

Informe Mensual



NÚMERO 311

Desequilibrios comerciales y cambiarios: ¿círculo vicioso o virtuoso? Pág. 10

¿Es sostenible un mundo con grandes desequilibrios externos?

Euroland: juntos... pero no revueltos Pág. 26

En casi 10 años, el euro ha aportado beneficios y algunos problemas, pero la moneda única no es una poción mágica

Tipos de cambio fijo: ¿regreso al futuro? Pág. 44

En los últimos años aumenta el número de países con tipos de cambio fijo: ¿tiene sentido esta tendencia?

¿Es posible determinar quién hace trampas con el tipo de cambio? Pág. 67

Podemos estimar los tipos de cambio de equilibrio, pero ¿quién se encargaría de implantarlos?

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	2,1	1,7	2,9	1,7	1,9	1,8	1,3	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	2,7	1,7	3,2	2,5	2,7	2,3	1,8	1,9
<i>Alemania</i>	3,1	2,6	1,7	3,7	2,6	2,5	1,8	1,5	1,6
<i>Francia</i>	2,2	1,9	1,7	1,9	1,3	2,2	2,1	1,6	1,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,3	2,8	3,2	2,5	2,5	2,4	4,0	4,0	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	2,4	1,9	1,9	1,9	2,9	2,9	2,3
<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	3,5	3,4	3,1	2,7	2,4	2,3
Consumo de las AAPP	4,8	5,1	4,4	6,1	5,0	5,1	4,4	3,5	4,0
Formación bruta de capital fijo	6,8	5,9	2,4	6,3	6,7	5,8	4,8	3,6	2,5
<i>Bienes de equipo</i>	10,4	11,6	5,1	13,1	13,1	11,6	8,6	7,5	6,0
<i>Construcción</i>	6,0	4,0	0,9	4,9	4,6	3,8	2,9	1,4	0,4
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,1	4,6	2,8	5,1	4,9	4,5	3,9	3,1	2,8
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,3	4,8	3,6	4,7	7,7	5,1	5,1	4,9
Importación de bienes y servicios	8,3	6,6	4,8	6,0	6,7	8,4	5,4	4,9	4,6
Producto interior bruto	3,9	3,8	2,5	4,1	4,0	3,8	3,5	2,9	2,6
Otras variables									
Empleo	3,2	3,0	1,5	3,3	3,1	3,0	2,5	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	4,3	4,1
Costes laborales unitarios	2,3	2,7	3,1	2,6	2,6	2,7	2,9		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,8	-10,0	-9,7	-10,1	-9,0	-10,2	-10,7		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-8,1	-9,5	-9,1	-9,5	-8,7	-10,1	-9,8		
Saldo público (% PIB)	1,8	2,2	0,9						
MERCADOS FINANCIEROS									
				Previsiones				Previsiones	
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	5,0	5,0	2,2	5,3	5,3	5,1	4,5	2,8	2,0
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	3,9	4,0
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,26	1,38	1,50	1,32	1,35	1,39	1,46	1,52	1,52

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
- 10 Desequilibrios comerciales y cambiarios: ¿círculo vicioso o virtuoso?
 - 13 Japón
 - 15 Brasil
 - 17 Argentina
 - 20 Materias primas
- 22 Unión Europea
 - 22 Previsiones de la UE
 - 23 Zona del euro
- 26 Euroland: juntos... pero no revueltos
 - 29 Alemania
 - 30 Francia
 - 32 Italia
 - 33 Reino Unido
- 35 Mercados financieros
 - 35 Mercados monetarios y de capital
- 44 Tipos de cambio fijo: ¿regreso al futuro?
- 47 Coyuntura española
 - 47 Actividad económica
 - 53 Mercado de trabajo
 - 59 Precios
 - 64 Sector exterior
- 67 ¿Es posible determinar quién hace trampas con el tipo de cambio?
 - 70 Sector público
 - 72 Ahorro y financiación

¿Qué hacer con los tipos de cambio?

Según Kindleberger, en su *Historia financiera de Europa*, una divisa era una letra de cambio que proporcionaba el pago en dinero extranjero. En su momento, la expresión llegó a significar cualquier tipo de medio de pago extranjero, excepto los metales nobles. Hoy en día el término se aplica genéricamente a las unidades monetarias nacionales cuando se utilizan en operaciones con el exterior. Por tanto, los tipos de cambio no son más que coeficientes que permiten relacionar el valor de unas divisas con otras. Son precios que sintetizan todas las fortalezas y debilidades de las economías. Se trata, por tanto, de una información preciosa. Siempre y cuando estos tipos de cambio sean el resultado del libre juego de la oferta y la demanda.

No siempre es así. A menudo las autoridades nacionales intervienen en el mercado para influir sobre el tipo de cambio, lo cual lleva aparejada, frecuentemente, la protesta de los que se consideran perjudicados. Es el caso de la recurrente queja de Estados Unidos contra China por la infravaloración del renminbi, que otorga a las manufacturas chinas una ventaja competitiva que contribuye al enorme agujero en la balanza comercial estadounidense. En el recuadro titulado «¿Es posible determinar quién hace trampas con el tipo de cambio?» (véase página 67) se exponen los esfuerzos del Fondo Monetario Internacional para establecer un método que dilucide cuál es el tipo de cambio de equilibrio de cada país. Un empeño ciertamente ambicioso pero posible en teoría, dentro de unos márgenes más o menos amplios. El problema está en que, una vez constatados los desequilibrios existentes, ¿qué institución se erige en árbitro que obligue e incluso sancione a los países díscolos?

Mientras no se soluciona el problema anterior, los desequilibrios externos persisten. De hecho, la economía internacional parece instalada en un «desequilibrio estable» en el cual Estados Unidos genera un enorme déficit comercial debido a sus importaciones sobre todo de países asiáticos. La balanza se equilibra por las compras de activos financieros norteamericanos por parte de los países excedentarios, lo que a su vez genera enormes montañas de reservas exteriores, con China a la cabeza. Esta rueda se explica, con algo más de detalle, en el recuadro de la página 10. La creciente importancia de los «fondos soberanos» (fondos de inversión de propiedad estatal) en esta rueda ha provocado una cierta alarma, por su potencial control de sectores o empresas considerados sensibles o estratégicos de la actividad económica y financiera de los países avanzados.

Hasta aquí podría parecer que la libre fluctuación de los tipos de cambio sería el estado ideal de las relaciones monetarias entre países. Pero la realidad es mucho más complicada. Un régimen de tipo de cambio fijo también puede ser ventajoso: puede potenciar lazos comerciales y de inversión directa o, en el contexto de un plan de estabilización macroeconómica, contribuir a atajar un problema de inflación alta. De hecho, en los últimos años ha aumentado el número de países que optan por tipos de cambio fijos, como se explica en el recuadro «Tipos de cambio fijo: ¿regreso al futuro?» de la página 44. Este, por supuesto, es el caso de los países de la Unión Europea que han adoptado el euro, aunque técnicamente no se trata de fijar los tipos de cambio sino de adoptar una unidad monetaria común. En cualquier caso, el resultado es un crecimiento del comercio y de la integración económica, lo cual sabemos que siempre es bueno para el bienestar general de la población. Sin embargo, como se explica en el recuadro de la página 26, también tiene sus desventajas y el camino a recorrer es aún largo. Y es que, como se ha afirmado al principio, el tipo de cambio es un precio, una información muy valiosa pero que por sí sola no puede hacer milagros.

RESUMEN EJECUTIVO

La situación económica en Estados Unidos, Europa y China es divergente.

En Estados Unidos los últimos datos confirman una tónica de extrema debilidad...

...aunque el activismo de la política económica parece estar sembrando una mejor segunda mitad de 2008.

Historia de tres economías, o por qué Estados Unidos no va bien pero Europa y China aguantan mejor

«Era el mejor de los tiempos, era el peor de los tiempos, la edad de la sabiduría, y también de la locura; la época de las creencias y de la incredulidad; la era de la luz y de las tinieblas, la primavera de la esperanza y el invierno de la desesperación.» Charles Dickens se refería, en su memorable inicio de *Historia de Dos Ciudades* a una época pretérita pero con evidentes resonancias con la actual. Ahora, no obstante, la primavera de la esperanza puede postergarse al verano o incluso más allá. Depende, en gran medida, de dónde fijemos el foco porque hoy por hoy las tres grandes zonas económicas mundiales (Estados Unidos, Europa y China y los emergentes) se encuentran en situaciones distintas.

La economía de Estados Unidos es la gran incógnita. Sobre su auténtico momento de forma se ha especulado ampliamente en los últimos tiempos. Las dudas sobre si caerá o no en la recesión (es decir, y por seguir el criterio informal convencionalmente aceptado, si se producirá una caída del producto interior bruto durante dos trimestres) o si por el contrario se entrará en una etapa de crecimiento reducido, pero positivo, sazonado además con una inflación anclada en niveles demasiado elevados. Contra lo que podría parecer, este último escenario, el de la estanflación, no es menos negativo que el de recesión puntual seguida de recuperación de la actividad.

Los últimos datos reflejan fielmente que el momento actual es de debilidad, pero no despejan las dudas sobre el futuro. El

crecimiento en el cuarto trimestre reflejó una ralentización indiscutible, aunque su composición no se antoja del todo negativa, ya que el consumo privado corrigió pero no se hundió. Otros indicadores, como las ventas de viviendas, los de actividad empresarial y de servicios del *Institute for Supply Management*, las ventas al por menor o la confianza al consumidor, abundaron que el ajuste se refleja tanto desde la perspectiva de la oferta como de la demanda. Y la inflación no ayuda, ya que se enquistó por encima del 4% entre noviembre y enero (si bien es cierto que es fruto principalmente del encarecimiento energético).

Así, pues, Estados Unidos no está bien, pero, y el futuro, ¿cómo pinta? Si las tendencias recientes se mantienen, no muy bien. Pero al menos se constata que la política económica está jugando un papel. Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, afirmó que la institución actuaría a tiempo y en el grado adecuado para dar apoyo al crecimiento. No se trata de un brindis al sol, ya que la Fed ya ha actuado con contundencia, bajando el tipo de interés de intervención del 4,25% al 3% en lo que va de año. El plan fiscal, un impulso que equivale al 1,2% del producto interior bruto (PIB) estadounidense, refuerza el activismo de la política económica y mejora las posibilidades que a partir del tramo final de 2008 la economía reviva.

Estas decisiones parecen haber atemperado los nervios de los más pesimistas. En particular, el panorama se ha antojado como suficientemente aceptable para que las bolsas norteamericanas hayan disfrutado de un mes de cierta recuperación, anticipando que a la vuelta del verano las condiciones pueden ser más benignas para

la actividad empresarial. Nadie espera, a pesar de todo, que este resurgir sea dinámico. La propia Reserva Federal anunciaba en sus previsiones que para 2008 y 2009 esperaba un crecimiento medio anual del 1,7% y del 2,4% respectivamente, lejos de su tendencia al largo plazo, que apunta más bien al 3%.

La zona del euro transita por una senda diferente. Viene de un año de recuperación, 2007, y por el momento disfruta de una inercia de crecimiento que la dota de cierta protección frente al enfriamiento exterior. No obstante, y como el crecimiento del cuarto trimestre nos recuerda (2,3% interanual, frente al 2,7% del trimestre anterior), tampoco los socios de la moneda única van a poder descolgarse de la corriente global de desaceleración. Sigue siendo una economía sensiblemente dependiente del sector exterior, y por tanto, que empieza a recibir las ondas exteriores negativas en forma de un euro fuerte que merma competitividad internacional y una demanda externa menos dinámica.

Aunque nadie habla de recesión en la eurozona, la Comisión Europea ha revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para 2008 (apunta a una cifra de 1,8%) y al alza de inflación (2,6%). Esta combinación complica la vida al Banco Central Europeo, que aunque sigue reafirmando que su contribución principal al bienestar económico es anclar las expectativas de inflación, ha moderado en parte la dureza de su discurso, tesis que ha sido interpretada como una forma de ganar en flexibilidad monetaria en un momento en que la economía ha empezado a frenar. Las bolsas europeas, con un ojo a un lado del Atlántico y otro en casa han acabado el mes de febrero prácticamente planas, pendientes de cualquier indicio de futuro.

Y el futuro, al menos por cierto tiempo, tiene forma de gigante asiático. China sigue siendo vista, en una opinión con numerosos avaladores, como el salvavidas global. Para Europa es mercado priorita-

rio de exportaciones y su función de fábrica mundial no parece en entredicho. El problema, con un crecimiento del 11,2% en el cuarto trimestre y una inflación por encima del 6,5% en ese mismo periodo, es más bien como contener un hipotético recalentamiento. Paradojas de esta única economía global, en la cual coexisten el intento chino para que la locomotora no descarrile con el estadounidense para que la máquina no se pare durante demasiado tiempo. La alegría (económica), como siempre, va por barrios. O, en la onda de Dickens, por ciudades.

Economía española: ni tan mal ni tan bien

Un observador imparcial de la economía española puede tener dificultades para entender en qué punto estamos. Algunos indicadores apuntan a una economía en un momento de forma bueno, al menos en términos relativos respecto a la mayoría de economías del Viejo Continente. Otros generan alarma, ya que parecen revestidos de una intensidad de caída o deceleración inusualmente fuerte.

Así, y empezando por la botella medio llena, los datos de contabilidad nacional del cuarto trimestre nos permiten valorar en mejor medida lo que ha dado de sí 2007. En su conjunto el año ha sido bueno, puesto que se ha crecido un 3,8%, apenas una décima porcentual menos que en 2006, lo que implica que la distancia con la eurozona en términos de crecimiento sigue aumentando. Además la composición se ha reequilibrado, ya que la construcción reduce su peso y la aportación del sector exterior a la variación del PIB se torna un poco menos negativa.

También son satisfactorios los resultados en materia de control de las finanzas públicas (el superávit público, equivalente al 2,2% del PIB, es el mayor en décadas) y creación de empleo, que se aproxima al medio millón en 2007, con lo que a finales

La eurozona todavía se beneficia de una inercia de crecimiento aceptable...

...aunque la Comisión espera menos crecimiento y más inflación para 2008, una combinación incómoda para el Banco Central Europeo.

España ha disfrutado de un buen 2007 en términos de crecimiento y empleo...

...aunque en la recta final del ejercicio las cosas se han empezado a torcer, con mayor inflación, menor dinamismo y empeoramiento laboral.

La Comisión Europea espera un crecimiento del 2,7%, una cifra buena en términos relativos con Europa...

...pero también prevé una inflación demasiado tensa en 2008.

del año pasado se alcanzaba la cifra récord de 20,5 millones de ocupados.

No obstante, y aquí saltamos al lado de la botella medio vacía, hay que convenir que si bien el año 2007 en su conjunto fue bueno, dos salvedades son evidentes. La primera, la relativa al desequilibrio exterior. En 2007 el déficit comercial alcanzaba un montante equivalente al 9,4% del PIB, una cifra a todas luces demasiado elevada. Un segundo desequilibrio es el referido a los precios ya que el año pasado la inflación cerraba en un crecimiento superior al 4%.

Asimismo, en los últimos meses el ritmo de actividad ha enfilado la senda de la desaceleración. El PIB creció en el cuarto trimestre un 3,5% interanual, el menor avance en dos años. En ese mismo periodo se observa el primer descenso del número de ocupados desde 2002 y además el paro registrado de enero sorprende al anotar la mayor subida en una década, una tónica similar a la exhibida por la afiliación a la Seguridad Social, que presenta en enero su mayor descenso desde 1994.

También en enero otro recordatorio de problemas ha sido la inflación, que de la mano de petróleo y alimentos se sitúa en el 4,3% interanual, máximo desde 1995. En este contexto, la moderada desaceleración del núcleo subyacente (sin energía ni alimentación elaborada) en el primer mes de 2008 se antoja consuelo insuficiente. En especial, si se considera que los precios industriales y de importación registran un fuerte crecimiento, lo que indica que la presión hacia los precios finales no se aliviará de forma rápida.

¿Qué deparará 2008? ¿Persistirán las tendencias recientes al deterioro económico? Si es así, ¿qué intensidad podrá revestir? Una voz cualificada, la de la Comisión Europea, apunta una opinión que puede

considerarse bastante ecuánime. Según su avance de previsiones de primavera, el ejecutivo comunitario espera que el crecimiento español en 2008 sea del 2,7%, tres décimas menos de lo que preveían en el otoño pasado. Se trata, ciertamente, de una ralentización apreciable respecto al 3,8% de 2007 pero también es un ritmo de crecimiento sensiblemente superior al 1,8% que la Comisión pronostica para la eurozona en su conjunto. La institución comunitaria dibuja un escenario de crecimiento para 2008 en el cual la primera mitad del ejercicio será levemente más dinámica que el segundo semestre.

Pero si el panorama en materia de crecimiento no es excesivamente negativo, en el frente de los precios el alivio esperado es magro. En el promedio de 2008 la inflación, en términos armonizados, crecerá un 3,7%, su mayor ritmo en años. El grueso de las tensiones inflacionistas se concentrará, siempre de acuerdo con las previsiones comunitarias, en el primer semestre del año (periodo en el cual bajar del 4% es improbable). Después se debería asistir a una paulatina desaceleración inflacionista, de manera que a finales de 2008 se podría estar en la zona del 3%. El año, por tanto, se presenta movido. La propia Comisión nos recuerda que el riesgo dominante es que sus previsiones queden enmendadas por la realidad a la baja, es decir, que se crezca menos de lo esperado. España, con toda probabilidad, mimetizaría este movimiento.

En definitiva, después de cerca de década y media de un rendimiento económico excepcional tampoco es de extrañar que nuestra economía tome aire para respirar. Con todo, habrá que prestar atención a cómo transitamos por una etapa de mayores turbulencias.

