 4,9% en los servicios. En la agricultura también se elevó notablemente el paro, el 11,9%. En la industria, en cambio, se produjo una modesta baja del desempleo del 0,8%. Mayor fue la reducción del paro de los inscritos sin empleo anterior, del 2,3%.

En concordancia con la evolución del empleo, el número de parados registrados masculinos aumentó mucho más que el femenino, el 10,1% frente al 2,1%. Por edades, el desempleo se elevó el 6,1% entre los mayores de 25 años, mientras que bajó en-

Descenso del paro registrado entre las mujeres jóvenes.

EL PARO REGISTRADO VUELVE A AUMENTAR

Variación anual del paro registrado



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

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Diciembre 2007

	Parados	Variación sobre diciembre 2006		% participación
		Absoluta	%	
Por sectores				
Agricultura	68.812	7.318	11,9	3,2
Industria	279.981	-2.167	-0,8	13,1
Construcción	283.867	47.096	19,9	13,3
Servicios	1.284.250	59.381	4,8	60,3
Primer empleo	212.637	-4.954	-2,3	10,0
Por sexos				
Hombres	885.139	80.865	10,1	41,6
Mujeres	1.244.408	25.809	2,1	58,4
Por edades				
Menores de 25 años	240.383	-1.629	-0,7	11,3
Resto de edades	1.889.164	108.303	6,1	88,7
TOTAL	2.129.547	106.674	5,3	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

tre los jóvenes. El colectivo de mujeres jóvenes en paro redujo sus filas en un 6,3%.

Por nacionalidades, se constata que el número de parados registrados ascendió en mayor medida entre los extranjeros, del 24,6%. En este grupo es destacable una subida del paro del 53,5% en la construcción. Por el contrario, los que se hallaban en esta situación pero sin empleo anterior disminuyeron un 1,4%.

La evolución del paro según las comunidades autónomas fue muy desigual. En Murcia, Canarias y la Comunidad Valenciana se anotaron subidas anuales de dos dígitos. En el polo opuesto se situaron Galicia, Asturias y el País Vasco. En estas comunidades septentrionales se anotaron descensos del número de parados registrados.

En otro orden de cosas, el Servicio Público de Empleo Estatal estima el grado de ocupabilidad de los demandantes inscritos. De acuerdo con ello, al final de 2007 el 36,1% de los parados registrados tenía un grado de ocupabilidad medio, el 30,6% bajo, el 17,2% alto y el 16,1% muy bajo. Este grado de ocupabilidad tendía a disminuir con la edad. Así, entre el colectivo mayor de 45 años sólo tenía un grado de ocupabilidad alto el 9,4%.

Por otra parte, los contratos laborales acumulados en 2007 ascendieron a 18.622.108, récord histórico. Esta cifra representa un aumento del 0,5% respecto al año anterior. Del total, 2.220.384 fueron contratos de duración indefinida, constituyendo también un máximo histórico, con una subida del 1,9% con relación a 2006.

Leve aumento de los contratos laborales en 2007.

Precios

En 2007 el IPC sube 1,6 puntos más que en 2006.

El dato de diciembre da una señal mucho más inflacionista de lo que en realidad fue el año 2007.

La inflación supera el 4%

El balance de la inflación en 2007 no fue favorable debido al fuerte repunte de los precios a partir del verano. La tasa de variación anual del índice de precios de consumo (IPC) subió hasta el 4,2% en diciembre, 1,6 puntos más que en 2006, anotando la mayor tasa de final de año desde 1995. La causa reside sobre todo en el encarecimiento del petróleo y de los alimentos en los mercados internacionales de materias primas. No obstante, la variación media anual del IPC resultó el 2,8%, la menor tasa de los últimos ocho años. Esta diferencia se debe al peculiar perfil de la tasa interanual del IPC a lo largo del año, que hasta agosto se movió entre el 2% y el 2,5% para escalar hasta la tasa citada en los últimos meses del ejercicio.

Esta discrepancia entre la media anual y la tasa puntual de diciembre tiene su importancia. La tasa de diciembre se utiliza para la indiciación de magnitudes económicas tan importantes como las pensiones públicas (en este caso se utiliza la tasa de noviembre), los salarios, los arrendamientos u otros contratos privados, de manera que tiene un efecto directo sobre el gasto público, los costes laborales de las empresas y los pagos de muchos particulares. En cambio, la tasa media anual recoge con mayor precisión la inflación de todo el periodo anual, si bien a pesar de ello no se utiliza como referencia. Por consiguiente, en este caso, el dato de diciembre estaría dando una señal mucho más inflacionista de lo que en realidad fue el año 2007. La diferencia entre una y otra tasa se elevó a 1,4 puntos porcentuales, la

EL IPC MENSUAL DE DICIEMBRE SE ALEJA DE LA MEDIA ANUAL

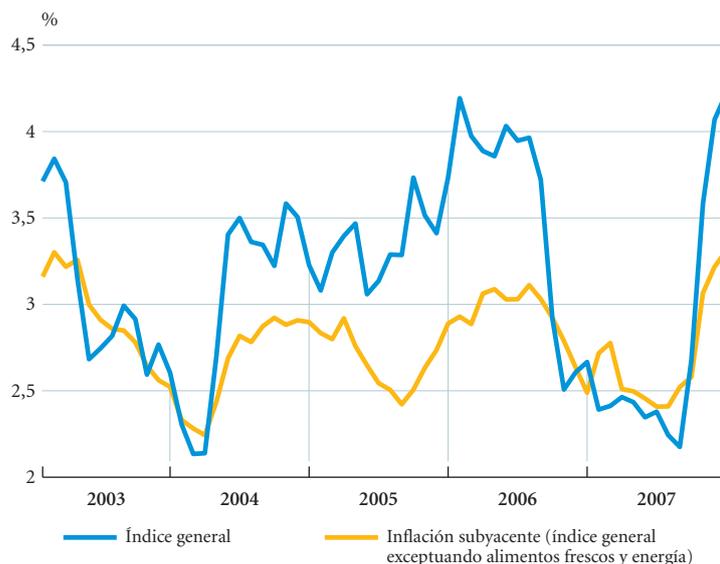
Variación anual del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

FUERTE REPUNTE DE LA INFLACIÓN EN LOS ÚLTIMOS MESES DE 2007

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

divergencia más alta desde 1984, cuando la media anual fue del 11,3% y la tasa de diciembre se situó en el 9,0%. Cabe señalar, en cualquier caso, que la diferencia entre una y otra tasa tiende a compensarse a lo largo del tiempo.