27 de febrero 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.
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%.
- febrero** 26 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 98,76 dólares por barril.
27 El **euro** cotiza a 1,504 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.

AGENDA

Marzo

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
5 Índice de producción industrial (enero).
6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
13 IPC (febrero).
14 Balanza de pagos (diciembre). 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).

Abril

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
4 Índice de producción industrial (febrero).
9 PIB de la UE (cuarto trimestre).
10 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
11 IPC (marzo).
15 Balanza de pagos (enero).
16 IPC armonizado de la UE (marzo).
24 Precios industriales (marzo). Comercio exterior (febrero).
25 Encuesta de población activa (primer trimestre).
29 Ingresos y pagos del Estado (marzo).
30 PIB de EEUU (primer trimestre). Comité de Mercado Abierto de la Fed. Balanza de pagos (febrero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

El PIB de Estados Unidos crece un 2,5% en el cuarto trimestre con las mayores debilidades en existencias y construcción.

La Reserva Federal rebaja sus expectativas de crecimiento y pone en entredicho la fortaleza de la recuperación.

La administración consensúa un plan de estímulo fiscal para paliar la reducción del poder adquisitivo de los consumidores.

Estados Unidos: a vueltas con la recesión... y la recuperación

El producto interior bruto (PIB) estadounidense se desaceleró en el cuarto trimestre más de lo esperado creciendo un 2,5% interanual. En términos interanuales la ralentización respecto al tercer trimestre fue aun más brusca, pasando de un avance del 4,9% a un raquíto 0,6%. Sin embargo la composición del dato es más benigna de lo esperado ya que la mitad de esta desaceleración es debida a la debilidad de la creación de existencias y una cuarta parte a una ralentización de las exportaciones. Por su parte, el consumo privado, el elemento que va a ser clave para la economía americana en 2008, se desaceleró menos de lo que se esperaba, creciendo un 2,5% interanual. En el frente inversor, se intensifica si cabe la crisis del sector inmobiliario y continúa la apatía en equipo y *software*.

El problema no va a ser tanto si se llega a crecimientos negativos durante la primera mitad de 2008 o no, sino si la recuperación, que tendría que empezar a apuntar a finales de año, es lo suficientemente robusta. De no cumplirse esto significaría un lapso de más de dos años creciendo por debajo de la tendencia a largo plazo del 3,0%. En este sentido, la Reserva Federal ha modificado a la baja sus previsiones de crecimiento para 2008 y 2009, con un avance medio esperado en 1,7% y 2,4%, respectivamente, quedando en ambos casos por debajo de la tendencia a largo plazo. Se deja así la verdadera recuperación para el ya lejano 2010, cuando se notarían con más fuerza las reducciones en el tipo de interés de la Fed y se crecería un 2,8%.

Desde el máximo de 2000 el poder adquisitivo del americano medio ha disminuido en términos reales, es decir, si tenemos en cuenta los incrementos de precios. Esta merma en los ingresos de las familias se había visto compensada por la capacidad de comprar a base de crédito barato garantizado por unos activos inmobiliarios boyantes. Pero si lo primero sigue vigente, lo segundo se ha reducido dramáticamente. La administración ha consensuado con el Senado y el Congreso un plan de estímulo fiscal de 170.000 millones de dólares, un 1,2% del PIB, cuya mayor parte iría destinada a las familias con ingresos comprendidos entre 3.000 y 150.000 dólares, justo ese americano medio que lleva tiempo arrastrando problemas. Los efectos del plan deberían empezar a sentirse a partir de septiembre. La pregunta que cabe hacerse es si ello será suficiente, ya que los periodos de debilidad inmobiliaria tienden a prolongarse. Un buen número de familias pueden ver como su deuda hipotecaria supera el valor de mercado de sus viviendas y el empleo, el mayor baluarte de apoyo del consumo, sigue con su lenta pero constante ralentización.

El gasto en construcción del tercer trimestre disminuyó un 23,9% respecto al periodo anterior en términos anuales, lo que indica que aún no se ha tocado fondo. Las viviendas iniciadas de enero cayeron un drástico 38,4% por debajo del mismo periodo del año anterior. Apuntando en igual dirección, los permisos de construcción, que vienen a ser un indicador adelantado del anterior, descendieron un similar 33,1%. Respecto a la valoración de los activos, el índice Case-Shiller de precios de la vivienda de noviembre siguió

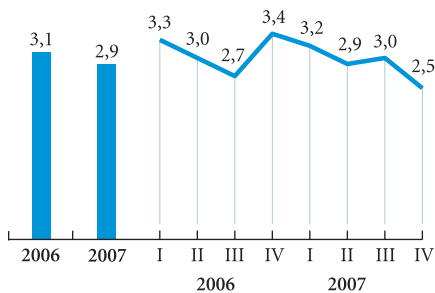
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

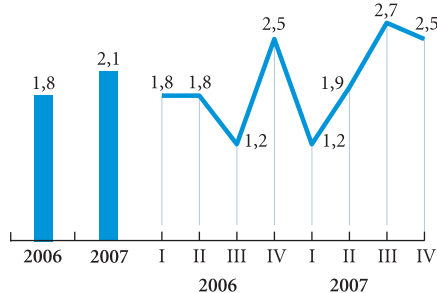
PIB



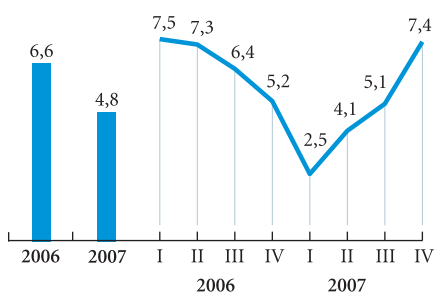
Consumo privado



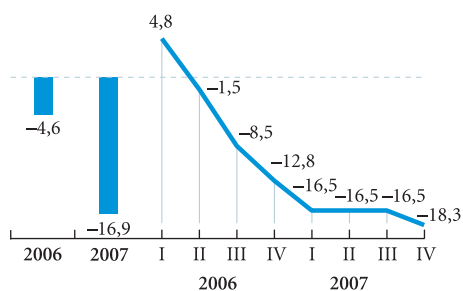
Consumo público



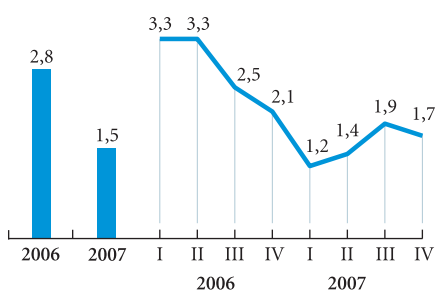
Inversión no residencial



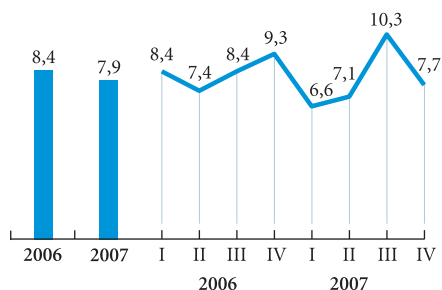
Inversión residencial



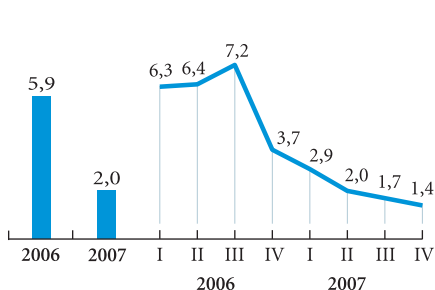
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

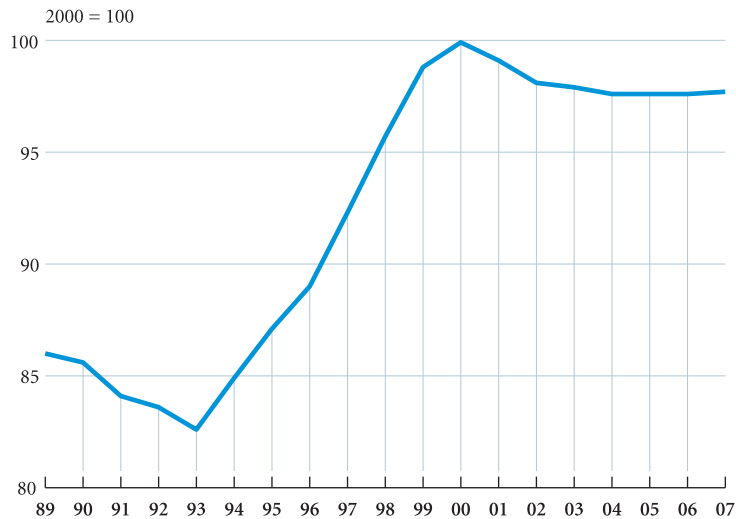
intensificando sus descensos perdiendo un 8,4% interanual, lo que, si se añade a la subida del IPC, supone una pérdida su-

perior al 11%. La venta de viviendas de segunda mano de diciembre cayó un 21,6% interanual, y la de viviendas nue-

La vivienda sigue sin tocar fondo, tanto en construcción como en precio de los inmuebles.

ESTADOS UNIDOS: LOS CONSUMIDORES ESTÁN ACORRALADOS

Ingresos reales de la familia media (*)



NOTA: (*) Ingresos descontando los incrementos del IPC.

FUENTES: National Association of Realtors y elaboración propia.

Las ventas minoristas y el mercado laboral se ralentizan de forma sostenida.

vas, haciendo gala de una mayor volatilidad, cedió un 40,7%. El Secretario del Tesoro, Hank Paulson, ha puesto en marcha un plan denominado *Lifeline*, que, en coordinación con los seis principales bancos, que poseen la mayor parte de las hipotecas, propone dar 30 días de gracia adicionales a los contratos que hayan estado en mora por 90 días o más. La intención es evitar embargos, pero los accionistas de estas entidades financieras ven dificultades en su implementación.

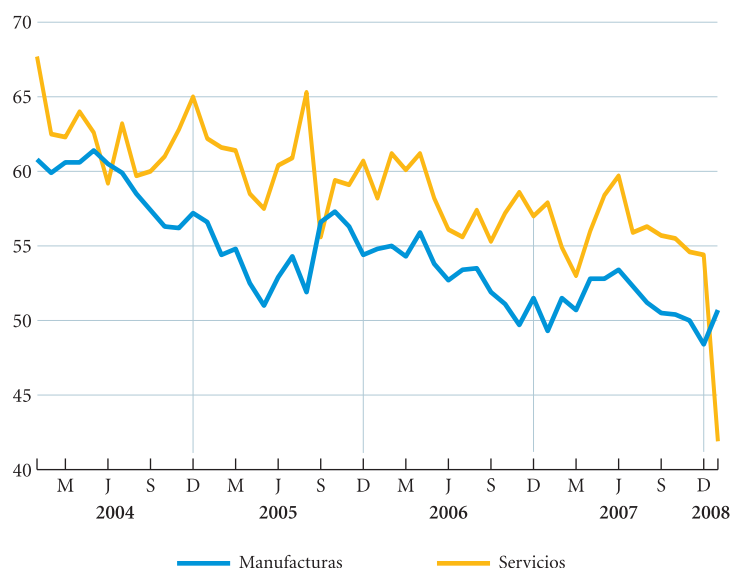
Las ventas al por menor siguen el camino de los datos del PIB, una desaceleración sin grandes accidentes. En enero, sin autos ni gasolina, altamente volátiles, el consumo minorista creció un 2,4% interanual. En línea con esta tendencia bajista, el Índice de Confianza del consumidor del Conference Board siguió a la baja, pasando de 90,6 al nivel de los 87,9 puntos. El componente de la situación actual tuvo un leve repunte que no pudo compensar el continuado deterioro de las expectativas. El mercado de trabajo sigue una evolución muy similar. Los datos de enero

mostraron el primer descenso del empleo desde septiembre de 2002. Sin embargo, los 17.000 empleos perdidos fueron a costa del sector público y de una revisión al alza de los meses previos. Como en los datos del PIB, es más relevante el hecho tendencial ya que, en los últimos 12 meses el empleo creció un 0,7% cuando hace dos años crecía al 2,0%. La tasa de desempleo de enero disminuyó ligeramente hasta el 4,9% de la población activa.

La mayor fortaleza de la economía está en estos momentos en las empresas no financieras, que siguen presentando beneficios y que, a diferencia de los consumidores, presentan unos niveles de endeudamiento razonables. Sin embargo, las cosas pueden estar empezando a cambiar. La evolución de enero del índice de actividad empresarial del Institute for Supply Management en el sector de servicios bajó drásticamente de 54,4 a los 41,9 puntos, el mayor descenso mensual desde su creación en 1997. El nivel, al estar por debajo de 50, indica que las respuestas pesimistas ganan la partida a las respuestas optimistas. En manu-

ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS LO VEN CADA VEZ MÁS NEGRO

Nivel de los índices del ISM (*)



NOTA: (*) Un nivel de 50 implica que hay tantas respuestas optimistas como pesimistas.

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007						2008
			I	II	II	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB real	2,9	2,2	1,5	1,9	2,8	-	2,5	-	-
Ventas al por menor	6,2	4,1	3,5	4,0	4,1	4,8	5,6	3,7	3,9
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	109,9	106,7	105,7	95,2	87,8	90,6	87,9
Producción industrial	4,0	1,9	2,5	1,7	1,6	1,4	2,2	1,7	2,3
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	50,5	53,0	51,3	50,4	50,0	48,4	50,7
Venta de viviendas unifamiliares	-18,0	-26,3	-24,6	-21,2	-26,6	-23,8	-35,8	-40,7	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,5	4,5	4,7	4,8	4,7	5,0	4,9
Precios de consumo	3,2	2,9	2,4	2,6	2,4	3,5	4,4	4,1	4,4
Balanza comercial (3)	-758,5	-711,6	-747,2	-733,9	-708,6	-708,5	-713,2	-711,6	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,2	5,3	5,4	5,4	5,4	4,9	5,1	4,7	3,1
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	82,5	77,9	81,9	79,3	77,0	73,9	72,2	73,7	73,1

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.

Los precios no aprietan, con permiso del petróleo.

facturas el índice incluso se permitió una ligera subida, de 48,4 a los 50,7 puntos. Con el nivel alto del componente de precios y el descenso del de nuevos pedidos, la imagen que queda es una de mayor preocupación empresarial ya que es la duración de un crecimiento bajo, con las menores cifras de ventas que conlleva, lo que puede acabar minando los balances contables de las compañías.

Por su parte, el índice de precios al consumo (IPC) de enero se aceleró y pasó de crecer un 4,1% a un 4,4% interanual por el peculiar comportamiento del sector energético. El componente subyacente, el general sin alimentos y energía, también repuntó, pasando de incrementos del 2,4% al 2,5% interanual. Sin embargo, el deflactor del consumo privado subyacente, seguido por la Reserva Federal, creció

a un más razonable 2,2%. En este sentido, la Fed, tras el repunte de 2008, no ve a largo plazo un alejamiento excesivo de niveles del 2,0%, por lo que la atención se fija claramente en el bajo crecimiento, pasando momentáneamente a segundo plano el riesgo inflacionista.

Por su parte, la balanza comercial de bienes y servicios arrojó en diciembre un déficit de 58.769 millones de dólares, un descenso del 2,6% interanual que pone las cosas en su sitio después del inesperado repunte del déficit en noviembre. Las exportaciones avanzaron un robusto 13,6% mientras que las importaciones se desaceleraron hasta crecer al 8,4%, lo que hace pensar que en el primer trimestre de 2008 el sector exterior puede tener una contribución más tangible al crecimiento de la economía.

El déficit comercial vuelve a mejorar en diciembre tras el mal dato de noviembre.

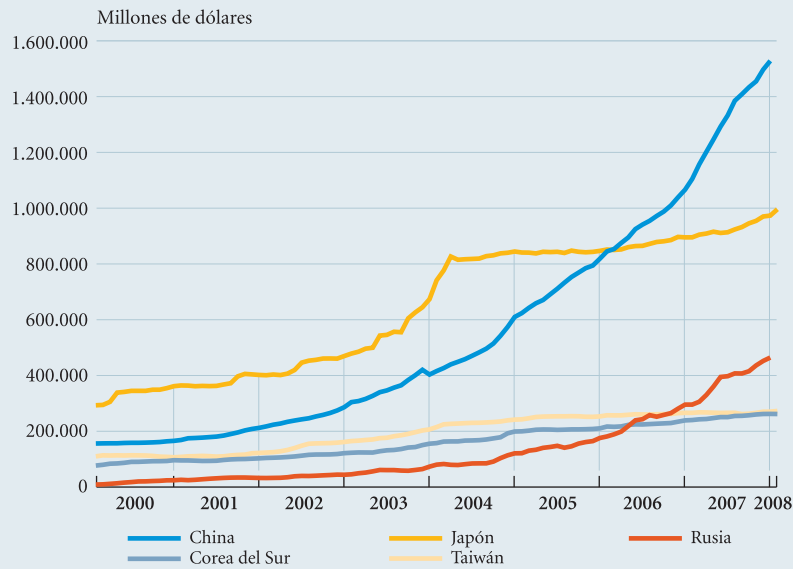
Desequilibrios comerciales y cambiarios: ¿círculo vicioso o virtuoso?

El crecimiento del comercio internacional en los últimos años ha ido acompañado de una ampliación de los desequilibrios de balanza de pagos. Estados Unidos acumuló en 2007 un déficit por cuenta corriente de 700.000 millones de dólares, que contrasta con los holgados superávits de economías como Japón, China u otras emergentes. Podríamos esperar que estos desequilibrios fueran compensados, a lo largo del tiempo, por los movimientos de los tipos de cambio, pero ello no siempre es así, como se explica en el recuadro «¿Es posible determinar quién hace trampas con el tipo de cambio?» de la página 67. El resultado es una anómala y rápida acumulación de reservas de divisas en una serie de economías. El círculo se cierra cuando estas reservas se invierten en activos como deuda del Tesoro americano.

Cabría esperar que un superávit sostenido de la balanza por cuenta corriente diera como resultado una apreciación del tipo de cambio, esto es, el encarecimiento relativo de los precios de los bienes y servicios del país debido a que son más demandados en los mercados internacionales. Este fue el caso, por ejemplo, de la R. F. de Alemania en los años sesenta y setenta, cuando la potente maquinaria exportadora germana arrastraba al marco alemán a periódicas revaluaciones. Por esta misma lógica cabría esperar ahora que el tipo de cambio del dólar estadounidense se depreciara a causa de su persistente déficit por cuenta corriente. Y así ha sido entre 2000 y 2007 pero sólo a medias. Si bien el dólar de EEUU ha perdido valor respecto al euro, al dólar canadiense o a la libra esterlina, por ejemplo, no lo ha hecho en tanta medida frente a las divisas de muchas economías emergentes, que tienen importantes superávits bilaterales con Estados Unidos, con lo cual la corrección de los desequilibrios se ha quedado a medias. Entre estas economías emergentes podemos distinguir aquellas cuyo superávit se fundamenta en la exportación de materias primas de aquéllas que son potentes exportadoras de manufacturas.

EL INCREÍBLE AUMENTO DE LAS RESERVAS

Principales tenedores en divisas en bancos centrales



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

EL CAMINO DESCENDENTE DEL DÓLAR AMERICANO

Tipo de cambio efectivo real del dólar estadounidense (*)



NOTA: (*) El tipo efectivo real se calcula respecto a la cesta de los principales socios comerciales, descontando los efectos de la inflación.

FUENTES: Economist Intelligence Unit y elaboración propia.

En lo que se refiere a los exportadores de materias primas, Arabia Saudita, por ejemplo, mantiene un tipo de cambio fijo respecto al dólar pese a que entre 2000 y 2007 el precio del petróleo se ha cuadruplicado. Además, como su inflación ha sido menor que la estadounidense, el tipo de cambio real ha retrocedido. Otros grandes exportadores de petróleo como Bahrain, Irán, Kuwait y Venezuela siguen un patrón parecido, con depreciaciones reales del tipo de cambio que coexisten con superávits corrientes. En este grupo hay, empero, notables excepciones, como Rusia y Nigeria, cuyos superávits petroleros han ido acompañados de importantes apreciaciones cambiarias.

En cuanto a los exportadores de manufacturas, se trata en su mayor parte de economías de Extremo Oriente. El caso más destacado es China, el país con el mayor superávit del planeta y el que tiene un mayor saldo positivo en su comercio bilateral con Estados Unidos. Su divisa, el renminbi se ha apreciado ligeramente respecto al dólar, pero como sus precios interiores han subido menos que en Estados Unidos y la divisa americana ha perdido valor, la combinación de ambos efectos es una depreciación real del tipo de cambio de un 0,8% entre finales de 2000 y 2007. Otras economías exportadoras de manufacturas como Taiwán, Hong Kong y Singapur, con saldos positivos de la balanza por cuenta corriente del 9,8%, 7,0% y 21,0% del PIB, respectivamente, han experimentado depreciaciones en sus tipos de cambio real. Japón también viene a sumarse a este patrón, mientras que la excepción son Corea del Sur, Tailandia e Indonesia, cuyas divisas se han apreciado notablemente.

La sucesión de superávits corrientes ha llevado a la acumulación de reservas de divisas en poder de los bancos centrales de todos estos países. Así, las reservas de China se acercan a 1,5 billones de dólares, las de Japón rozan el billón y entre Rusia, Taiwán y Corea del Sur acumulan otro billón de dólares. Frente a este importante acopio de reservas, los países de Oriente Medio y algunos asiáticos han canalizado sus superávits a través de los denominados Fondos Soberanos. Se trata de fondos de propiedad estatal que invierten en carteras diversificadas en activos internacionales para obtener una rentabilidad mayor que a través de la tradicionalmente conservadora gestión de las reservas de divisas. Últimamente se detecta un mayor interés de las economías asiáticas en esta vía de rentabilizar los excedentes de balanza de pagos. Existe por tanto un fuerte potencial de crecimiento de los Fondos Soberanos. Los países de Oriente Medio tienen dos tercios del volumen total de los mismos, pero en el futuro el protagonismo del crecimiento estará en las economías asiáticas. Según analistas citados por la Reserva Federal, la irrupción retrasada de las economías asiáticas en estos fondos llevará el total de activos gestionados de los 1,5-2,5 billones de dólares actuales hasta 15 billones en los próximos 10 años, un importe superior al PIB nominal de Estados Unidos en 2007⁽¹⁾.

LOS PRINCIPALES FONDOS SOBERANOS

País	Nombre del fondo	Año de lanzamiento	Valor (*)	% del PIB (**)
Emiratos Árabes Unidos	ADIA	1976	625	521
Noruega	Government Pension Fund Global	1990	322	103
Singapur	GIC	1981	215	169
Kuwait	Kuwait Investment Authority	1953	213	269
China	China Investment Corporation	2007	200	8
Rusia	Stabilisation Fund	2004	128	14
Singapur	Temasek	1974	108	85
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	60	185

NOTAS: (*) Miles de millones de dólares.

(**) 2006.

FUENTES: Standard Chartered y Financial Times.

(1) Joshua Aizenman «Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?» Economic Letter 2007-38, 14 de Diciembre de 2007, Federal Reserve Bank of San Francisco.

El tamaño de estos fondos y su propiedad estatal crea ciertas inquietudes e incluso rechazo en algunos ámbitos⁽²⁾, como sucedió en el intento de compra de la empresa petrolera estadounidense Unocal en 2005 por la petrolera estatal china CNOOC. Sin embargo, en la crisis financiera generada por las hipotecas *subprime*, los capitales aportados por algunos Fondos Soberanos a determinadas entidades bancarias en apuros han sido bienvenidos y han dado un respiro a los mercados. El círculo de los desequilibrios se cierra a gusto de todos, por lo menos esta vez.

(2) Lawrence Summers (2007) «Funds that shake capitalist logic», Financial Times 29 de Julio de 2007.

Japón: una expansión con permiso del exterior

El PIB de la economía japonesa creció un 1,8% interanual en el cuarto trimestre, claramente por encima de lo esperado después de una serie de datos que apuntaban al mantenimiento de una línea de debilidad. En crecimiento respecto al trimestre anterior anualizado esto supuso un repunte con un avance del 3,7%. Sus soportes estuvieron en la fuerza de la inversión en bienes de equipo, en el consumo público y en el aumento de las existencias. Sin embargo, continúa la excesiva dependencia del sector exterior y la debilidad del consumo privado. De este modo, las exportaciones, que representan el 16,1% del PIB, continuaron en su línea de robustez y contribuyeron en términos absolutos a casi la mitad del crecimiento del total de la economía respecto al tercer trimestre, mientras que el consumo privado, que en Japón supone un bajo 55,2% del PIB, siguió exhibiendo su perfil contenido creciendo un magro 1,1% interanual.

La inversión en construcción en el tercer trimestre cedió un 21,4% interanual que puede estar relacionado con cambios en la regulación. Así, aunque las viviendas iniciadas ya muestran signos de recuperación, en diciembre cedieron un 19,0% interanual. La razón es que el mercado de la vivienda no está para mu-

chas alegrías, con unas ventas que en diciembre retrocedieron un 42,4% en el área de Tokio. Los precios, que en Japón siguen una dinámica singular después de los fuertes retrocesos de los años noventa, aguantaron el tipo con incrementos del 9,2%.

La inversión en equipo, que intensificó su recuperación, compensó esta vez los retrocesos en el sector de la construcción. Pero este efecto podría haber llegado a su límite ya que los pedidos de maquinaria, que son un indicador adelantado de la demanda inversora, en diciembre se incrementaron en un 3,3% interanual, claramente por debajo de los registros de septiembre y octubre. Vuelve aquí a ponerse de manifiesto la dependencia de la demanda externa ya que los pedidos destinados a la industria exportadora subieron un 11,0% mientras que los dirigidos a atender la demanda interna retrocedieron un 3,3%.

Toshihiko Fukui, el saliente presidente del Banco del Japón, puede aún ver empañado su reconocimiento como el hombre que venció la deflación. Con el índice Tankan de grandes empresas manufactureras que publica el Banco Central del Japón del tercer trimestre en el nivel de los 19 puntos, con la confianza de los consumidores del mismo periodo en un bajo nivel de 38,9 puntos y con la producción industrial que en di-

El PIB de Japón crece un 1,8% gracias a inversión en equipo, consumo público y existencias...

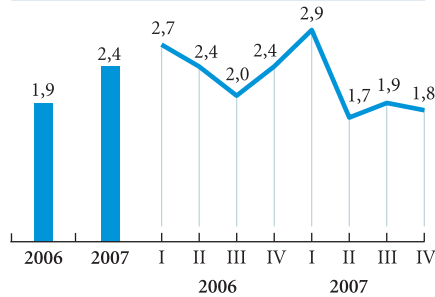
...pero la dependencia del sector exterior es cada vez mayor, con un consumo privado que sigue languideciendo.

La inflación en terreno positivo se sustenta en gran parte en el encarecimiento de la energía.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

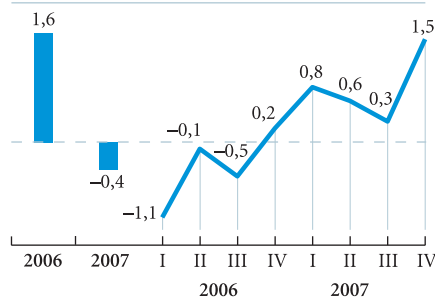
PIB



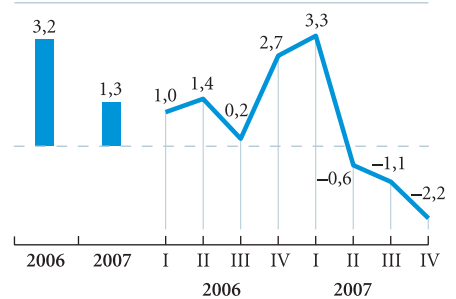
Consumo privado



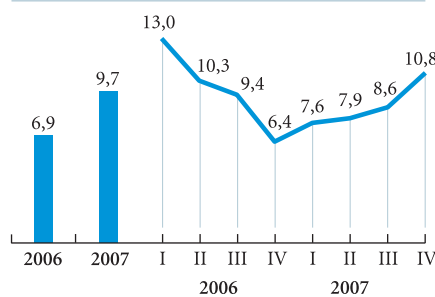
Consumo público



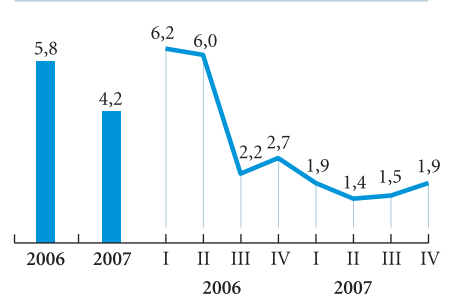
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

El bajo paro y el superávit comercial siguen siendo puntos fuertes.

El desempleo creció un magro 2,2% interanual, las previsiones alcistas del Banco del Japón quedan en entredicho. A ello se le une el hecho de que el principal contribuyente al final de la deflación han sido los volátiles precios de la energía. El IPC de diciembre subió un 0,7% interanual, y el tradicionalmente seguido índice sin alimentos frescos avanzó un 0,8%. Sin embargo, la publicación del índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, deja las espadas en alto al registrar un descenso del 0,1% respecto al

mismo periodo del año anterior, y es que la inflación viene de fuera, con unos precios de importación que en diciembre subieron un 6,8%.

En el haber, la tasa de paro de diciembre permaneció en un bajo 3,8% de la población activa, mientras que la balanza comercial siguió viento en popa con un superávit acumulado en los doce meses hasta diciembre de 12,5 billones de yenes gracias a la continuada salud de las exportaciones y a la competitividad del yen.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2006			2007			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	2,4	2,1	2,4	2,9	1,7	1,9	–	1,8	–
Producción industrial	4,5	2,9	5,3	3,6	2,3	3,3	3,6	1,6	2,2
Índice actividad empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	25,0	23,0	23,0	23,0	–	19,0	–
Viviendas iniciadas	4,5	–17,2	5,1	–1,9	–2,8	–36,9	–35,0	–27,3	–19,0
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	4,0	4,0	3,8	3,8	4,0	3,8	3,8
Precios de consumo	0,2	0,1	0,3	–0,1	–0,1	–0,1	0,3	0,6	0,7
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	9,4	10,2	11,1	12,3	12,7	12,8	12,5
Tipo interbancario 3 meses (1)	0,3	0,7	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	81,1	77,1	79,2	77,6	75,7	76,9	76,9	79,4	78,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

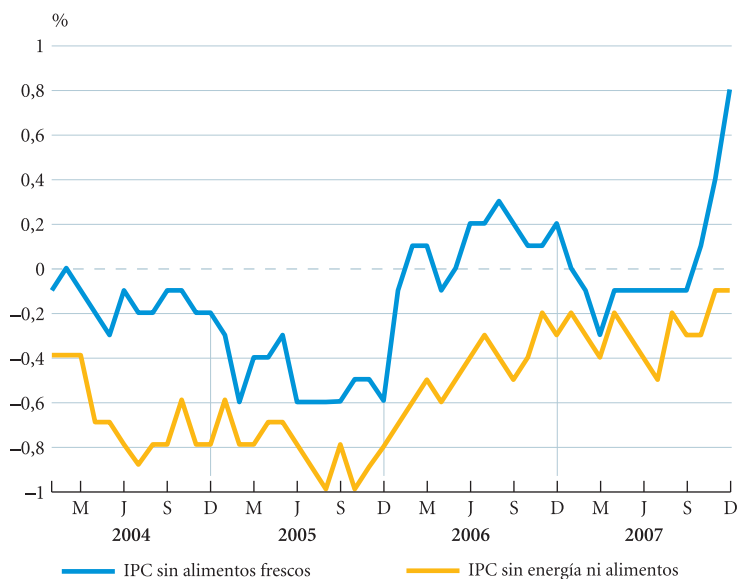
(3) Saldo acumulado de 12 meses. Billones de yenes.

(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.

JAPÓN: DOS HISTORIAS DISTINTAS SOBRE EL IPC

Variación interanual de los índices de precios



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

Brasil ve peligrar su sector exterior

El PIB brasileño avanzó un vigoroso 5,6% interanual en el tercer trimestre, una muestra del nuevo papel que han adquirido los países emergentes como soporte

del crecimiento global en este contexto de desaceleración de las economías desarrolladas. El consumo privado avanzó al 6,1% mientras que la inversión se incrementó en un 14,4%. Sin embargo, el sector exterior evidenció un cierto aire de

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

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	3,1	3,7	5,0	4,5	5,7	5,6	–	...	–
Producción industrial	3,1	2,8	3,2	3,8	5,8	6,3	10,5	6,7	6,4
Tasa de paro São Paulo (*)	17,0	15,9	14,3	15,2	15,6	15,0	14,4	14,2	13,5
Precios de consumo	6,9	4,2	3,1	3,0	3,3	4,0	4,1	4,2	4,5
Balanza comercial (**)	40,8	46,3	46,3	45,7	47,4	43,1	42,6	41,4	40,0
Tipo SELIC del banco central (***)	19,1	15,1	13,4	12,9	12,3	11,4	11,3	11,3	11,3
Reales por dólar	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	1,9	1,7	1,8	1,8

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

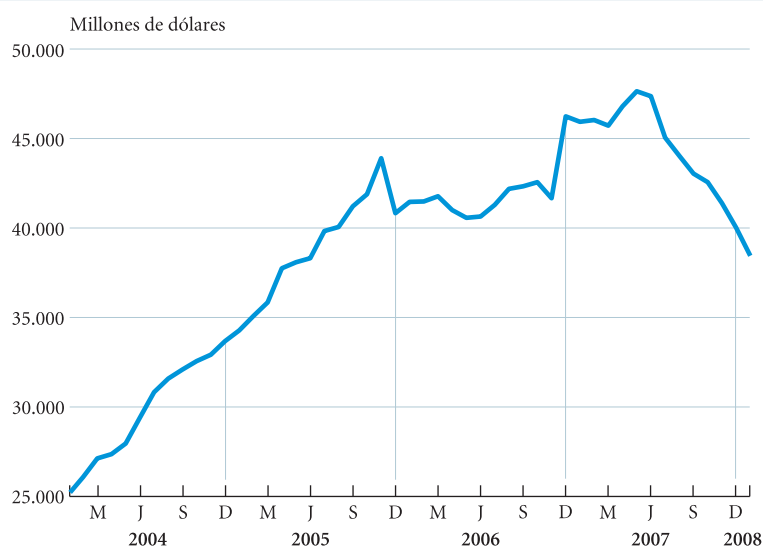
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

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

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

BRASIL: EL SUPERÁVIT COMERCIAL SE REDUCE CON RAPIDEZ

Saldo comercial acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Instituto da Pesquisa Economica Aplicada y elaboración propia.

La industria sigue avanzando con fuerza pero la inflación repunta hasta el 4,6%.

crisis, con unas exportaciones que se desaceleraron con intensidad creciendo un modesto 1,8%. La desaceleración global puede hacer que en 2008 la balanza de cuenta corriente sea deficitaria por primera vez desde 2002.