En la evolución de diciembre jugaron un papel decisivo los carburantes, que contribuyeron casi a la mitad del incremento mensual. El precio de las gasolinas y los gasóleos continuó aumentando en las estaciones de servicio, reflejando la escalada

Fuertes alzas de la leche, el pan y el pollo, aunque bajan aceite y patatas.

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	0,4	4,2	4,2

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Diciembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación anual	
		2006	2007	2006	2007
Por clases de gasto					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,1	0,5	0,9	3,2	6,6
Bebidas alcohólicas y tabaco	107,5	0,6	0,1	1,4	6,1
Vestido y calzado	108,3	-1,0	-1,0	1,3	1,2
Vivienda	105,4	0,1	0,1	4,9	4,8
Menaje	103,9	0,2	0,3	2,6	2,5
Medicina	98,5	0,1	0,1	1,7	-2,1
Transporte	105,3	0,4	0,8	1,8	7,1
Comunicaciones	99,9	-0,3	-0,2	-1,5	0,8
Ocio y cultura	99,4	1,5	1,4	-0,6	-0,8
Enseñanza	107,2	0,1	0,1	4,4	4,1
Hoteles, cafés y restaurantes	106,2	0,3	0,4	4,4	4,9
Otros	103,9	0,2	0,2	3,9	3,0
Agrupaciones					
Alimentos con elaboración	107,8	0,1	0,4	2,2	7,4
Alimentos sin elaboración	108,4	1,4	1,5	4,5	4,9
Conjunto no alimentario	104,5	0,2	0,3	2,6	3,4
Bienes industriales	104,0	-0,1	0,1	1,5	3,1
<i>Productos energéticos</i>	107,5	0,4	1,1	2,6	11,5
<i>Carburantes y combustibles</i>	108,9	0,5	1,4	1,7	14,4
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	102,7	-0,2	-0,3	1,2	0,3
Servicios	105,1	0,5	0,5	3,7	3,8
Inflación subyacente (**)	104,8	0,1	0,2	2,5	3,3
ÍNDICE GENERAL	105,4	0,3	0,4	2,7	4,2

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La inflación anual de los bienes industriales no energéticos cae hasta sólo el 0,3% gracias en parte a la apreciación del euro.

del precio del petróleo en los mercados mundiales, que volvió a marcar un nuevo récord en diciembre. Los carburantes y lubricantes fueron así uno de los componentes del IPC que experimentaron un mayor aumento en 2007, con un ascenso anual del 16,2%.

Todavía más elevada fue la variación anual de la leche, del 31,7%, aunque su impacto inflacionista es menor debido a su inferior ponderación en la cesta de la compra. Sin embargo, la contribución del

conjunto de los alimentos elaborados fue importante al pasar de una inflación del 2,2% al final de 2006 al 7,4% en diciembre de 2007. Otra subida destacada fue la del pan, que aumentó el 14,4% en el transcurso del año pasado. Pero no todo son malas noticias para los consumidores: el precio de los aceites cayó el 10,4% en 2007 mientras que las patatas bajaron el 4,8%.

Otra buena noticia fue que la inflación anual de los bienes industriales se redujo

del 1,2% en diciembre de 2006 a un exiguo 0,3% un año más tarde. La intensa competencia en los mercados internacionales de estos bienes y la apreciación del euro contribuyeron a este buen resultado. No tan favorable fue la evolución de los precios de los servicios, cuya inflación anual aumentó en una décima hasta el 3,8%. El hecho de que estén más resguardados de la competencia contribuye a la persistencia de su inflación en un mayor nivel. Dentro de ellos destaca el alza anual del 4,9% de los hoteles, cafés y restaurantes.

La dispersión de las tasas de inflación anual por comunidades autónomas fue similar a la del año anterior, oscilando entre el 3,0% registrado por Ceuta y el 4,7% de Murcia. Aparte de ésta, otras siete comunidades autónomas anotaron tasas de inflación superiores a la media: Castilla-La Mancha, Castilla y León, Cantabria, Aragón, Comunidad Valenciana, Cataluña y Canarias.

La tasa de inflación interanual armonizada con la Unión Europea cerró 2007 en el 4,3%, 1,6 puntos más que al final de 2006. El diferencial de inflación con la eurozona se colocó en 1,2 puntos, 0,4 puntos más que doce meses antes. La ampliación se explica en parte por un mayor peso de los carburantes y los alimentos en el IPC español, y también porque el menor peso de determinados impuestos indirectos en España provoca una mayor sensibilidad del precio de venta final a los aumentos de los precios en origen.