Entre los últimos indicadores de actividad, la producción industrial de diciembre si-

guió perdiendo fuerza desde el máximo de octubre y creció un 6,4% interanual. También cedió algo de empuje la producción industrial de bienes de capital, más crucial para la continuidad de la expansión. Aun así, la tasa de avance se mantuvo en un más que respetable 19,9%. Acompañando a esta leve desaceleración de la industria, la utilización de la capacidad productiva des-

BRASIL: ÉXITO EN LA REDUCCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO

Déficit público de los últimos doce meses con relación al PIB



FUENTES: Instituto da Pesquisa Economica Aplicada y elaboración propia.

cendió de su máximo histórico para colocarse en el nivel más bajo desde febrero. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas crecieron en noviembre un 9,9% interanual y mantuvieron el tono robusto de los últimos meses. También en el lado alcista, las compras de automóviles de enero se incrementaron en un 35,3%. Con tal nivel de actividad, el IPC aún se mantiene en niveles notablemente moderados, pero se perfila una clara tendencia al alza. En enero los precios se incrementaron un 4,6% interanual, un ritmo claramente superior al 3,0% de inicios de 2007. Abundando en esta tendencia, los precios mayoristas prosiguieron su aceleración, llegando a subir en enero un 10,3% interanual.

La tasa de paro del distrito de São Paulo en diciembre siguió descendiendo hasta llegar al 13,5% de la población activa, un valor relativamente alto pero sensiblemente inferior al 17% que predominaba en 2005. En diciembre, el ahorro del sector público compensó dos terceras partes de los intereses de la deuda externa, dejando el déficit de los últimos 12 meses

en el 2,3% del PIB, en línea con los valores de 2007 pero claramente por debajo del 3,0% de diciembre de 2006. Por su parte, el real parece haber frenado momentáneamente su marcha alcista, mientras que, fruto en parte de la coyuntura global, el superávit comercial de enero fue de 38.500 millones de dólares, 7.500 millones menos que en el mismo periodo del año anterior, continuando así la senda bajista iniciada en junio de 2007.

Argentina: una buena coyuntura si no fuera por la inflación

La expansión mantiene un perfil alto y estable, con un PIB que en el tercer trimestre del año creció un 8,7% interanual. El consumo privado, con avances similares y en especial la inversión, que creció un 12,8%, siguen siendo los principales pilares de la expansión, mientras que el sector exterior sigue aportando un apreciable superávit. Sin embargo, este cuadro macroeconómico ciertamente positivo tiene una sombra en el capítulo del con-

Las finanzas públicas siguen el camino de la austeridad y el paro baja del 14% pero el superávit comercial continúa menguando.

Argentina crece un 8,7% gracias a su demanda interna.

ARGENTINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	9,2	8,5	8,6	8,0	8,6	8,7	–	...	–
Producción industrial	7,3	7,4	6,1	5,6	4,5	2,2	5,3	7,3	...
Tasa de paro (*)	11,6	9,3	8,7	8,2	7,7	7,3	–	...	–
Precios de consumo	9,6	10,9	10,1	9,5	8,8	8,6	8,4	8,5	8,5
Balanza comercial (**)	11,7	12,3	12,3	11,8	11,5	10,5	10,7	10,8	11,2
Tipo interbancario 3 meses (***)	6,2	9,9	10,5	9,7	9,4	12,6	12,9	14,1	14,1
Pesos argentinos por dólar	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

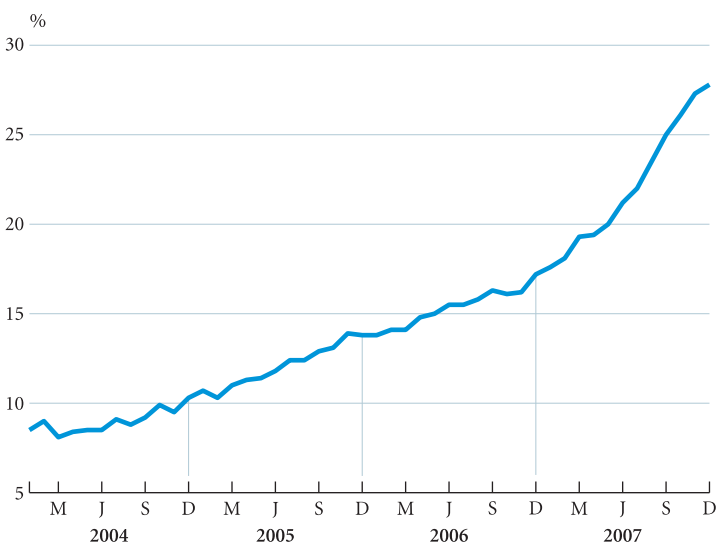
(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

(***) Valor.

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

ARGENTINA: LA DEMANDA SIGUE PUJANTE

Variación interanual de las ventas minoristas en cadenas de supermercados (*)



NOTA: (*) Serie de tendencia.

FUENTES: INDEC y elaboración propia.

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

trol de la inflación. Los precios suben en Argentina marcadamente por encima de lo que lo hacen en los otros países de la zona. A esta debilidad se le suma el requerimiento del Fondo Monetario Internacional para que el Instituto de Estadística y Censos de la República Argentina clarifique las cifras de inflación y la metodología empleada para su cálculo. El nuevo

gobierno de Cristina Fernández pretende aplicar el sistema del IPC de Estados Unidos pero, por ahora, los comerciantes minoristas y, especialmente, los acreedores que poseen deuda con intereses referenciados al IPC, no parecen satisfechos.

Los indicadores de demanda más recientes siguieron apuntando a la conti-

ARGENTINA: EL ESCOLLO DE LA INFLACIÓN

Variación interanual del IPC



FUENTES: INDEC y elaboración propia.

nuidad del ciclo expansivo. Las ventas minoristas crecieron en diciembre un 26,0% interanual en la región de Buenos Aires y un robusto 30,7% en el total de grandes almacenes. Quedan ya superados los niveles de 1999, previos a la crisis de 2002. La venta de automóviles de los últimos doce meses hasta enero subió un 26,1% interanual quedando a poca distancia del máximo histórico. En el lado de la oferta la cosa venía siendo algo más calmada pero la actividad de la industria va acercándose paulatinamente al ritmo de la demanda. Así, la producción industrial intensificó el repunte de octubre con un avance del 7,3% interanual.

A la robusta marcha del sector del automóvil se le unió el acero y las industrias metálicas, que en noviembre se recuperaron de su atonía con crecimientos del 20,5% y 27,1%, respectivamente. El sector del papel repuntó y las industrias minerales no metálicas mantuvieron un ritmo de avance notable pero la industria química siguió mostrando signos de de-

bilidad. Por su parte, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción mantuvo el repunte de los dos meses previos con un incremento del 10,4% en diciembre, mientras que el Indicador de la Actividad Industrial del mismo periodo tuvo un perfil parecido con un avance del 9,7%.

La inflación sigue bajando con mucha lentitud. El IPC de enero subió un 8,2% interanual presionado al alza por la energía y las materias primas. Los augurios siguen sin ser buenos ya que los precios al por mayor se incrementaron un 15,1% y continuaron su proceso de aceleración. En el mercado laboral, ayudada por la fortaleza de la demanda, la tasa de paro del tercer trimestre descendió al 7,3% de la población activa, con la serie revisada a la baja al ampliar la Encuesta Permanente de los Hogares su horizonte muestral. Por su parte, el superávit comercial de diciembre repuntó hasta los 11.200 millones, el valor más alto desde julio, a pesar de la punjanza de la demanda interna.

La construcción y la industria repuntan con crecimientos en torno al 10%.

La inflación del 8,2% es un riesgo, mientras que el paro baja hasta el 7,3%.

El petróleo sigue en zona de máximos, superando el valor psicológico de 100 dólares por barril.

Los problemas de oferta, probables responsables del último episodio alcista.

Materias primas: el petróleo en cotizaciones récord

El petróleo registró en febrero nuevos máximos históricos. En la referencia *West Texas* el pasado día 26 dicha calidad cerró a 100,7 dólares por barril (para entregas a un mes). El barril de *Brent*, de plazo equivalente, llegó a 98,76 dólares. Aunque después el precio corrigió moderadamente, el valor medio del mes de febrero, superior a los 94 dólares (*Brent*), es el mayor de la historia. ¿Cómo se explica esta inesperada ruptura de la que parecía una tendencia sólida de descenso iniciada en la primera decena de enero?

Aunque la discriminación de los factores que subyacen no es ejercicio fácil, en esta ocasión parece que ha primado el elemento de restricciones de oferta más que la evolución de la demanda de petróleo. Esta última, a tenor de las perspectivas macroeconómicas que se manejan, no tendría que estar empujando los precios. En este sentido, tanto el Departamento de Energía de Estados Unidos como la

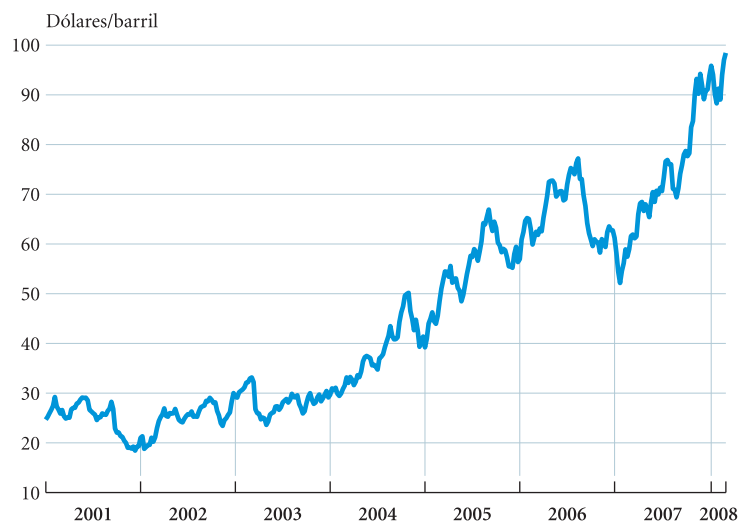
Agencia Internacional de la Energía han reducido recientemente sus previsiones de demanda para 2008.

Y si la demanda no es, deberá ser la oferta. Los datos disponibles apuntan a que la capacidad extractiva ociosa es limitada, siendo sólo significativa la existente en Arabia Saudí. Ello explica que las especulaciones vertidas sobre un posible mantenimiento (o incluso un hipotético recorte) de producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) el próximo 5 de marzo hayan actuado como detonante de la subida.

Este elemento se ha visto, además, reforzado por una retahíla de noticias puntuales de problemas adicionales en la cadena de producción y distribución del petróleo: avería en una refinería tejana importante, fugas en un oleoducto nigeriano, suspensión del suministro ruso a Alemania fruto de una discrepancia en los precios... En definitiva, la distancia oferta/demanda sigue siendo percibida como insuficiente, como atestigua el he-

EL PETRÓLEO SE ENQUISTA EN ZONA DE MÁXIMOS HISTÓRICOS

Cotizaciones de barril de calidad *Brent* para entregas a un mes, en medias semanales



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2005	2006	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Índice «The Economist» en dólares (*)								
General	3,4	27,5	21,8	17,7	17,2	17,2	23,2	31,8
Alimentarias	-1,8	10,8	16,5	18,9	30,9	34,6	44,9	55,6
Industriales	9,8	46,1	26,9	17,0	6,4	2,5	3,4	10,0
<i>Agrícolas no alimentarias</i>	-2,4	12,4	4,5	3,1	7,6	25,9	21,0	20,8
<i>Metales</i>	13,6	62,0	36,2	21,8	6,2	-3,8	-2,0	6,4
Índice «The Economist» en euros (*)								
	3,3	26,0	11,6	9,8	8,6	4,5	9,4	17,1
Petróleo (**)								
Dólares/barril	55,3	66,4	58,7	68,7	74,5	88,4	91,9	94,4
Tasa de variación	45,5	20,1	-6,7	-2,6	5,0	45,0	67,3	60,8
Oro								
Dólares/onza	445,3	604,4	649,6	667,8	680,2	788,2	888,9	923,1
Tasa de variación	8,7	35,7	17,2	6,4	9,4	28,3	40,8	38,9

NOTAS: (*) Tasa de variación interanual.

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

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

cho de que las existencias de petróleo en los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) medidos en días de abastecimiento están en sus mínimos en tres años.

La evolución de las restantes materias primas completa un panorama preocupante. El índice «The Economist» de materias primas, en dólares, se ha disparado un 8% en febrero. Este fuerte impulso se ha debido al dinamismo observado en dos componen-

tes, las materias primas alimentarias y los metales, ambos con aumentos cercanos al 9% en dicho mes. Por productos concretos, cabe destacar las alzas importantes en este febrero del platino (ha subido un 30%, registrando sus máximos históricos), cobre (15%), café (14%), aluminio (10%) o cacao (8%). La intensidad de estos movimientos nos recuerda que, dado el rendimiento de otros segmentos de inversión, una parte de los capitales se está concentrando en ciertas materias primas.

Los metales y las materias primas alimentarias, en cotas de aumento vertiginosas.

UNIÓN EUROPEA

Las turbulencias financieras, la debilidad estadounidense y los precios de la energía fuerzan a una revisión a la baja del crecimiento de la eurozona en 2008...

...y al alza de la inflación, aunque las presiones en materia de precios remitirán a lo largo del año.

Previsiones de la Comisión Europea: 2008, un año complicado

Menos crecimiento, más inflación. Este sería el resumen minimalista de cómo ve el año 2008 la Comisión Europea. En su avance de previsiones de primavera el ejecutivo comunitario prevé que este año el crecimiento económico se sitúe en el 1,8%, cuatro décimas porcentuales menos que el ritmo publicado en sus previsiones anteriores, las de otoño. En 2007, el crecimiento de la eurozona fue del 2,7%, con lo que las actuales previsiones señalan una sensible ralentización económica. Para la Unión Europea (UE) en su conjunto se espera un crecimiento del 2,0% en 2008, también cuatro décimas porcentuales por debajo de las previsiones comunitarias del otoño pasado.

Las fuerzas que están afectando negativamente al crecimiento son fundamentalmente los efectos de la actual crisis fi-

nanciera, el mal momento de Estados Unidos y los elevados precios de las materias primas. La Comisión otorga un papel especialmente relevante a la primera de estas causas, mencionando que el funcionamiento de diferentes segmentos de crédito sigue afectado por las turbulencias financieras.

Por lo que se refiere a los precios, el repunte al que se ha asistido en los últimos meses todavía no se puede dar por finalizado. Como resultado del aumento de los precios de la energía y de los alimentos, las tensiones inflacionistas van a ser intensas en el primer trimestre de 2008. En el resto del año la situación se irá reconduciendo paulatinamente. En promedio anual la inflación en 2008 será del 2,6% en la zona del euro y del 2,9% en la UE.

Aunque la Comisión reconoce que el escenario presenta riesgos en el sentido que la realidad sea peor de lo previsto, sus previsiones se antojan relativamente opti-

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LA COMISIÓN EUROPEA

País	Crecimiento			Inflación (*)		
	Previsión actual para 2008	Previsión anterior para 2008 (**)	Diferencia	Previsión actual para 2008	Previsión anterior para 2008 (**)	Diferencia
Alemania	1,6	2,1	-0,5	2,3	2,0	0,3
España	2,7	3,0	-0,3	3,7	2,9	0,8
Francia	1,7	2,0	-0,3	2,4	1,7	0,7
Italia	0,7	1,4	-0,7	2,7	2,0	0,7
Zona del euro	1,8	2,2	-0,4	2,6	2,1	0,5
Reino Unido	1,7	2,2	-0,5	2,5	2,2	0,3
UE-27	2,0	2,4	-0,4	2,9	2,4	0,5

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

(**) Fecha de la previsión: noviembre de 2007.

FUENTE: Comisión Europea.

mistas en materia de crecimiento y más acorde al consenso de los analistas en referencia a los precios. Por establecer una comparación, el Fondo Monetario Internacional preveía unas semanas atrás que la eurozona crecerá un 1,6% en 2008.

Zona del euro: la desaceleración ya está aquí

En su magistral novela *El desierto de los tártaros*, Dino Buzzati nos presenta un destacamento que se prepara durante un tiempo dilatado para hacer frente a un inminente ataque de los tártaros que nunca se produce. Finalmente, cuando la espera ha consumido las energías de los defensores, los tártaros llegan y arrasan el fuerte. Sin llegar a estos extremos, la desaceleración de la zona del euro, que se venía anunciando desde muchos meses atrás, parecía el enemigo fantasma de Buzzati. Ahora, definitivamente, ha llegado y seguramente va a quedarse entre nosotros por cierto tiempo. Afortunada-

mente, las defensas europeas son mejores que las de la novela.

Ha sido en el cuarto trimestre de 2007 cuando el crecimiento ha levantado ostensiblemente el pie del acelerador. Tras alcanzar un ritmo de aumento del producto interior bruto (PIB) del 2,7% interanual en el tercer trimestre, en los últimos tres meses del ejercicio anterior la economía ha avanzado un más moderado 2,3% interanual. En tasa intertrimestral elevada a anual la intensidad de la desaceleración se hace más patente, ya que se pasa del 3,1% al 1,7%, es decir, en el cuarto trimestre se crece a una tasa aproximadamente la mitad que la registrada en el trimestre precedente.

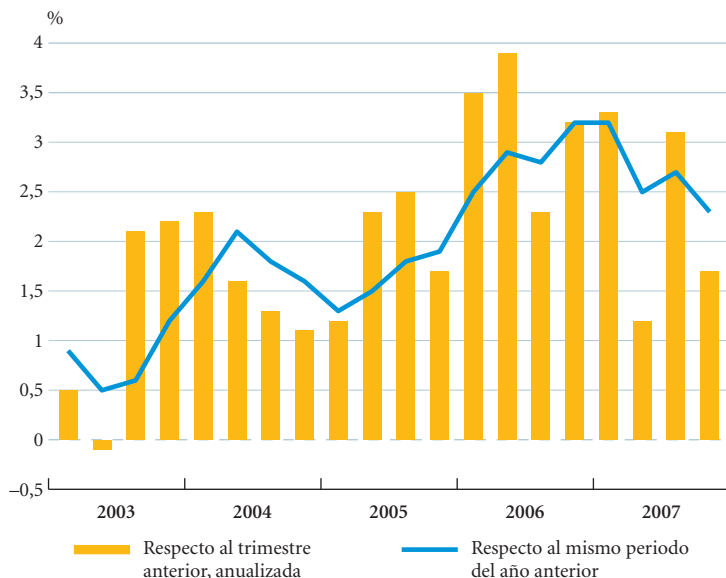
Esta cifra no es en sí misma alarmante. Aunque todavía no se ha publicado el detalle de componentes, la evolución de los últimos indicadores mensuales aporta algunas pistas sobre el momento coyuntural europeo. A nivel general, el indicador de sentimiento económico

Sensible reducción del crecimiento en el cuarto trimestre.