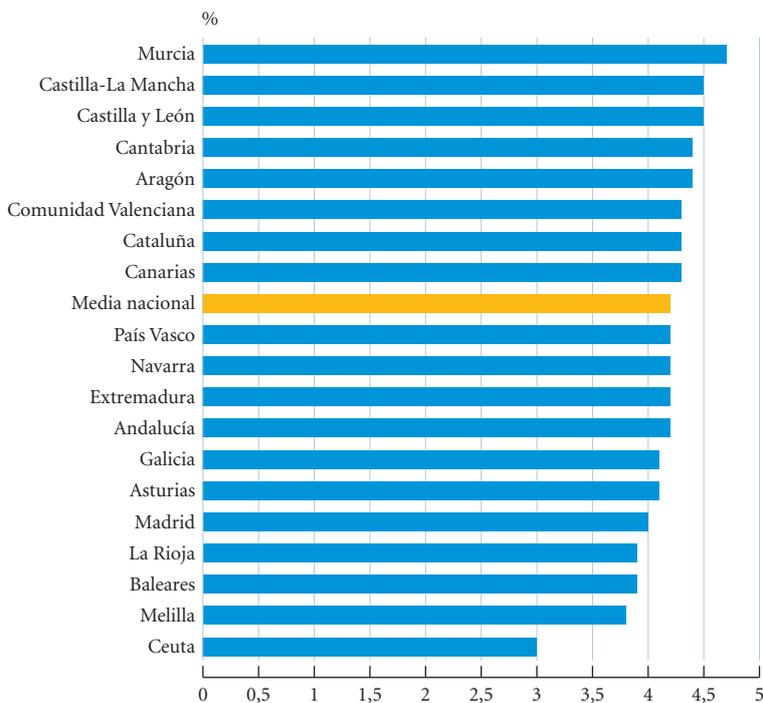
¿Qué perspectivas se abren para la inflación en 2008? Una menor presión de la demanda debería facilitar un descenso gradual de las presiones de fondo. En los próximos meses, sin embargo, probablemente se producirán algunos aumentos derivados de las presiones inflacionarias de los alimentos. El alza de los precios regulados en enero tampoco ayudará a disminuir la inflación.

Persistencia de la inflación de los servicios, más resguardados de la competencia.

En 2008 probablemente bajará la inflación, pero no en los próximos meses.

MURCIA, LA COMUNIDAD MÁS INFLACIONISTA EN 2007

Variación del IPC entre diciembre de 2006 y 2007



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Biocarburantes, ¿a qué precio?

Los precios de los alimentos se han disparado en el último año en todo el mundo. Según los datos del Instituto Nacional de Estadística, en España aumentaron un 6,6% durante 2007, muy por encima de la subida del 3,2% en 2006. Los productos de primera necesidad que más se encarecieron fueron la leche (31,0%), el pan (14,4%), la carne de ave (10,2%), la carne de ovino (9,9%) y los huevos (9,6%). No es de extrañar que, ante esta situación, la subida de los precios de los alimentos esté en boca de todos. Tanto es así que incluso se ha acuñado un nuevo término para definir la inflación de los productos alimentarios: «agflación». ¿A qué se debe este fenómeno? Las dos causas que suenan con más fuerza son el crecimiento de los países emergentes, principalmente China (véase el recuadro «China se come el mundo»), y el auge en la producción de biocarburantes.

Sin duda, la producción de biocarburantes ha crecido espectacularmente en los últimos años. En el caso de las biogasolinas, fundamentalmente el bioetanol, la producción se ha duplicado en los dos últimos años. Buena parte de esta producción tiene lugar en Estados Unidos y Brasil. La producción mundial de biodiésel, concentrada en la Unión Europea, ha crecido aún más, aunque desde un nivel de partida mucho menor. La eclosión de los biocarburantes se explica por dos razones: el alza del precio del petróleo y la lucha contra el cambio climático. El aumento del precio del petróleo, desde menos de 30 dólares por barril en 2000 hasta un promedio de 70 dólares en 2007 y más de 90 dólares en las últimas semanas, ha convertido la producción de carburante derivada de biomasa en una proposición económicamente rentable o casi. Estimaciones basadas en los precios pro-

COSTES Y BENEFICIOS DE LOS BIOCARBURANTES

Combustible	Costes de producción por litro (\$) (*)	Reducción en emisión de gases en comparación con los combustibles tradicionales (%) (**)
Etanol		
<i>A base de:</i>		
Caña de azúcar (Brasil)	0,23-0,29	-91
Maíz (Estados Unidos)	0,40	-18
Trigo (Europa)	0,59	-47
Remolacha (Europa)	0,76	-35
Celulosa	0,71	-88
Gasolina	0,34	0
Biodiésel		
<i>A base de:</i>		
Aceite de palmera (Malasia)	0,54	de -70 a -110
Aceite de soja (Estados Unidos)	0,66	-70
Aceite de semilla de colza (Europa)	0,87	de -21 a -38
Jatrofa (India)	0,40-0,65	de -100 a -120
Diésel	0,41	0

NOTAS: (*) El cálculo de los costes está basado en el promedio de precios durante 2006 y la primera mitad de 2007 (el precio del petróleo correspondiente fue 65 dólares por barril). Los costes de producción de la gasolina y el diésel se han ajustado a la baja para compensar por su mayor eficiencia energética en comparación con el uso de biocombustibles en automóviles convencionales.

(**) En algunos casos la reducción es mayor al 100% porque los cultivos absorben CO₂.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

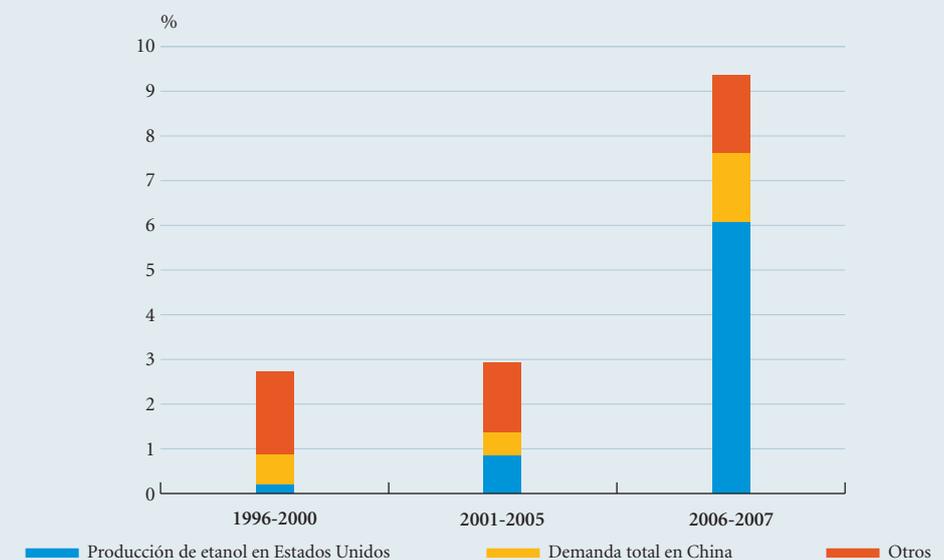
medio de 2006 y primera mitad de 2007, cuando el petróleo rondaba 65 dólares por barril, indicaban que la producción de un litro de etanol a base de maíz costaba 0,40 dólares mientras que la producción de un litro de gasolina, a base de petróleo, costaba sólo 6 centavos de dólar menos (tabla anterior). Por otra parte, como parte de la lucha contra el cambio climático, se han multiplicado las ayudas públicas en favor de la producción de los «carburantes verdes» y ello ha contribuido a disminuir su coste efectivo de producción.

Los ingredientes básicos de los dos biocarburantes más comunes –el etanol y el biodiésel– son materias primas del sector de la alimentación: en el caso del etanol, maíz y azúcares; en el caso del biodiésel, cultivos como la colza, la soja y el girasol. Por ello, la producción de biocarburantes ha añadido una fuerte presión a la demanda de estas materias primas y ha afectado directamente a su precio (gráficos inferiores). Indirectamente, los precios de otros cultivos también se han visto presionados. Por una parte, porque los productores han aumentado la superficie de cultivo dedicada a las materias primas para la producción de combustibles a costa de otros cultivos, para los que se ha reducido la oferta. Por el lado de la demanda, los consumidores han respondido al aumento de precios con una sustitución de unos alimentos por otros –por ejemplo, el maíz por el arroz–, lo que tiende a trasladar las subidas de precios de unos a otros. Un tercer canal de transmisión para el aumento de precios es el coste de los piensos y otros alimentos de ganado y animales de granja. Esto encarece, por ejemplo, la carne y los huevos aunque nadie se atreve a determinar, por la complejidad del cálculo, la magnitud exacta de este efecto.

No obstante, ¿es lógico atribuir toda la «agflación» a la fabricación de los biocarburantes? Probablemente no. Otros factores, como el fuerte crecimiento de la demanda de productos agrícolas en las grandes economías emergentes, deben tenerse en cuenta. No hay que olvidar que la contracción de las economías emergentes en la segunda mitad de los noventa, tras la crisis asiática, fue la principal responsable de la caída en el precio de las materias primas durante aquel periodo. Es hasta cierto punto lógico que en los últimos años, con la acelera-

LA PRODUCCIÓN DE ETANOL EN EEUU DISPARA LA DEMANDA DE MAÍZ

Contribución al incremento del consumo global de maíz, 1996-2007



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

LA PRODUCCIÓN DE BIOGASOLINA Y EL PRECIO DE LOS CEREALES SE ACELERA



FUENTE: Agencia Internacional de la Energía y Fondo Monetario Internacional.

ción de su crecimiento, hayan ejercido una presión al alza en los precios de las materias primas, tanto agrícolas como no agrícolas. De hecho, lo que hemos observado ha sido un aumento generalizado en el precio de las materias primas, incluso mayor en los productos no agrícolas, como los metales, que no se utilizan para producir biocarburantes.

En cuanto a las perspectivas de futuro, cabría esperar que la oferta reaccionara a los altos precios, aunque esta respuesta puede tomar un tiempo. Por una parte, es probable que la superficie de cultivos aumente, especialmente si los países en desarrollo ven reducidas las trabas para sus exportaciones agrícolas a los países más avanzados. La reducción de los aranceles agrícolas también facilitaría que la producción agrícola para biocarburantes se localizara allí donde es menos costosa. Por ejemplo, es mucho más barato producir etanol a base de caña de azúcar brasileña que de maíz norteamericano, pero Estados Unidos impone unos altísimos aranceles a la importación de caña. Por otra parte, el desarrollo de tecnologías que no utilizan materias primas alimentarias para la fabricación de biocarburantes, y se sirven en cambio de celulosa o «jatrofa» (una especie de piñón aceitoso no comestible), también ofrece la posibilidad de poner freno a la «agflación».

En resumen, parece que no es del todo casualidad que el litro de leche y el litro de gasolina estén, en ambos casos, por encima de un euro. Esperemos que la innovación nos eche una mano y ayude a terminar con la «agflación». Sería una bendición, sobre todo para los países más pobres, en los que las familias dedican más de un 60% del presupuesto a los alimentos.

Tensionamiento de los precios mayoristas

La tasa de inflación interanual de los precios industriales finalizó 2007 en el 5,9%, el nivel más alto desde 1985. No obstante, la tasa de inflación anual media resultó del 3,3%, inferior en 2 puntos al registro del año anterior. Esta divergencia se explica por el perfil que tuvo la tasa interanual a lo largo del año. Del 3,6% de diciembre de 2006 bajó hasta el 2,3% en julio debido al comportamiento de los precios petrolíferos. Luego, el remonte de éstos, junto con el alza de los precios de otras materias primas comportó un repunte de los precios industriales, con lo que su tasa de variación finalizó 2,3 puntos por encima del final de 2006.

A pesar del fortalecimiento del euro, también los precios de importación experimentaron un tensionamiento, si bien algo menor. Éste estuvo impulsado sobre todo por los productos energéticos, cuyos precios en noviembre se elevaban el 22,9% en relación con doce meses antes. En cambio, la inflación interanual de los bienes intermedios se había reducido al 0,8% desde el 8,8% que presentaban un año antes.

Los precios agrarios percibidos por los agricultores también experimentaron una fuerte alza. Los que más subieron fueron los ganaderos (leche, etc.), con un aumento interanual del 34,5% en octubre. Por el contrario, el ganado de abasto caía el 2,5%, aunque tendía a revertirse la bajada.

La inflación interanual de los precios industriales marca el nivel máximo desde 1985 en diciembre de 2007.