La desaceleración gana en intensidad en el inicio de 2008.

LA EUROZONA SE ADENTRA EN LA SENDA DE LA DESACELERACIÓN

Variación del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006		2007					2008
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	1,6	2,9	3,2	3,2	2,5	2,7	-	2,3	-	-
Ventas al por menor	1,2	2,1	2,3	1,7	1,0	1,4	0,9	-1,2	-1,9	...
Confianza del consumidor (*)	-13,9	-9,1	-7,2	-5,4	-2,6	-3,9	-6,2	-8,1	-8,7	-11,5
Producción industrial	1,3	4,0	4,1	4,0	2,8	4,1	4,3	3,1	1,3	...
Sentimiento económico (*)	97,4	106,3	109,3	109,4	111,0	108,7	105,4	104,1	103,4	101,7
Tasa de paro (**)	8,8	8,3	7,9	7,6	7,5	7,4	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	15,7	31,7	37,9	35,9	28,3	...
Tipo de interés										
Euríbor 3 meses	2,2	3,1	3,6	3,8	4,1	4,5	4,8	4,6	4,8	4,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	103,3	103,6	104,6	105,5	107,1	107,6	109,4	110,0	111,5	112,1

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.

permite perfilar como se está produciendo el engarce del cuarto trimestre de 2007 al primero de 2008. Tras descender moderadamente en octubre y noviembre, en diciembre y, especialmente, en enero, el indicador retrocedió con más claridad. Ello induce a pensar que la pérdida de empuje económico toma cuerpo de forma constatable sólo muy a finales de 2007 y que dicha senda continúa en el inicio de 2008.

Otros indicadores de oferta también son útiles para identificar la inflexión cíclica. El más significativo de ellos, la producción industrial, creció en diciembre un moderado 1,3% interanual (3,1% en noviembre), y la caída del clima industrial de enero apunta a un vigor igualmente reducido para los meses próximos. Los servicios, aunque exhiben mayor inercia de crecimiento hasta diciembre, han cedido en su empuje ese mismo mes de enero.

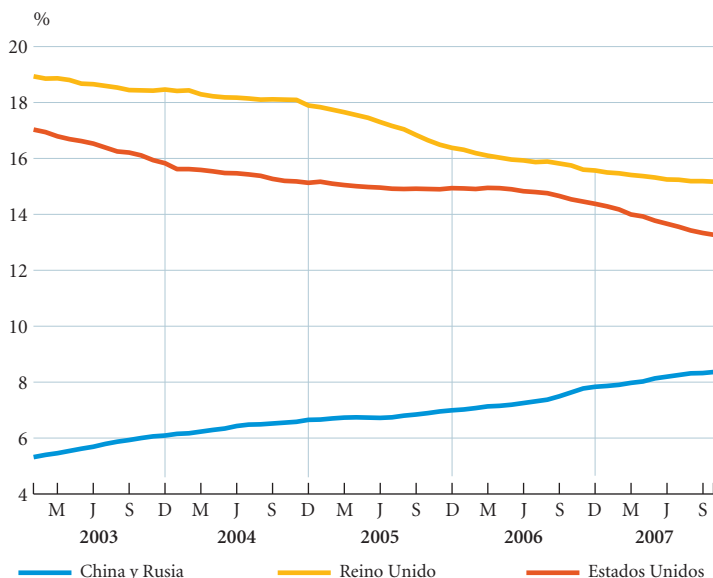
Por el lado de la demanda, la historia se repite. Tanto consumo como inversión

han arrojado indicadores a la baja. Así, por lo que se refiere al gasto de las familias, las ventas al por menor descendieron en diciembre un 1,9% interanual y el futuro no se presenta muy boyante, toda vez que la confianza del consumidor se ha desplomado más de cinco puntos entre octubre y enero. De forma similar, la producción de bienes de equipo, un buen indicador de la inversión, avanzó un 2,4% interanual en diciembre, frente al 5,2% interanual de noviembre.

Por su parte, la demanda externa, que hasta la fecha ha venido ejerciendo un papel fundamental como sostén de la actividad, apuntó un primer cambio de tendencia en noviembre, mes en el cual el superávit comercial, en saldo acumulado de doce meses, retrocedió hasta los 35.900 millones de euros (37.900 millones en octubre). En diciembre, la tendencia no sólo se consolidó sino que además sorprendió la intensidad del descenso al registrar un superávit de apenas 28.300 millones de euros.

¿PODRÁN COMPENSAR LOS DESTINOS EMERGENTES EL MENOR TIRÓN DE LOS MERCADOS INDUSTRIALIZADOS?

Porcentaje de las exportaciones totales de la eurozona por destinos geográficos, saldo acumulado de doce meses



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

El principal causante de este movimiento ha sido el menor tirón exportador, que se ha combinado con el mantenimiento del ritmo de avance de las importaciones. Parece incuestionable que el temido efecto en los precios de las exportaciones de un euro apreciado está llegando a las ventas al exterior. Pero además, también parece intuirse que el esfuerzo de redireccionar las exportaciones europeas hacia las economías emergentes y reducir la dependencia de Estados Unidos realizado durante 2007 ha topado con un límite.

El panorama actual de la zona del euro, que por lo comentado hasta ahora se puede resumir en un menor consumo, inversión y exportaciones, se completa con una evolución menos positiva de lo esperado del mercado laboral y con una apreciación francamente negativa del frente de los precios. Por lo que se refiere al primero de estos aspectos, la tasa de paro se situó en diciembre en el 7,2% de la población activa, repitiendo la cifra de

noviembre. En los últimos meses de 2007 se ha asistido a una frenada en la disminución del desempleo, tesitura que se prevé continúe en los meses venideros.

Peor es, no obstante, la situación de la inflación. Las últimas estadísticas detalladas disponibles, referidas a diciembre, indican que el índice de precios de consumo (IPC) armonizado creció un 3,1% interanual debido al impacto de los componentes energéticos y de alimentos. Descontadas estas dos partidas, la situación no acaba de mejorar, toda vez que la inflación subyacente se situó en diciembre en el 2,3% interanual, una cifra a todas luces elevada. En enero, según el avance de inflación sumó una décima porcentual más, situándose en el 3,2% interanual, una tasa que se aleja aún más del objetivo de precios del Banco Central Europeo (2%).

A partir de aquí se enlaza con lo comentado anteriormente en este mismo capítulo del Informe Mensual: el crecimen-

Las exportaciones empiezan a sufrir.

Inflación en niveles preocupantes.

to económico de la zona del euro seguirá perdiendo fuelle al menos hasta finales de 2008, sin descartar que llegue un poco más allá. Los precios, por el contrario, deberían alejarse de los niveles actuales al avanzar el ejercicio. Este escenario no reviste los tintes de dramatismo que se manejan para la economía norteamericana.

En el caso europeo existen unos resortes que pueden mitigar el proceso de desaceleración. La situación presupuestaria de los estados de la eurozona dispone de

margen para que la política fiscal juegue un cierto papel contracíclico. A pesar de que la tasa de paro tiene un recorrido bajista limitado, la creación de empleo, aún ralentizándose respecto a 2007, se prevé que sea positiva en 2008, lo que proporciona un fondo de resistencia al consumo. El propicio entorno internacional –fuera de Estados Unidos– debería favorecer que el ajuste de las exportaciones toque fondo en pocos meses. Finalmente, la evolución de los beneficios de las empresas no financieras es aceptable, mientras que los márgenes de beneficio siguen ampliándose.

Euroland: Juntos... pero no revueltos

Para los europeístas, la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) es como *Disneyland* para un niño: un sueño hecho realidad. El 1 de enero de 2009 ese sueño cumplirá 10 años. Para conmemorar la efeméride, la Comisión Europea está preparando un informe que analizará detenidamente la trayectoria de la UEM. Entre otras cuestiones, el informe pretende valorar el impacto de la moneda única sobre las economías de la zona euro. El cometido no es sencillo pues, si bien sobre el papel parecen claros cuáles son los costes y beneficios de participar en una unión monetaria, queda por determinar cuál ha sido su alcance real en el caso de la UEM.

Desde el punto de vista teórico, adherirse a una unión monetaria tiene un precio: el sacrificio que le supone al país renunciar a una política monetaria y de tipo de cambio propias. Un país que participa en una unión monetaria poco puede influir en la fijación del tipo de interés, especialmente si se trata de un país pequeño, y tampoco puede recurrir a una depreciación del tipo de cambio para solventar un problema de competitividad. Todo ello puede suponer un coste sustancial para países cuyo ciclo económico nacional está muy en desacorde con el del resto de países miembros o para aquellos con graves problemas de competitividad. Sin embargo, para un país con historial de inflación elevada la medida puede resultar beneficiosa si aporta credibilidad y seriedad a la ejecución de la política monetaria y reduce con ello las expectativas de inflación a largo plazo.

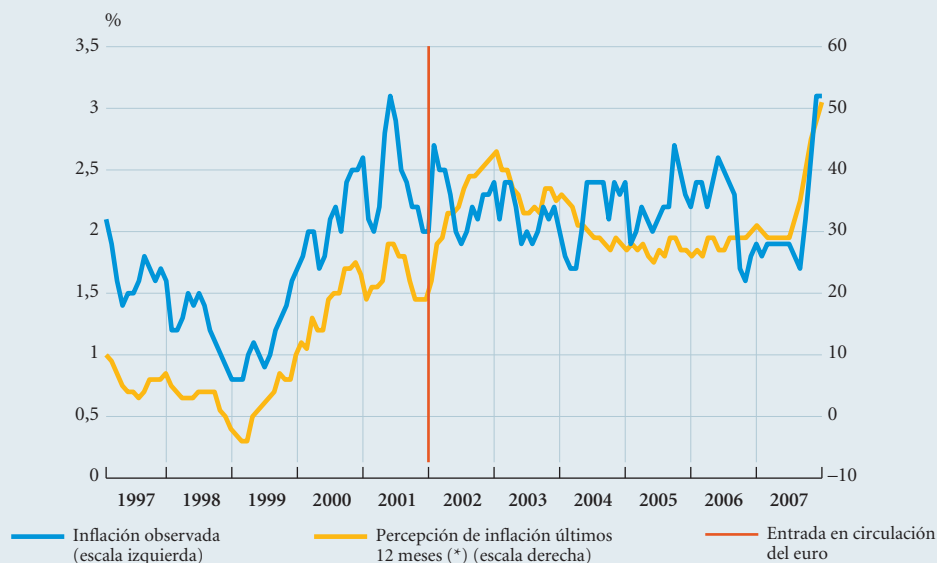
La moneda única también puede aportar otros beneficios. La mayoría provienen de la reducción de costes asociados al uso de múltiples monedas, fundamentalmente costes de transacción y riesgos derivados de la incertidumbre del tipo de cambio. Esa supresión de obstáculos impulsa el comercio y la inversión transnacional dentro de la unión, resultando en una mayor integración comercial y financiera de las economías participantes. Cabe esperar, a su vez, que esa mayor integración no sólo facilite la convergencia de los ciclos económicos nacionales –y con ello la ejecución y la efectividad de la política monetaria única– sino también la competencia y una asignación de recursos más eficiente, abriendo paso a una senda de crecimiento superior.

En la realidad de la UEM, algunos estudios sugieren que desde principios de los años noventa se ha observado, efectivamente, una mayor sincronización de los ciclos económicos de los países miembros, lo cual reduce el coste de participar en la unión monetaria. Sin embargo, otros expertos sostienen que, a pesar de una mayor sincroniza-

ción, los determinantes de los ciclos económicos nacionales continúan siendo muy distintos con lo cual ni se puede hablar de un ciclo económico europeo ni se puede concluir que los costes de participación sean insignificantes.

En cuanto a precios, la Comisión Europea considera que, en general, la adopción del euro ha ayudado a controlar las presiones inflacionistas. Ello contrasta con la percepción de muchos ciudadanos de que la introducción del euro impuso un coste adicional en términos de inflación en el momento en que se produjo la conversión de la moneda local: según un sondeo de finales de 2006 de la misma Comisión, el 93% de los encuestados opinaban que la introducción del euro generó inflación. Dado que los tipos de cambio de conversión se fijaron con suficiente antelación, era de esperar que la entrada en circulación del euro el 1 de enero de 2002 fuera neutral con relación al nivel de precios y no había, pues, motivo para anticipar un aumento significativo ni de la inflación real ni de la percibida. Sin embargo, aunque tanto estudios del Banco de España como de la Comisión Europea concluyen que el impacto de la entrada en circulación del euro sobre la inflación fue moderado (inferior a 0,3 puntos porcentuales), ese impacto se magnificó a los ojos de los consumidores. Tal y como muestra el siguiente gráfico, los ciudadanos percibieron un aumento de la inflación mayor que el que reflejan las estadísticas.

LA INFLACIÓN PERCIBIDA NO SIEMPRE HA COINCIDIDO CON LA REAL



NOTA: (*) Diferencia entre la proporción de encuestados que opinan que los precios habían aumentado mucho o moderadamente, y la proporción de encuestados que respondieron que los precios habían caído o no se habían apenas movido. En porcentaje y desestacionalizado.

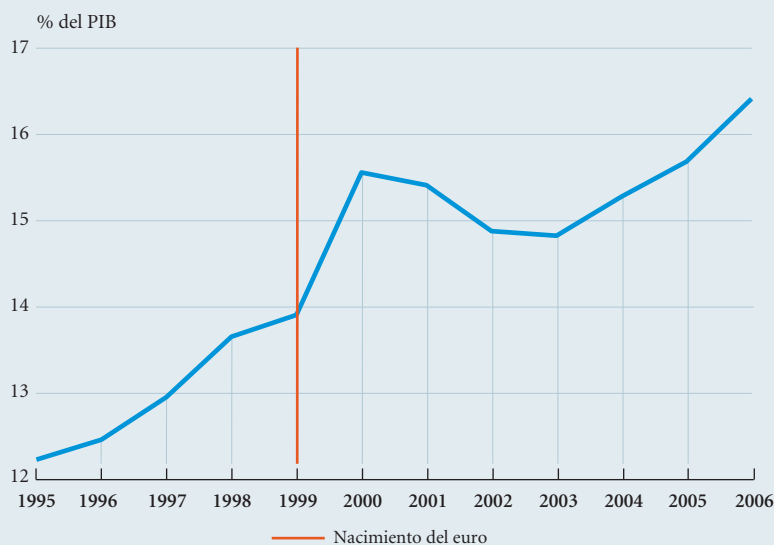
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y elaboración propia.

Aunque se han barajado distintas explicaciones, no está claro qué explica esta divergencia entre inflación observada y percibida. Una primera hipótesis sostiene que muchos ciudadanos continúan valorando precios en términos de su antigua moneda y, en lugar de comparar el precio actual con el del año pasado, pueden estar comparándolo con el del año previo a la conversión, ignorando la inflación acumulada desde entonces. Una segunda explicación alude a la existencia de una expectativa previa de efecto inflacionista del euro que habría provocado un sesgo al alza en la percepción de los consumidores. Una tercera hipótesis –con muchos adeptos– parte de la idea que los consumidores basan su percepción de inflación en los precios de bienes que compran más habitual-

mente como comida, combustible o servicios personales y del hecho que, por distintas razones no necesariamente relacionadas con el euro, los precios de dichos productos aumentaron más que la media en torno a la fecha de conversión al euro. Además, la forma de pago también influye en la percepción de inflación pues tendemos a asignar un peso mayor a aquellos productos que suelen pagarse en efectivo –como un café o el periódico, que también forman parte del conjunto de productos de consumo más frecuente– que a los que se pagan mediante domiciliación bancaria. Con todo, tal y como muestra el gráfico anterior, el desajuste entre la inflación percibida y la real sólo duró dos años.

En términos de beneficios y por lo que a integración comercial se refiere, la desaparición del riesgo de tipo de cambio nominal y los menores costes de transacción dentro de la UEM se han traducido, ciertamente, en un mayor volumen de comercio (véase gráfico siguiente). Entre 1998 y 2006 la ratio de exportaciones sobre el PIB dentro de la zona euro aumentó 3 puntos porcentuales, superando el 16%, mientras que las exportaciones de servicios aumentaron cerca de 1 punto porcentual hasta aproximarse al –todavía modesto– 3,5% del PIB. Además, todo apunta a que ese mayor volumen de comercio no se ha producido a expensas de intercambios con terceros países.

LAS EXPORTACIONES INTRA-UEM HAN IDO EN AUMENTO



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

A pesar de todo, el volumen de comercio dentro de la zona euro ha aumentado mucho menos de lo que auguraban algunos expertos como Andrew K. Rose, catedrático de la Universidad de Berkeley. Según sus primeras predicciones, participar en una unión monetaria triplicaría el volumen de comercio entre los países miembros. Aunque en estudios posteriores Rose rebajó esa cifra, el economista Richard Baldwin, del *Graduate Institute of International Studies* de Ginebra, ha estimado que el aumento de comercio atribuible a la adopción del euro ha sido sólo de aproximadamente un 9%.