Fuerte alza de los precios ganaderos.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios
2006											
Octubre	2,3	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	3,0	0,8	-0,1	9,6	-
Noviembre	0,8	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	2,5	0,0	-0,3	8,8	3,7
Diciembre	-5,8	3,6	2,0	2,6	6,8	2,3	2,4	0,3	-0,2	8,2	-
2007											
Enero	-6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	-1,1	0,4	0,6	-0,2	7,2	-
Febrero	-6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	-2,5	0,1	0,4	-0,3	7,4	3,4
Marzo	1,5	2,8	1,7	3,3	6,3	-1,6	0,3	0,4	-0,2	6,7	-
Abril	6,7	2,7	2,2	3,1	6,5	-2,6	0,2	0,6	0,0	6,1	-
Mayo	0,4	2,4	2,0	3,3	6,0	-2,8	0,8	1,5	0,1	5,6	3,2
Junio	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	-1,4	1,1	1,0	0,0	5,9	-
Julio	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	-2,6	0,7	1,0	-0,1	4,1	-
Agosto	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	-2,9	0,7	1,5	0,3	3,8	2,9
Septiembre	12,1	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,2	3,0	-
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,1	0,7	0,0	1,9	-
Noviembre	...	5,4	4,4	3,1	5,1	9,8	4,0	0,8	-0,2	0,8	...
Diciembre	...	5,9	4,9	2,9	4,9	11,6	...	...	...	...	-

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

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

Sector exterior

El déficit comercial crece a un ritmo del 7%, gracias a la balanza energética.

El déficit comercial aumenta a menor ritmo

En el periodo que abarca de enero a noviembre de 2007 el déficit comercial fue de 89.117 millones de euros. Eso implica que, tras el repunte de agosto, el déficit comercial, en términos acumulados de enero a noviembre, creció un 7,0% interanual frente al 7,9% interanual registrado entre enero-octubre y apuntala su tendencia de desaceleración. Por su parte, la tasa de cobertura se situó en el 65,2% en los primeros once meses del año, una décima por encima del mismo periodo de 2006.

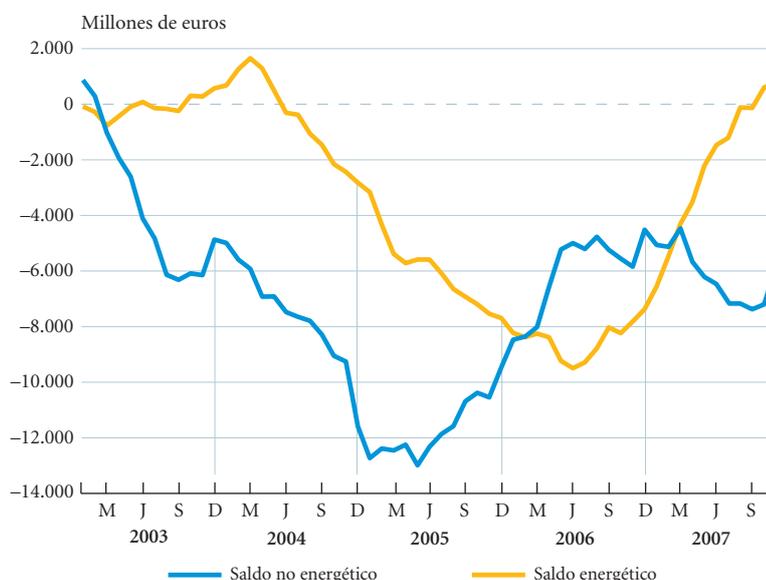
Desde principios de año la ralentización del aumento del déficit se debía funda-

mentalmente a la desaceleración del saldo comercial de la balanza energética. En los últimos meses la mejora del saldo energético ha perdido fuerza mientras que el déficit no energético ha sufrido una aceleración que en noviembre se ha interrumpido. Las perspectivas inmediatas no son halagüeñas ya que es previsible que vuelva a ampliarse el desequilibrio de la balanza energética.

En términos más generales, cabe señalar que, en dicho periodo de enero a noviembre, las exportaciones crecieron un 7,7% interanual y las importaciones un 7,4% y que el déficit aumentó un 7,0%, el menor crecimiento desde 2003. En términos reales continua la distancia entre las expor-

EL SALDO ENERGÉTICO SE ESTANCA

Incrementos interanuales de saldo comercial energético y no energético (*)



NOTA: (*) Suma doce últimos meses.

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

COMERCIO EXTERIOR

Enero-noviembre 2007

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	37.267	-1,1	14,5	7.151	5,9	4,3	-30.116	19,2
Bienes de consumo	70.874	6,3	27,6	59.892	3,7	35,8	-10.982	84,5
<i>Alimenticios</i>	14.484	9,2	5,6	19.079	5,6	11,4	4.595	131,7
<i>No alimenticios</i>	56.390	5,3	22,0	40.813	-0,8	24,4	-15.577	72,4
Bienes de capital	26.885	7,1	10,5	15.315	0,7	9,2	-11.570	57,0
Bienes intermedios no energéticos	121.374	11,2	47,3	84.925	12,3	50,8	-36.449	70,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea 25	151.174	7,6	59,0	117.391	5,6	70,2	-33.783	77,7
<i>Zona del euro</i>	126.193	8,1	49,2	93.855	6,1	56,1	-32.338	74,4
Otros países	105.227	7,2	41,0	49.892	13,0	29,8	-55.334	47,4
<i>Rusia</i>	7.359	6,9	2,9	1.946	43,0	1,2	-5.413	26,4
<i>EEUU</i>	9.138	19,2	3,6	6.970	4,8	4,2	-2.168	76,3
<i>Japón</i>	5.626	4,6	2,2	1.234	-0,7	0,7	-4.391	21,9
<i>América Latina</i>	13.636	1,9	5,3	9.274	1,4	5,5	-4.362	68,0
<i>OPEP</i>	19.364	-5,7	7,6	4.983	24,3	3,0	-14.382	25,7
<i>Resto</i>	50.105	13,1	19,5	25.485	17,2	15,2	-24.619	50,9
TOTAL	256.400	7,4	100,0	167.283	7,7	100,0	-89.117	65,2

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

taciones y las importaciones, ya que mientras las primeras avanzaban un 4,8% interanual, las compras del exterior lo hacían un 7,4%.

En noviembre, los grupos de productos más dinámicos en la exportación fueron los bienes energéticos que, a pesar de representar un 5,2% de las exportaciones, doblaron su registro respecto al mismo periodo del año pasado. Sectores con más peso como alimentación y bienes de equipo registraron a su vez avances del 15% mientras que el sector químico ganó un 13,0%. También las importaciones de energía mostraron vigor, con un avance del 18,2% a causa del incremento de los precios del petróleo. Bienes de consumo y

alimentación también registraron alzas importantes.

Finalmente, la evolución reciente de los mercados exteriores sigue presidida por las tendencias recientes. La Unión Europea (UE) continúa siendo el socio comercial de referencia de la economía española, representando el destino de un 69% de las exportaciones españolas y el origen del 60% de nuestras compras al exterior. Sin embargo, mostraron gran dinamismo las exportaciones a Asia, que crecieron un 35,2% y a África, con incrementos del 26,5%. También crecieron con fuerza las exportaciones a Turquía (47,5%), Rusia (40,9%) y Noruega (29,9%). Las importaciones de América del Norte y de Asia

El comercio con el exterior de la Unión Europea es el que muestra un mayor dinamismo.

BALANZA DE PAGOS

Octubre 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	-71.346	7,1	-84.885	-5.625	7,1
Servicios					
<i>Turismo</i>	25.027	1,3	27.756	315	1,1
<i>Otros servicios</i>	-4.188	-8,0	-4.939	314	-6,0
Total	20.839	3,3	22.817	629	2,8
Rentas	-25.935	39,5	-28.328	-6.639	30,6
Transferencias	-8.818	44,2	-8.457	-4.068	92,7
Total	-85.259	19,8	-98.853	-15.704	18,9
Cuenta de capital	3.348	-7,1	5.920	-60	-1,0
Balanza financiera					
Inversiones directas	-38.134	-17,6	-47.397	-495	1,1
Inversiones de cartera	100.399	-44,5	117.712	-64.796	-35,5
Otras inversiones	18.460	-	23.243	58.128	-
Total	80.725	-14,5	93.559	-7.163	-7,1
Errores y omisiones	-3.477	-20,7	-2.002	2.167	-52,0
Variación de activos del Banco de España	4.663	-	1.376	20.760	-

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.

El déficit comercial se desacelera y ralentiza el deterioro del déficit corriente.

aumentaron un 8,8% y un 8,7% respectivamente.

Balanza de pagos: el déficit de rentas alcanza cotas elevadas

La balanza por cuenta corriente registró un déficit de 9.772,9 millones de euros en octubre, un nivel un 29,6% mayor que el de un año antes. La ampliación del desequilibrio corriente se debió, en partes prácticamente iguales, al mayor déficit de la balanza de transferencias y el de la balanza comercial, que vuelve a contribuir al saldo negativo después de la excepción de agosto. El incremento del déficit de la balanza de rentas también fue importante pero menos que en los meses pasados.

A fin de valorar en un contexto temporal más amplio los resultados anteriores, conviene presentar la evolución de las cifras acumuladas de doce meses, que proporcionan una visión más tendencial. De entrada cabe significar que el desequilibrio corriente tiende a desacelerar su crecimiento, una senda iniciada en 2005. Así, en los doce meses que acaban en octubre, el déficit corriente creció un 18,4% interanual, un punto porcentual menos que en el acumulado de doce meses hasta septiembre. La contribución fundamental de esta desaceleración se debe a la ralentización del crecimiento del déficit comercial.

Sin embargo, mientras la balanza de servicios sigue una tendencia estacionaria, la balanza de rentas y la balanza de transfe-

La balanza de transferencias intensifica su déficit y la de rentas no mejora.

rencias aceleran su deterioro, de forma que en los doce meses hasta octubre ambas contribuyeron en dos tercios al deterioro de 15.705 millones de euros del saldo corriente respecto al mismo periodo del año anterior.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, la nota destacada es que

se intensifica, en términos de acumulado de doce meses, la disminución del saldo de inversión en cartera, con unas entradas netas de 117.712 millones de euros, 64.796 millones menos que un año antes. Las salidas netas de inversiones directas, por su parte, tuvieron un pequeño avance después de varios meses de disminución.

Ahorro y financiación

La financiación al sector privado pierde gas

El euríbor a doce meses culminó en diciembre una trayectoria de alzas. Este tipo de interés, utilizado ampliamente como referencia en muchos contratos, repuntó hasta el 4,79% en promedio mensual, alcanzando la cota más alta desde diciembre del año 2000. De este modo, registró un aumento de 0,87 puntos porcentuales en relación con un año antes. Este incremento, no obstante, fue inferior al anotado en 2006. De hecho, el repunte experimentado en diciembre se debió mayormente a las tensiones de liquidez en el mercado interbancario ante el cierre del ejercicio. En las primeras semanas de enero, el euríbor a doce meses

ha flexionado a la baja al esperarse una posición menos beligerante del Banco Central Europeo y ha vuelto al nivel de mayo de 2007.