Por el lado financiero, una serie de indicadores del Banco Central Europeo sugieren que el grado de integración dentro de la UEM ha ido avanzando aunque el progreso no ha sido homogéneo en todos los mercados. Por ejemplo, mientras el mercado interbancario de dinero está plenamente integrado desde el principio o el merca-

do de deuda pública ha ido convergiendo gradualmente, otros mercados como el hipotecario o el de acciones parecen menos integrados, aun mostrando indicios de convergencia. La banca minorista, que continúa muy segmentada, se erige en la gran asignatura pendiente, aunque se trata de un mercado que, por su propia naturaleza, a menudo es de dimensión regional o nacional.

En definitiva, a pesar de que el euro ha contribuido a una mayor integración, todavía existen barreras a un verdadero mercado único dentro de la UEM, con lo cual muchos de los beneficios que se atribuyen a la moneda única están aún por llegar. Es por ello deseable el avance en terrenos pendientes, que frecuentemente tienen un componente no económico. Las barreras de carácter cultural o institucional exigen otro tipo de reformas y, probablemente, más tiempo y voluntad por parte de todos. En cualquier caso, eso ya no es tarea del euro.

Alemania: el motor industrial baja de revoluciones pero resiste

La muy internacionalizada economía alemana no está escapando de la corriente de desaceleración económica mundial. En el cuarto trimestre de 2007 el crecimiento germano se situó en el 1,8% interanual, una notable reducción del nivel de actividad respecto al 2,5% del tercer trimestre. Esta ralentización se debió al peor comportamiento de prácticamente todos los componentes del PIB, si bien cabe destacar el empeoramiento del consumo privado y de las exportaciones.

Partiendo de esta realidad, dos cuestiones fundamentales centran la atención del momento económico alemán. La primera, el auténtico estado de forma del consumo germano y sus perspectivas inmediatas. Habitualmente, el consumidor alemán tiende a ajustar de forma relativamente rápida su ritmo de gasto en situaciones de incertidumbre, como la actual. Con los datos en la mano, no parece que en esta ocasión el comportamiento difiera excesivamente de la pauta habitual.

Aunque el último dato de ventas al por menor (caída del 6,9% interanual en diciembre) está sesgado a la baja por el hecho que diciembre de 2006 fue atípicamente dinámico, la tendencia de fondo es

a mayor debilidad. En este sentido, es más fiable la confianza del consumidor, cuyo descenso en enero, hasta los 1,1 puntos negativos, indica pérdida de firmeza pero no hundimiento del consumo.

Una visión similar, de cierto soporte al consumo, se obtiene desde el punto de vista de los fundamentos del consumo, las tensiones inflacionistas (el IPC suma en enero dos meses consecutivos en el 2,7% interanual), que laminan la capacidad adquisitiva real, se van a ver contrapuestas con la continuada mejora del mercado laboral (la tasa de paro descendió al 8,1% en diciembre y puede no haber agotado su potencial bajista). En conjunto, no obstante, se espera un recorrido del gasto de los hogares relativamente contenido a lo largo de los próximos meses.

Un segundo foco de interés se sitúa en la industria. El año 2007 ha sido en gran medida el ejercicio de la industria, y especialmente de la manufactura exportadora. Ahora, con el euro fuerte y la desaceleración global, los datos se escudriñan con renovado interés. Primero, las buenas noticias. A pesar de moderar su dinamismo, la producción industrial sigue creciendo a tasas notables. En diciembre, dicho indicador se aceleró hasta el 4,3% interanual, batiendo el 4,1% de noviembre. El repunte de los pedidos industriales en el cuarto trimestre prolonga el momento de bonan-

En Alemania, preocupa el consumo, una variable que no despegará en un futuro próximo.

La industria sigue ejerciendo el papel de motor del crecimiento...

...pero sus perspectivas inmediatas no son tan halagüeñas.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006			2007				2008
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	1,0	3,1	3,9	3,7	2,6	2,5	-	1,8	-	-
Ventas al por menor	1,4	6,1	6,6	-1,0	-1,9	-1,8	0,6	-3,3	-6,9	...
Producción industrial	2,8	6,0	6,3	7,5	5,3	5,5	6,3	4,1	4,3	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	107,0	107,5	108,0	105,4	103,9	104,2	103,0	103,4
Tasa de paro (**)	11,7	10,7	10,0	9,4	9,2	8,9	8,7	8,5	8,3	8,1
Precios de consumo	2,0	1,7	1,3	1,8	1,8	2,1	2,4	3,1	2,7	2,7
Balanza comercial (***)	156,3	151,6	155,3	165,5	178,3	192,0	196,9	198,1	199,4	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

Francia salva el crecimiento del cuarto trimestre, un resultado en parte inesperado.

za del sector secundario hasta los primeros meses de 2008.

Ahora, vamos a los aspectos no tan positivos. La exportación, variable clave para la industria, sigue perdiendo terreno, sin prisa pero sin pausa. Aunque en términos de superávit acumulado de doce meses, el sector exterior amplía hasta diciembre su posición positiva, las exportaciones han pasado de crecer a tasas del 13%-14% interanual (siempre en acumulado de doce meses) en los tres primeros trimestres de 2007 a hacerlo a un ritmo cinco puntos inferior en diciembre. Esta evolución pesa, indudablemente, en los ánimos de los empresarios alemanes. El indicador IFO, de actividad empresarial, está registrando una evolución con notables oscilaciones pero con una tendencia de fondo al descenso. Así, aunque en enero y febrero repuntó, el descenso de diciembre de 1,2 puntos no quedó completamente compensado. El diagnóstico está claro: pérdida de empuje empresarial a la vista.

Progresivamente, la pérdida de ritmo económico irá tomando forma.

Francia: alivio en el cuarto trimestre

Preocupaba el comportamiento económico de Francia en el tramo final de 2007.

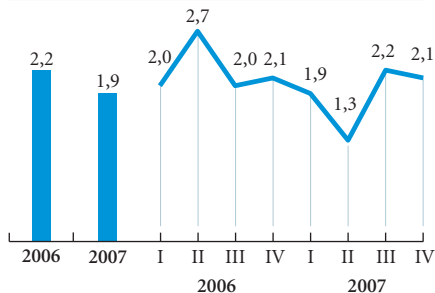
Los indicadores apuntaban a un empeoramiento de la coyuntura. Finalmente, los datos de contabilidad nacional del cuarto trimestre han sido mejores de lo esperado. El PIB avanzó un 2,1% interanual en dicho periodo, apenas una décima porcentual menos que el 2,2% del tercer trimestre. La aceleración del consumo privado ha permitido compensar el menor tirón del consumo público y de la inversión y el superior drenaje de la variación de existencias. La demanda externa, por su parte, ha realizado una aportación nula a la variación del PIB. Se trata de la primera ocasión desde el primer trimestre de 2006 en que la contribución del sector exterior no resta crecimiento.

Los datos anteriores, que sugieren que Francia está escapando relativamente indemne de la ralentización económica, deben ser tomados con cautela. En primer lugar, la economía francesa muestra un perfil cíclico diferenciado respecto a las grandes economías europeas, ya que había perdido dinamismo entre 2006 y la primera mitad de 2007. Un segundo elemento a retener es que a partir de finales de 2007 la economía se sincroniza en mayor medida con el comportamiento dominante de la eurozona, esto es, que pierde vitalidad.

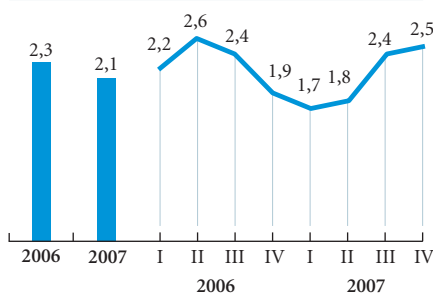
EVOLUCIÓN DEL PIB DE FRANCIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

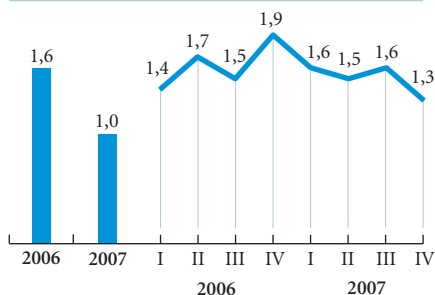
PIB



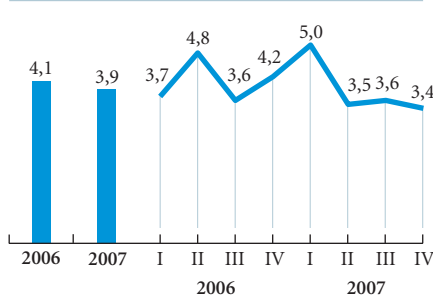
Consumo privado



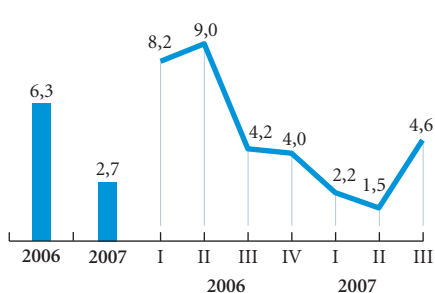
Consumo público



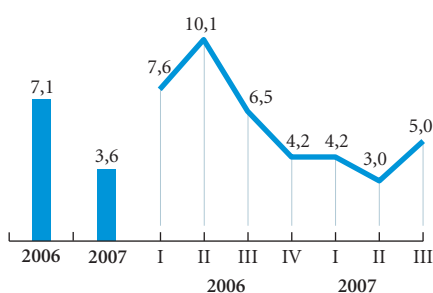
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: INSEE y elaboración propia.

Los indicadores recientes más significativos confirman esta tendencia tanto por el lado de demanda como por el de la oferta. Así, aunque el tono del consumo de los hogares sigue siendo apreciable (incremento del 4% interanual en diciembre), el desplome de la confianza del consumidor en enero apunta a que las familias francesas pronto van a entrar en una etapa de mayor contención del gasto. Desde la dimensión de la oferta, la producción industrial se ha alejado a un ritmo rápido de sus máximos anuales de octubre, avan-

zando en diciembre apenas un 1,2% interanual. La senda errática de la confianza industrial hasta enero y el bajo tono de los pedidos industriales, también hasta enero, dibujan un escenario de actividad industrial a la baja.

Por otro lado, si Francia muestra un patrón particular en materia de crecimiento, no lo exhibe ni en términos de paro (en diciembre la tasa de paro desciende una décima, hasta el 7,8%) ni de precios. En este último frente, la aceleración de la inflación

Fuerte reconversión del Ecofin a los laxos objetivos galos de control del déficit público.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006	2007						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	1,7	2,2	2,1	1,9	1,3	2,2	–	2,1	–	–
Consumo de los hogares	3,2	2,7	2,8	3,6	2,8	4,2	3,0	2,6	4,0	...
Producción industrial	0,3	1,0	0,7	1,1	0,2	2,1	4,1	2,1	1,2	...
Tasa de paro (*)	9,3	9,2	8,9	8,7	8,5	8,2	8,0	7,9	7,8	...
Precios de consumo	1,7	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	2,0	2,4	2,6	2,8
Balanza comercial (**)	–15,7	–26,7	–28,3	–28,7	–30,4	–32,5	–35,0	–37,4	–39,0	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La caída del ejecutivo complica unas perspectivas económicas de por sí magras.

hasta el 2,8% interanual en enero, responde a los problemas europeos compartidos de tensiones energéticas y de alimentos.

Tampoco la excepción francesa alcanza al cumplimiento de las normas comunitarias relativas al control del déficit público. Aunque Nicolas Sarkozy defendió en el verano pasado que Francia debía posponer el objetivo general de alcanzar el equilibrio presupuestario hasta 2012 (mientras los restantes estados de la eurozona lo harían en 2010), los ministros de Economía y Finanzas de la Unión, reunidos el pasado 12 de febrero, recriminaron este insuficiente esfuerzo de control de las finanzas públicas.

Italia: un ejercicio complicado por delante

La caída del gobierno Prodi y la consiguiente convocatoria de elecciones han roto el guión que se disponía para 2008. Antes del fin de la legislatura, parecía que el equipo de Romano Prodi trataría de impulsar alguna reforma económica adicional al tiempo que se realizaba una política fiscal tendente a evitar la ampliación del déficit público. No obstante, pocos apostaban porque Italia pudiese crecer sensiblemente por encima del 1% en dicho 2008. Ahora el panorama político deteriora aún más las perspectivas económicas.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006	2007						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
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	0,6	0,8	–1,4	–3,0	–4,8	...
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	2,9
Balanza comercial (**)	–5,1	–18,2	–22,0	–19,6	–16,0	–11,6	–9,0	–8,4	–9,5	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El punto de partida es, ciertamente, poco halagüeño. El consumo se muestra poco dinámico, con las ventas al por menor creciendo un mínimo 0,3% interanual en noviembre y la producción industrial de bienes de consumo cayendo un 7% interanual en diciembre. La industria, a tenor del desplome de la producción industrial (retroceso interanual del 4,8% en diciembre), no encuentra apoyo ni en la demanda interna ni en la externa.

Este último hecho ha quedado resaltado en los datos de comercio exterior de diciembre. En ese mes, las exportaciones, en acumulado de doce meses, se desaceleraron en dos puntos porcentuales, lo que combinado con una menor ralentización de las importaciones ha provocado que el déficit exterior (en saldo acumulado de doce meses) vuelva a ampliarse, un hecho que no sucedía desde octubre de 2006. Tampoco da tregua la inflación, que se situó en enero en el 2,9% interanual, a comparar con el 2,6% de diciembre. En este contexto, el descenso de la tasa de paro hasta el 5,9% en el tercer trimestre es consuelo insuficiente.

Y si estos son los últimos datos, a corto plazo escasa mejora se otea. Los indicadores cualitativos, que tienen cierto carácter anticipatorio, muestran un deterioro importante de la confianza de empresas y consumidores en su economía. La confianza del consumidor, servicios e industria bien se encuentran en terreno negativo, bien siguen retrocediendo hasta enero. En la misma línea, el indicador compuesto de indicadores adelantados concluyó 2007 acelerando el ritmo de descenso de los últimos meses, cosa que indica una primera mitad de 2008 abiertamente débil.

Reino Unido: demasiados frentes abiertos

Tras muchos años ejerciendo un papel brillante, la economía británica empieza a exhibir una acumulación de problemas poco previsible meses atrás. El intento de controlar el crecimiento del consumo de forma paulatina ha chocado con el endurecimiento de las condiciones de crédito, lo que ha comportado un ajuste un

Malos indicadores de actividad industrial, exportaciones y precios.

Crisis bancaria, reforma fiscal, déficit público, debilidad inmobiliaria y ajuste del consumo, demasiadas vías de agua en la economía británica.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2005	2006	2006	2007						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	1,8	2,9	3,3	3,1	3,2	3,3	–	2,9	–	–
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	–0,1	0,6	0,3	1,0	0,3	0,7	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	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	2,2
Balanza comercial (**)	–64,9	–74,0	–76,9	–78,1	–79,7	–82,8	–85,7	–86,9	–87,4	...
Tipo de interés										
Libor 3 meses (***)	4,9	4,6	5,1	5,3	5,6	6,0	6,3	6,3	6,6	6,0
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	97,6

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.

Se espera una segunda mitad de 2008 con crecimiento económico mínimo.

tanto brusco: en diciembre las ventas minoristas crecieron un 2,7% interanual, cuando un mes antes lo hacían a un ritmo del 4,2%.

Los problemas de solvencia financiera de la banca han comportado una contestada opción por parte del gobierno de nacionalizar el banco Northern Rock, el primer caso desde los años setenta. La dificultad para controlar la deuda y el déficit públicos, incluso tras diferentes años de bonanza, se ha combinado con una reforma fiscal de la tributación de las ganancias de capital también muy controvertida. En 2008, el déficit público superará probablemente el 3% del PIB y, tras la nacionalización de Northern Rock, la deuda pública ascenderá al 44% del PIB. Finalmente (al menos de momento), la evolución del sector inmo-

liario sigue sin levantar cabeza, como demuestra el hecho de que las viviendas iniciadas están en su nivel mínimo desde hace cuatro años.

Todo ello sumado arroja unas perspectivas magras para la economía británica. A pesar de que los precios de consumo se han estabilizado en la zona del 2% (2,2% interanual en enero) y que la tasa de paro se mantiene en un reducido 2,5%, también en enero, indicadores de actividad fundamentales, como el sentimiento económico y la confianza del consumidor, apuntan claramente a la baja. Según las previsiones del Banco de Inglaterra y las que manejan los analistas el momento crítico será la segunda mitad de 2008, periodo en el cual se tocará fondo. La profundidad de dicho fondo es la cuestión a dilucidar en los próximos meses.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

En Estados Unidos preocupa el crecimiento, en Europa la inflación

El 14 de febrero el ambiente era lúgubre en la comparecencia ante el Senado de Estados Unidos de Ben Bernanke, gobernador de la Fed, Hank Paulson, secretario del Tesoro y Christopher Cox, presidente de la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Bernanke, en su primera comparecencia tras el recorte de 1,25 puntos porcentuales en el tipo de referencia de la Fed en enero, desglosó las previsiones para la actividad económica durante este año. El eje de sus declaraciones se vertebró a través de tres mensajes. El primero fue que espera un

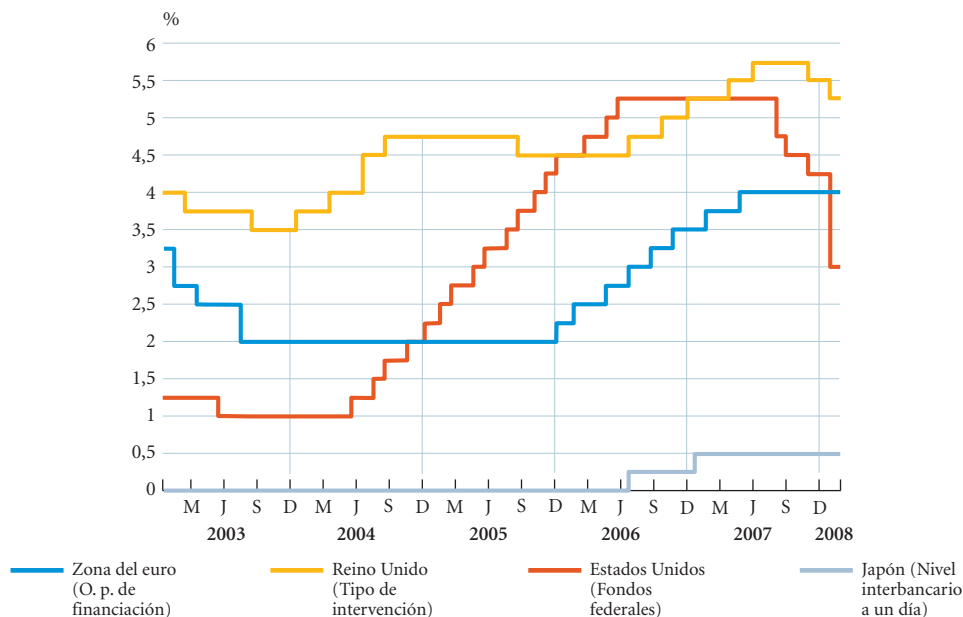
bajo crecimiento durante la primera mitad de este año con una ligera recuperación en el segundo semestre. Los riesgos en este escenario son a la baja en cuanto a actividad. En segundo lugar, que espera una moderación de la inflación, es decir, este tema ha pasado a un segundo término en la lista de preocupaciones del banco central. Y, finalmente, el corolario de este análisis fue la afirmación sobre la predisposición a seguir bajando los tipos de interés.