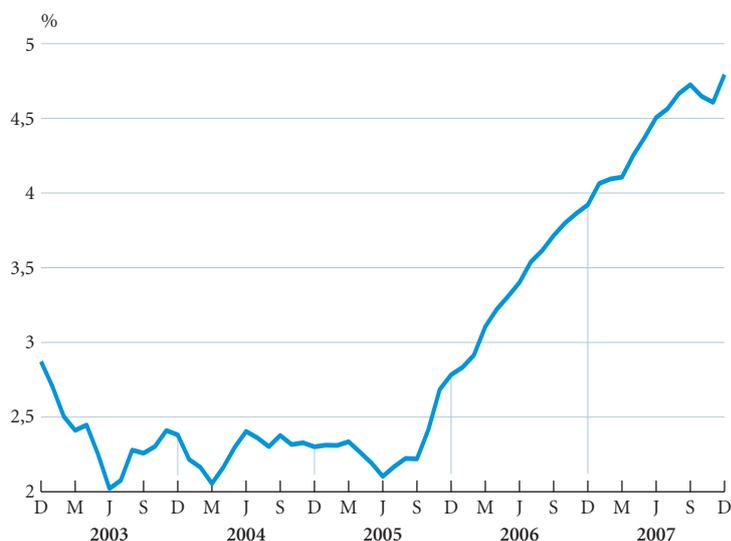
La tónica de elevación de los tipos de interés explica que la financiación al sector privado haya experimentado una ralentización, a la que contribuyen unas expectativas económicas menos brillantes. La tasa de variación anual de dicha variable fue del 17,1% en noviembre, 7,1 puntos porcentuales menos que al final de 2006. Esta desaceleración de la financiación se debe a una menor demanda, pero también a unas condiciones de oferta menos laxas. Sin embargo, el ritmo de variación anual continúa siendo sustancialmente superior al de la eurozona.

El euríbor a doce meses flexiona a la baja en enero.

Desaceleración de la financiación al sector privado por una menor demanda y condiciones de oferta menos laxas.

EL EURÍBOR A UN AÑO TERMINA 2007 EN EL NIVEL MÁS ALTO DE LOS ÚLTIMOS SIETE AÑOS

Euríbor a 12 meses



FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Noviembre 2007

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	86.498	1.122	1,3	7.045	8,9	5,0
Deudores con garantía real (*)	1.058.717	135.741	14,7	158.662	17,6	60,6
Otros deudores a plazo	497.631	83.042	20,0	85.546	20,8	28,5
Deudores a la vista	42.144	8.031	23,5	6.815	19,3	2,4
Arrendamientos financieros	45.741	5.028	12,3	6.858	17,6	2,6
Créditos dudosos	15.895	5.036	46,4	5.036	46,4	0,9
TOTAL	1.746.626	238.000	15,8	269.962	18,3	100,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La aminoración del ritmo de crecimiento de la financiación a las empresas se ha acentuado en los últimos meses. Así, el crecimiento interanual pasó del 23,4% en agosto al 19,3% en noviembre. El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante de las empresas, redujo su variación anual a menos del 10%. No obstante, la financiación a la inversión, aproximada por las operaciones de arrendamiento financiero, seguía mostrando un buen tono.

Los fondos dirigidos a las familias también siguieron ralentizándose gradualmente. Con todo, en los doce últimos meses hasta noviembre presentaban un aumento anual del 14,2%. La financiación a la vivienda mostraba un aumento anual similar del 14,6%. Esta tasa era inferior en 5,8 puntos porcentuales a diciembre de 2006. La desaceleración de esta financiación responde a un freno de la demanda ante unos tipos de interés más altos y la subida de los precios de la vivienda.

Por otro lado, en diciembre se aprobó la Ley 41/2007 de reforma del mercado hipotecario, con el objetivo de una mayor flexibilización. Esta ley establece las bases para un desarrollo del mercado hipotecario en los próximos años. Esta norma re-

gula la transparencia en la contratación de préstamos y créditos hipotecarios y modifica los mecanismos de refinanciación, en referencia a los bonos y cédulas hipotecarios.

Por su parte, la tasa de morosidad siguió ascendiendo suavemente en noviembre hasta colocarse en el 0,91%. Esta tasa supone menos de dos décimas de incremento sobre el nivel del final de 2006 y es relativamente reducida. Además, las entidades financieras españolas disponen de amplias provisiones para hacer frente al previsible aumento de la dudosidad.

Importantes salidas de los fondos de inversión mobiliaria en 2007

Las dificultades de financiación de las entidades financieras en los mercados de capitales después del estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos impulsaron la ampliación de otras vías para la financiación de los créditos concedidos. Aparte de la emisión de pagarés, títulos a corto plazo, se animó la competencia en la captación de depósitos bancarios. De esta forma, el tipo de interés de los depósitos a plazo de las familias se elevó hasta el 4,3% en noviembre, más

La financiación a la inversión de las empresas sigue mostrando un buen tono.

La subida de los tipos de interés y de los precios de la vivienda desaniman la demanda de créditos hipotecarios.

Se aprueba la ley de reforma del mercado hipotecario.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Noviembre 2007

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	423.946	-24.391	-5,4	3.880	0,9	32,9	
A plazo hasta 2 años	344.655	98.249	39,9	99.756	40,7	26,7	
A plazo a más de 2 años	395.160	62.311	18,7	74.103	23,1	30,6	
Cesiones temporales	81.585	-2.239	-2,7	8.529	11,7	6,3	
Total	1.245.346	133.930	12,1	186.268	17,6	96,5	
Depósitos en monedas no euro	44.761	12.044	36,8	14.876	49,8	3,5	
TOTAL	1.290.106	145.973	12,8	201.143	18,5	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Intensificación de la competencia para captar depósitos bancarios...

de un punto por encima del nivel de diciembre de 2006.

La mejora de las retribuciones de las cuentas bancarias ha incentivado la expansión de los depósitos del sector privado, los cuales en los doce últimos meses hasta noviembre se elevaron el 18,5%. El mayor aumento correspondió a las cuentas en moneda extranjera, apoyadas por unos diferenciales de tipos de interés a su favor, aunque sólo suponían el 3,5% del total de los depósitos. El grueso correspondió a las cuentas a plazo hasta dos años, que experimentaron una fuerte subida anual del 40,7%. En cambio, las cuentas a la vista y de ahorro sólo crecieron el 0,9% en el último año, afectadas por bajas remuneraciones, sensiblemente inferiores a la inflación.

A pesar del atractivo de estas ofertas, la tasa de ahorro de las familias no parece reaccionar. Según los datos del Instituto Nacional de Estadística, en el tercer trimestre de 2007 la tasa de ahorro de los hogares se colocó en el 4,8% de la renta disponible, un punto menos que un año antes. Este resultado fue consecuencia de un aumento interanual relativamente modesto de la renta disponible, un 3,8%, afectada por una elevación de los impues-

tos sobre la renta y patrimonio del 21,4%, y de un incremento de los gastos de consumo del 5,1%. Considerando los últimos cuatro trimestres, la tasa de ahorro de las familias se sitúa en el 9,9% de la renta disponible, tres décimas menos que en el periodo precedente.

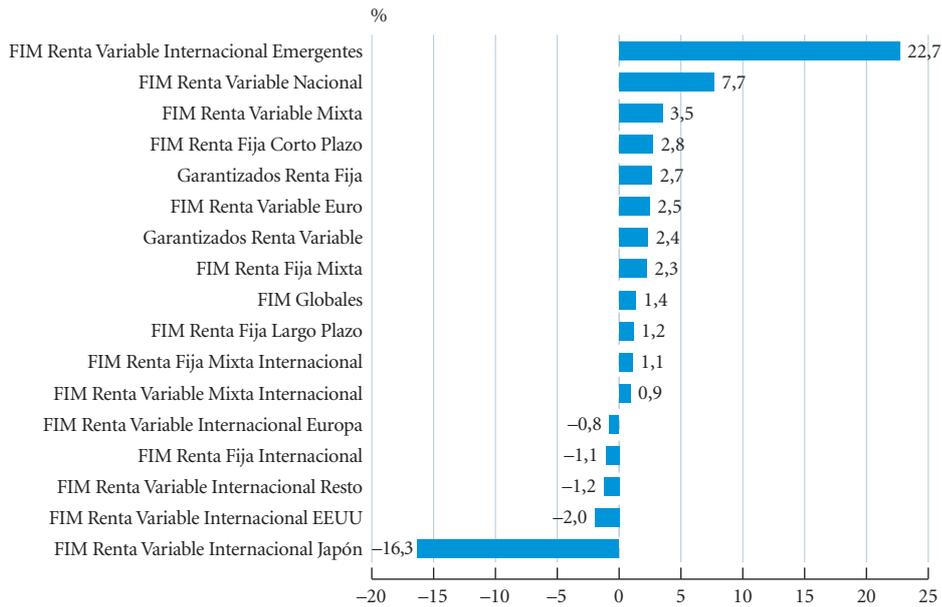
Aparte de en depósitos, otro instrumento en el que se materializa el ahorro financiero son las participaciones en los fondos de inversión. No obstante, en 2007 se registraron reembolsos netos de participaciones en los fondos de inversión mobiliaria por valor de 20.187 millones de euros, de modo que el patrimonio de los mismos disminuyó el 6,1% hasta 238.698 millones de euros.

Esta negativa evolución se explica por diversos factores. Por un lado, como se ha explicado más arriba, las políticas comerciales de las instituciones financieras se centraron en la captación de depósitos en detrimento de otros productos como los fondos. Por otra parte, los ahorradores comparaban las rentabilidades pasadas obtenidas por los fondos con los rendimientos futuros ofrecidos por los depósitos, sin tener siempre en cuenta que se hallaban en un periodo de tipos de interés al alza. Además, en la última parte del ejer-

...en detrimento de los fondos de inversión mobiliaria.

LOS FONDOS EMERGENTES, PROTAGONISTAS EN 2007

Rentabilidad anual de los fondos de inversión mobiliaria en 2007



FUENTES: Inverco y elaboración propia.

cicio las turbulencias en los mercados financieros internacionales acentuaron la aversión al riesgo de los partícipes. De esta manera, el número de partícipes de fondos de inversión mobiliaria se redujo en un 6,3% en el transcurso de 2007 hasta 8.264.240.

La rentabilidad anual media obtenida por los fondos de inversión mobiliaria resultó del 2,4%, aunque en el conjunto de los últimos dieciséis años aumenta hasta el 4,5%, superior a la inflación promedio del periodo. Por otro lado, los rendimientos presentaron una gran dispersión por modalidades. La renta variable de los mercados emergentes encabezó la clasificación, con unas plusvalías del 22,7%, seguida a distancia por la renta variable nacional, cuyas ganancias fueron del 7,7%. Los fondos más conservadores anotaron alzas más modestas, como la renta fija a corto plazo, con el 2,8%. La apreciación del euro contribuyó a acentuar las pérdi-

das de los fondos de renta variable japoneses, que registraron las mayores pérdidas, del 16,3%.

Otra clase de fondos, los de inversión libre o de gestión alternativa, los denominados *hedge funds*, elevaron su patrimonio hasta 818 millones de euros al final de 2007, prácticamente al comienzo de su andadura en el mercado español. A pesar de su expansión, su saldo sólo representa el 0,25% del volumen total de las instituciones de inversión colectiva. Su número de partícipes también es reducido, cifrándose en 2.716 al final del ejercicio.

Un poco más elevado es el número de partícipes de los fondos de inversión inmobiliaria, de 165.781. El patrimonio de esta clase de fondos ascendió el 2,1% en 2007 hasta 8.612 millones de euros. La rentabilidad media anual de estos fondos fue del 5,4% y en los últimos diez años del 7,0%.

La rentabilidad de los fondos de inversión se sitúa en el 2,4% en 2007, con una gran dispersión por modalidades.

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

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

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

Consejo Asesor

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

Febrero 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 2007

ACTIVIDAD FINANCIERA

Millones €

Recursos totales de clientes	223.850
Créditos sobre clientes	161.789
Resultado atribuido al Grupo	2.488

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

Empleados	26.342
Oficinas	5.480
Terminales de autoservicio	8.011
Tarjetas	9.809.909

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2008

Millones €

Sociales	306
Ciencia y medio ambiente	83
Culturales	79
Educativas e investigación	32
TOTAL PRESUPUESTO	500

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.