El secretario del Tesoro, Paulson, comentó el plan fiscal, la rapidez de su implementación y defendió los esfuerzos para evitar las ejecuciones hipotecarias. Por su parte, el presidente de la SEC hizo hincapié en la necesidad de incrementar la

Los máximos responsables económicos de Estados Unidos explican en el Senado sus estrategias.

EL BANCO DE INGLATERRA BAJA EL TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA AL 5,25%

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTE: Bancos centrales.

En Europa preocupa la inflación.

transparencia en Wall Street. Ambos recibieron acerbas críticas por no haber actuado con mayor prontitud en la crisis hipotecaria *subprime* de Estados Unidos.

En resumen, según los presidentes de la Fed, de la SEC y del Tesoro de Estados Unidos, se ha implementado una política fiscal y monetaria más laxa para apuntalar al consumidor y en última instancia a los mercados financieros para evitar nuevas caídas. De todas formas, se esperan todavía recortes en el tipo de interés de referencia de la Fed.

En cambio, para los bancos centrales europeos el principal problema es la inflación. Por ejemplo, el banco central de Suecia subió el tipo de referencia 25 puntos básicos hasta el 4,25%, argumentando tensiones en precios. Además, el Banco de Inglaterra publicó el 13 de febrero su informe sobre inflación, en el que contempla que la misma alcance un nivel superior al 3%. En ese caso, según la legislación británica, el banco central estaría obligado a escribir una carta al ministro de Economía donde explicaría las decisiones que piensa tomar para reconducir la inflación por debajo de ese 3%, tal como tuvo que hacer por primera y única vez en abril del año pasado desde que obtuviera la independencia.

Esta preocupación por la dinámica de precios no fue óbice para bajar el tipo de referencia 25 puntos básicos hasta el 5,25% el 7 de febrero. Según el comunicado del Banco de Inglaterra, se tomó la decisión debido al deterioro de las expectativas sobre la actividad económica. Parece una contradicción, en menos de una semana, pero está dentro del camino en zigzag al que nos tiene acostumbrados el banco central del Reino Unido desde el inicio de la crisis hipotecaria *subprime*.

Pero en el caso británico la noticia más importante ha sido la nacionalización del

banco Northern Rock el 17 de febrero anunciada por el ministro de Economía británico, Darling. Oficialmente, las dos propuestas de compra por parte de grupos privados eran inferiores a lo que el ministro de Economía consideraba razonable teniendo en cuenta el dinero público del contribuyente comprometido en el proyecto. Éste ha contribuido con 55.000 millones de libras esterlinas para evitar su quiebra. El objetivo cuando los mercados financieros se estabilicen será proceder a su venta. Esta es la primera nacionalización desde la década de los años setenta.

La inquietud inflacionista también es compartida por el Banco Central Europeo (BCE). Tras el Consejo del BCE celebrado el 7 de febrero, su presidente, en la rueda de prensa en la que explicó la decisión de mantener el tipo de interés oficial en el 4%, dejó entrever la posibilidad de realizar más adelante una bajada de tipos. Lo hizo de forma indirecta, incluyendo en el comunicado que leyó la confirmación del riesgo a la baja sobre la actividad económica en la eurozona.

Cuando fue preguntado por un periodista sobre si esto implicaba un cambio del escenario económico base con el que trabaja el BCE, el presidente Trichet replicó que el mes de marzo se publicarán las nuevas estimaciones de crecimiento e inflación del BCE. También confirmó que en la reunión ningún miembro del Consejo de Gobierno solicitó un recorte ni una subida del tipo de referencia. La lectura que hizo el mercado es que quizá hacia el verano se produzca una bajada del tipo de referencia.

Sin embargo, en posteriores declaraciones Trichet ha seguido descartando recortes inmediatos de los tipos de interés de referencia. E incluso Axel Weber, presidente del Bundesbank, indicó que las bajadas de tipos descontadas por los mercados financieros no tienen en cuenta el

Inglaterra nacionaliza el banco Northern Rock.

El BCE flexibiliza su posición sobre el tipo de referencia pero mantiene su discurso antiinflacionista.

riesgo inflacionista de los próximos meses. Nuestra interpretación: el BCE ha flexibilizado su posición para poder bajar el tipo si se considerase necesario en los próximos meses, pero prosigue con sus intervenciones verbales antiinflacionistas para mantener ancladas las expectativas de inflación.

En cuanto a los mercados monetarios, por segundo mes consecutivo se mantiene una situación más relajada. Esta calma se ha recuperado tras los fuertes incrementos de los tipos de interés, reflejo de la iliquidez en los mercados financieros desde el inicio del estallido de la crisis en el mes

de agosto del año pasado. Si bien es cierto que todavía no se ha recuperado la normalidad absoluta. En el caso de la eurozona, en los últimos siete años hasta julio del año pasado el diferencial medio entre el tipo de interés del mercado interbancario y el tipo de referencia ha sido de unos 17 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%). Sin embargo, ahora el euríbor a 3 meses cotiza un 4,36% mientras que el tipo de referencia se mantiene en el 4%.

Esta situación en condiciones normales indicaría que el mercado espera una subida de tipos. Pero en realidad el mercado de futuros descuenta dos bajadas de 25

Se mantiene la calma en los mercados monetarios.

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						
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	4,00	4,37	4,32	3,00	3,11	0,87	5,50	5,58	2,59
Febrero (1)	4,00	4,36	4,35	3,00	3,07	0,90	5,25	5,65	2,66

NOTAS: (1) Día 20.

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

(3) Últimas fechas de variación: 28-3-06 (4,75%), 10-5-06 (5,00%), 29-6-06 (5,25%), 18-9-07 (4,75%), 31-10-07 (4,50%) 11-12-07 (4,25%), 22-1-08 (3,50%), 30-1-08 (3,00%).

(4) Últimas fechas de variación: 3-8-06 (4,75%), 9-11-06 (5,00%), 11-1-07 (5,25%), 10-5-07 (5,50%), 5-7-7 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-2-08 (5,25%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

El Banco de China deberá moverse ante el dato de inflación.

puntos básicos para este año por parte del BCE. Es decir, el euríbor a 3 meses sigue tensionado porque el problema de liquidez en el mercado interbancario de la eurozona todavía no se ha solucionado. Aunque ciertamente la situación ha mejorado sustancialmente respecto a la registrada entre noviembre de 2007 y enero de este año.

En Asia se prevén cambios durante el mes de marzo. En el caso chino, aunque el Banco Central de China no ha cambiado su tipo de referencia ni ha aumentado el coeficiente de reserva, parece bastante probable que mueva ficha debido al mal dato de inflación que alcanzó el 7,1% en el mes de enero. También en Japón se producirá una mudanza el 19 de marzo, pues expira el mandato de cinco años del gobernador del banco central japonés, Fukui. Ha sido el gobernador que ha liderado en el Consejo de Gobierno la decisión de abandonar el tipo de referencia del 0% y subirlo hasta el 0,50%. Fue una decisión valiente, pues ha coincidido con un periodo de deflación en el país, y basada en la doctrina que permanece vigente sobre la necesidad de ir normalizando lentamente la política monetaria para evitar burbujas financieras adicionales en otros sectores económicos. La política de normalización de tipos también pretende evitar una mala asignación de recursos a través de una sobreinversión en la indus-

tria japonesa. Ante la incertidumbre sobre la trayectoria de la economía nipona será interesante ver los candidatos que presenta el gobierno para sustituir a Fukui por los desafíos que se le presentan al que será nuevo gobernador.

Suben los tipos de interés a largo plazo

Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública han subido en todo el mundo excepto en Japón, donde apenas lo han hecho cuatro puntos básicos en comparación con el mes de enero. La deuda pública japonesa con vencimiento a 10 años ofrece una rentabilidad desde principios de este año que se mueve en un rango entre 1,3% y 1,5%. Este movimiento se debe a que las expectativas de nuevas subidas de tipos por parte del banco central japonés se han ido enfriando en los últimos meses debido a las turbulencias financieras internacionales y por la futura trayectoria de la actividad económica en Japón, que no se prevé ofrezca un buen resultado en el primer trimestre de este año.

En cambio, tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido los tipos de interés de la deuda pública a 10 años han repuntado un 0,2%. También en la eurozona han subido un poco para situarse por encima del nivel psicológico del 4%. ¿Por

Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública corrigen ligeramente el movimiento de los meses anteriores.

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	
			Septiembre	Diciembre	Enero	21 febrero
Estados Unidos	4,39	4,70	4,59	4,02	3,59	3,79
Japón	3,31	1,69	1,69	1,51	1,45	1,49
Eurozona	1,48	3,95	4,33	4,33	3,93	4,01
Reino Unido	4,10	4,74	5,01	4,51	4,48	4,68
Suiza	1,97	2,52	3,01	3,05	2,81	2,91

FUENTE: Bloomberg.

qué se ha producido esta subida, aunque sea pequeña, en un contexto de bajadas de los tipos de referencia e incluso con expectativas de bajadas en la eurozona?

Dos motivos explican la situación. En primer lugar, se trata de un movimiento de corrección de las fuertes caídas que se produjeron en los meses anteriores debido al fenómeno de huida hacia la calidad. Éste consiste en que los inversores en momentos de pánico suelen vender los activos de mayor riesgo e invierten su dinero en la compra de bonos de deuda pública con la mayor calificación crediticia para preservar el capital invertido. El precio de los bonos y la rentabilidad ofrecida se mueven en sentido inverso. Al aumentar la demanda de bonos sube su precio y baja su rentabilidad. Tras la tormenta vivida en los mercados financieros le ha seguido una cierta calma. Las fuertes caídas en bolsa han situado a algunos activos en una situación relativa más barata y los inversores han considerado que eran precios razonables para entrar.

En segundo lugar, las noticias sobre inflación y los mensajes de preocupación lanzados por algunos bancos centrales también suponen incrementar la prima de riesgo que se le pide a un bono, para protegerse frente a la pérdida de poder adquisitivo.

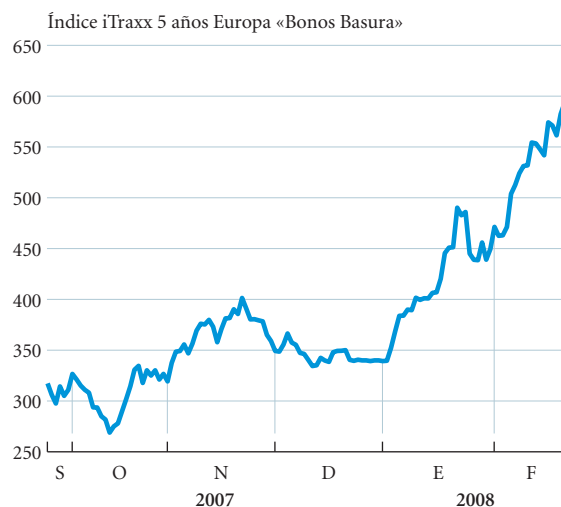
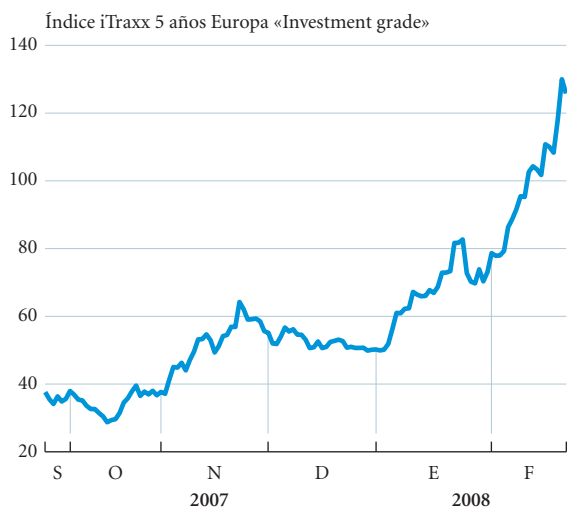
Pero, ¿y los bonos de emisores privados? La renta fija privada sigue sufriendo el encontronazo del aumento de la aversión al riesgo. Para verificarlo, lo más fácil es comparar como ha evolucionado el riesgo de crédito. En los siguientes gráficos puede observarse el aumento del coste de asegurar el riesgo de impago.

Antes del estallido de la crisis, un inversor que deseara cubrir una cartera de bonos emitidos con *rating* «investment grade» por un importe de 10 millones de euros, en el mes de septiembre del año pasado, tenía que pagar unos 40.000 euros para asegurarlo. En cambio, ahora debe abonar 120.000 euros para cubrir el riesgo de que una de estas compañías se declare en

Asegurarse frente al riesgo de impago sale ahora más caro.

CUBRIR EL RIESGO DE IMPAGO ES MÁS CARO

Índices iTraxx, coste de asegurar 10 millones de euros en bonos, en puntos básicos



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

El renminbi sigue apreciándose, pero ahora un poco más rápido.

quiebra. Se ha producido un incremento del 200% para comprar el mismo seguro en apenas seis meses.

Para contratar un seguro para una cartera de bonos con las mismas características que la anterior pero con la única variación de que ahora la calificación crediticia de los bonos es de «bonos basura» el inversor deberá pagar 577.000 euros. El incremento ha sido menor pero también ahora sale mucho más caro protegerse frente al riesgo crediticio de impago. El motivo es evidente: el deterioro de las expectativas económicas que implica una estimación de que se ha de producir un aumento de morosidad.

Sólo el renminbi chino presenta una tendencia clara

Durante el mes de febrero, la única divisa que ha mantenido su clara tendencia de

apreciación ha sido el renminbi contra el dólar. En realidad, el banco central chino ha abandonado la autonomía de política monetaria para, a cambio, controlar la senda de apreciación de su divisa y de esta manera evitar una pérdida brutal de competitividad de sus exportadores en un corto espacio de tiempo. De esta forma los agentes económicos tienen más tiempo para irse adaptando al cambio. Pero debido al fuerte aumento de la inflación se han visto obligados a acelerar el proceso de apreciación del renminbi como puede observarse en el gráfico.

El dólar se depreció contra todas las divisas excepto el yen japonés, que se apreció un 0,7%. Más curiosa resulta la evolución del eurodólar durante estos últimos meses. El dólar norteamericano, tras una fuerte depreciación contra el euro, se estabilizó a partir del mes de octubre en un rango entre 1,43 y 1,49 en el que se mantiene desde entonces.

SE ACELERA LA APRECIACIÓN DEL RENMINBI

Tipo de cambio del renminbi contra el dólar



FUENTE: Bloomberg.

EL DÓLAR MANTIENE SU RANGO DE COTIZACIÓN DESDE HACE CUATRO MESES

Tipo de cambio euro-dólar



FUENTE: Bloomberg.

Tras las malas noticias económicas que se produjeron durante los meses de enero y febrero era de esperar un debilitamiento del dólar. En cambio, el dólar se fortaleció pasando de 1,49 el 31 de enero a 1,45 el 11 de febrero. La divisa de una economía en la que se produce un fuerte deterioro de las expectativas de crecimiento y más bajadas del tipo de interés de referencia normalmente tendería a depreciarse. ¿Por qué no ha sido así? Una primera explicación es que el mercado descuenta que Estados Unidos, siendo la primera economía que entra en esta desaceleración, también será la primera que saldrá del problema. Esta es una explicación sospechosa, pues la incertidumbre es tan alta que los economistas todavía no han podido decidirse con claridad por un escenario económico sin algunas reservas en cuanto a la duración temporal de la desaceleración que vive Estados Unidos.

La segunda explicación apela a la inexorable ley económica de la demanda y oferta. Por una parte, los fondos soberanos

están comprando con dólares acciones de varios bancos de Estados Unidos (véase el recuadro «Desequilibrios comerciales y cambiarios: ¿círculo vicioso o virtuoso?» en la página 10). Por otra parte, debido a la parálisis del mercado de renta fija privado en la eurozona, numerosas compañías europeas importantes se están financiando emitiendo bonos en dólares. En ambos casos, los compradores de estos activos, ya sean bonos o acciones, necesitan comprarlos con dólares.

Esta segunda explicación tiene algo más de sentido si entendemos que posteriormente las compañías europeas cambiaron los dólares obtenidos a euros y por lo tanto el movimiento de apreciación del dólar debería verse compensado cuando se ejecute el movimiento contrario. En el gráfico anterior puede comprobarse cómo el euro se recupera a finales de año. De todas maneras, todavía no hay datos sobre flujos para poder decantarse por una idea que explique convincentemente el movimiento de la divisa verde durante

El dólar permanece indeciso frente al euro en un rango entre 1,43 y 1,49.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

22-02-08

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	107,2	0,7	-4,2	-13,4
Libra esterlina	0,509	-0,3	1,0	-0,5
Franco suizo	1,087	-0,7	-4,3	-13,9
Dólar canadiense	1,013	-1,6	1,5	-14,7
Peso mexicano	10,783	-1,4	-1,2	-2,2
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,484	1,4	1,7	13,0
Yen japonés	159,0	2,1	-2,4	-0,4
Franco suizo	1,613	0,7	-2,5	-0,8
Libra esterlina	0,754	1,1	2,6	12,4
Corona sueca	9,305	-1,8	-1,4	0,1
Corona danesa	7,455	0,1	0,0	0,0
Zloty polaco	3,569	-1,5	-1,0	-8,1
Corona checa	25,04	-4,4	-5,6	-11,4
Forint húngaro	264,1	2,7	4,4	4,8

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

FUENTE: Bloomberg.

Las bolsas han encontrado un suelo de momento a la espera de ver cómo se despejan los frentes abiertos.

estas últimas semanas. Finalmente el euro, ante las expectativas de nuevas bajadas del tipo de referencia en Estados Unidos, llegó a cotizar un 1,52 frente al dólar el 29 de febrero.

¿Un suelo para la bolsa?

Tras el fuerte susto del mes de enero, las bolsas parecen haber encontrado un suelo, como puede verse en el gráfico de la página siguiente, con el ejemplo de la evolución de la cotización del índice europeo DJ Eurostoxx50.

Tras la corrección de los precios de los activos financieros de renta variable los analistas de bolsa están rehaciendo sus estimaciones, auxiliados con la publicación de los resultados empresariales del año 2007 y las previsiones que las compañías han dado para este año. El problema es

que el elevado nivel de incertidumbre hace muy difícil traducir el año en beneficios por acción. Pues hay varios frentes abiertos todavía. Entre ellos, el futuro de las empresas aseguradoras de bonos, denominadas *monolines*, la trayectoria de la economía de Estados Unidos y el fin del periodo de anuncios de pérdidas por parte de las instituciones financieras.

Como puede verse en el cuadro adjunto, se mantienen las pérdidas en las bolsas de los países desarrollados en un rango que va desde el 7,4% del Dow Jones hasta el 15,2% del índice de bolsa alemán. Entre éstas, la bolsa que lo ha hecho mejor ha sido la bolsa japonesa, que ha subido un 7,4%, aupada por unos datos de crecimiento económico mejores de lo esperado. Ahora habrá que ver si puede mantener este buen comportamiento durante los próximos meses ante los desafíos que se le presentan a la economía nipona.

¿EL SUELO A LA CAÍDA?

Índice de bolsa europeo DJ Eurostoxx50



FUENTE: Bloomberg.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-02-08

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.284,3	2,6	-7,4	-3,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.342,5	2,4	-8,6	-7,8
<i>Nasdaq</i>	2.299,8	0,3	-13,3	-8,9
Tokio	13.500,5	7,4	-11,8	-25,4
Londres	5.936,6	3,4	-8,1	-7,0
Zona del euro				
<i>Francfort</i>	6.841,2	1,1	-15,2	-1,9
<i>París</i>	4.856,2	0,3	-13,5	-14,9
<i>Amsterdam</i>	454,9	5,0	-11,8	-10,7
<i>Milán</i>	33.775,0	-1,5	-12,4	-20,5
<i>Madrid</i>	13.074,0	1,8	-13,9	-11,6
Zurich	7.562,0	1,0	-10,9	-18,3
Hong Kong	23.305,0	7,1	-16,2	12,0
Buenos Aires	2.083,5	7,2	-3,2	-5,5
São Paulo	63.792,2	13,7	-0,1	37,3

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.

Tipos de cambio fijo: ¿regreso al futuro?

Hasta 1972, la totalidad de países del bloque capitalista participaban en el sistema de Bretton Woods de tipos de cambio fijo que rigió las relaciones financieras internacionales desde el final de la Segunda Guerra Mundial. En 1996, casi 25 años después del colapso de Bretton Woods, más de dos tercios de los países aún operaban bajo tipos de cambio fijos. Posteriormente, las crisis financieras internacionales de 1997-2001 provocaron que muchos países dejaran flotar la cotización de sus monedas al no disponer de suficientes reservas internacionales para defender un tipo de cambio fijo. Sin embargo, en los últimos seis años, se ha observado una ligera reversión de esta tendencia y, de hecho, ha aumentado el número de países con tipos de cambio fijos. Por ello cabe preguntarse a qué se debe este renovado interés, y si esta reciente tendencia es coyuntural o bien responde a un nuevo patrón dentro del escenario financiero mundial.

EVOLUCIÓN DE LOS REGÍMENES DE TIPOS DE CAMBIO

	1996	2001	2007
Tipo de cambio fijo	124	93	105
Convencional	63	55	70
Intermedio	44	17	12
Caja de conversión	12	13	13
Sin moneda de curso legal	5	8	10
Tipo de cambio flexible	60	93	83
Con intervención	37	43	48
Sin intervención	23	50	35

FUENTE: FMI.

Se pueden distinguir cuatro modalidades de tipos de cambio fijo. Bajo un tipo de cambio fijo «convencional» hallamos aquellos países cuya moneda fluctúa con un margen del 1% diario, mientras que los sistemas «intermedios» tienen bandas de fluctuación más anchas. En este último caso se encuentran algunos de los países que esperan acceder a la UEM, y que tienen un tipo de cambio fijo con el euro con una banda del 15%, como los tres países bálticos. Bajo un régimen de «caja de conversión» (o *currency board*, en inglés) se hallan aquellos países cuyo tipo de cambio se fija por ley, y además se garantiza que toda la emisión de moneda nacional tiene que estar respaldada por activos externos denominados en la moneda a cuyo tipo de cambio se fija la moneda nacional. Un ejemplo en este grupo sería Bulgaria. El último caso, «sin moneda de curso legal», cuando un país adopta directamente la moneda de otro país como medio de pago pero sin derecho a participar en las decisiones de política monetaria, sería la versión más extrema de un tipo de cambio fijo. Este es el caso de países dolarizados como El Salvador y Ecuador, o países «euroizados» como Andorra y Montenegro: ni la Fed ni el BCE consultan con estos países sus decisiones.

Muchos de los países con tipo de cambio flexible siguen una política monetaria de objetivos de inflación (*inflation targeting*) y por definición no tienen objetivos para el nivel del tipo de cambio. Dentro de las categorías de tipo de cambio flexible, hallamos aquellos países que no intervienen en el mercado de divisas, como sería el caso de todas las principales monedas, o aquellos países que intervienen de forma puntual para reducir la volatilidad del tipo de cambio pero sin un objetivo fijo o preanunciado del nivel del tipo de cambio. Se considera que los países de la zona del euro están en la categoría de tipo de cambio flexible sin intervención porque el

tipo de cambio del euro se fija libremente en el mercado, y sus integrantes, por ejemplo España, son miembros con voz y voto en el consejo del BCE.

Las ventajas de utilizar un tipo de cambio fijo son fundamentalmente dos. Primero, permite que los países con problemas crónicos de inflación puedan importar la política monetaria de un banco central extranjero con más credibilidad, lo cual puede conseguir bajar la inflación siempre y cuando la política fiscal sea lo suficientemente equilibrada. Segundo, al fijar el tipo de cambio con una gran área económica, también se potencian los lazos comerciales y de inversión extranjera directa, al eliminarse la incertidumbre ligada a la volatilidad del tipo de cambio. No es de extrañar que los países europeos fuera de la UEM fijen sus tipos de cambio al euro, aunque en el resto del mundo el dólar estadounidense sigue siendo la moneda preferida.

No todo son ventajas a la hora de adoptar un tipo de cambio fijo. Al adoptar la política monetaria de otro país, es posible que lo que le conviene a un país (por ejemplo, los EEUU) no le convenga a otro (por ejemplo, Argentina en 2001, cuando el peso se cotizaba uno a uno con el dólar), especialmente si los ciclos económicos no están sincronizados. En segundo lugar, se pierde la herramienta del tipo de cambio para responder a *shocks* externos, como cambios en la demanda mundial de las exportaciones de un país. Por último, los tipos de cambio fijo pueden alentar los ataques especulativos y las crisis financieras si surgen dudas acerca de la sostenibilidad del tipo de cambio. Apostar en contra de una moneda sobrevaluada es una operación con poco riesgo y grandes ganancias potenciales, como bien sabe George Soros y aprendieron las autoridades británicas durante la crisis que expulsó a la libra esterlina del Sistema Monetario Europeo en 1992.

Así pues, si los tipos de cambio fijos no están exentos de problemas, ¿a qué se debe este renovado interés por este sistema? En primer lugar, un motivo principal es que es un sistema fácil de implementar por el banco central y de entender por el público. Muchos países fijan su tipo de cambio a una divisa principal sencillamente porque sus bancos centrales no tienen capacidad técnica para implementar otro régimen. Es sintomático que la gran mayoría de países con tipo de cambio fijo se encuentra en Oriente Medio, África y algunas zonas de Asia. Además, en economías fuertemente reguladas, es complicado liberalizar el mercado de divisas sin acometer otras reformas en el sistema bancario. Algunos países en vías de desarrollo han liberalizado el mercado de divisas para darse cuenta que se generaba demasiada volatilidad en el tipo de cambio, y han dado marcha atrás.

En segundo lugar, son muchos los países que a pesar de declarar que operan bajo un tipo de cambio flexible, intervienen tanto en el mercado cambiario que se asemejan, *de facto*, a un tipo de cambio fijo. En este caso el FMI los clasifica como si tuviesen un tipo de cambio fijo. ¿A qué se debe este comportamiento? La respuesta hay que buscarla en el buen clima económico para los mercados emergentes: tanto la demanda de materias primas como la de bienes manufacturados de la que estos países son exportadores ha aumentado en tiempos recientes, lo que ha mejorado las balanzas comerciales de estos países y ha generado tensiones hacia la apreciación de sus monedas. Preocupados por la posible pérdida de competitividad que ello conllevaría, muchos países han resistido la tendencia a la apreciación de sus monedas acumulando reservas internacionales con una operación muy sencilla: se imprime moneda nacional para comprar dólares en el mercado y mantener la paridad.

En resumen, el aumento en el número de países que sigue un tipo de cambio fijo es en gran parte coyuntural y no está exento de riesgos. En primer lugar, muchos países emergentes presentan signos de sobrecalentamiento y necesitan condiciones monetarias mucho más restrictivas que EEUU o Europa: la otra cara de la moneda de resistir una apreciación es que se expande en exceso la masa monetaria y se genera inflación, como ya está sucediendo en China, donde la inflación ha pasado del 1% al 7% en el último año y medio. En segundo lugar, va-

rios países emergentes regresarían a una situación de déficit en la balanza por cuenta corriente si el ritmo de crecimiento de sus exportaciones se resiente del bajón cíclico en el mundo industrializado. En este caso, las divisas de estos países se verían presionadas a la baja. Resistir una depreciación indefinidamente es doloroso, ya que se tienen que vender las reservas internacionales para apoyar la moneda nacional, o adoptar políticas fiscales contractivas.

Dado que la política monetaria no puede alcanzar objetivos de inflación y de tipo de cambio al mismo tiempo, ¿qué deberían hacer los países ante estas situaciones? La receta a aplicar sería que los países con tipo de cambio fijo tomen las riendas de su política monetaria e introduzcan más flexibilidad. Un reciente ejemplo lo tenemos en el caso de Hungría: ante la imposibilidad de mantener un tipo de cambio fijo con banda de fluctuación con el euro y, a la vez, controlar la inflación, las autoridades húngaras se han decantado por centrar la política monetaria en evitar un crecimiento excesivo de los precios, y han decidido dejar fluctuar el forint libremente en el mercado.

Actividad económica

Balance de 2007: encarando la desaceleración

El producto interior bruto (PIB) de la economía española superó por primera vez el billón de euros en 2007 y anotó un crecimiento anual del 3,8%, tan sólo una décima menos que en el año anterior. El perfil de los últimos trimestres, no obstante, fue de una aminoración de la expansión económica un poco más marcada, con un aumento interanual del 3,5% en el cuarto trimestre. El crecimiento económico de 2007 fue sensiblemente superior al del conjunto de la Unión Europea y el diferencial con la eurozona incluso se amplió.

Por otro lado, en 2007 continuó la tendencia a la moderación de la demanda

nacional y a una mejora de la aportación negativa del sector exterior. Así, el crecimiento tendió a ser más equilibrado, máxime al reducirse paulatinamente el peso de la construcción. Asimismo, el aumento de la productividad fue mayor, aunque el déficit exterior siguió ampliándose hasta suponer el 10,0% del PIB.

La contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB fue de 4,6 puntos porcentuales, medio punto menos que en el año anterior. Esta moderación provino en buena parte del consumo de los hogares, su principal componente, que pasó de un aumento anual del 3,7% al 3,1%. Esta ralentización fue mayor en el gasto en bienes, principalmente duraderos, como automóviles, que en servicios. En los inicios de 2008 tanto las ventas de co-

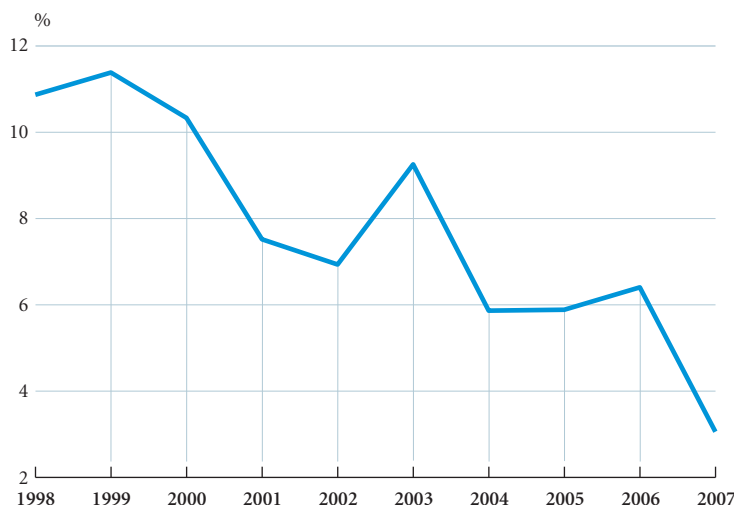
El PIB de la economía española supera por primera vez el billón de euros y crece el 3,8% en 2007.

Continúa la tendencia a la moderación de la demanda nacional y mejora la aportación negativa del sector exterior.

Ralentización del consumo de los hogares, especialmente en bienes.

MARCADA RALENTIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDAS

Variación anual de la inversión en viviendas

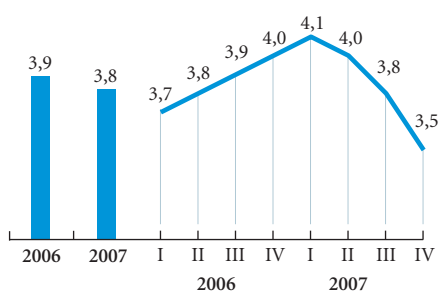


FUENTES: INE y elaboración propia.

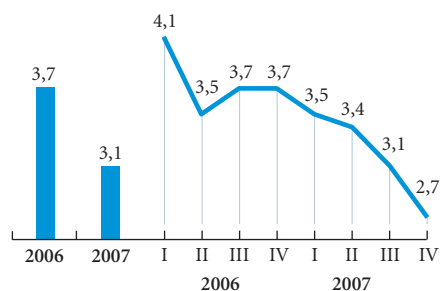
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

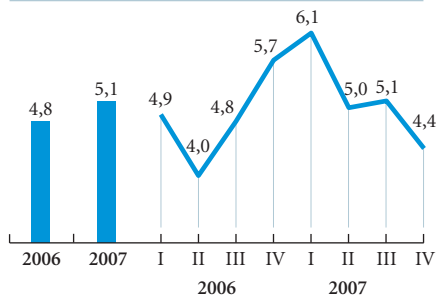
PIB



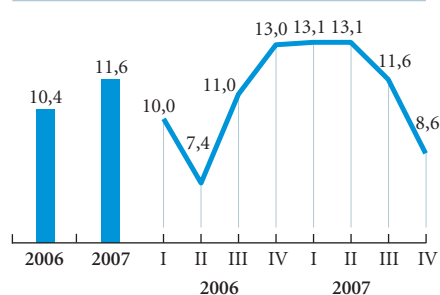
Consumo de los hogares



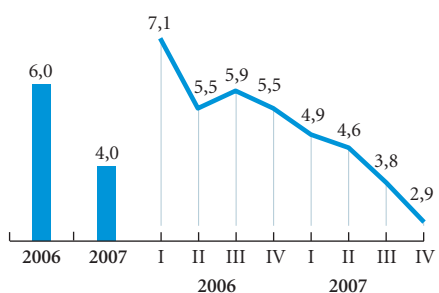
Consumo público



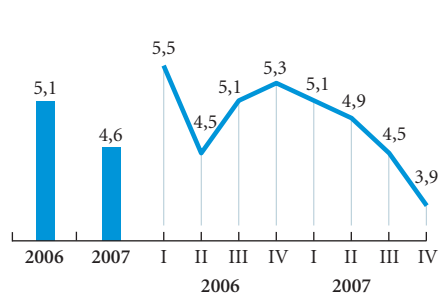
Inversión en bienes de equipo



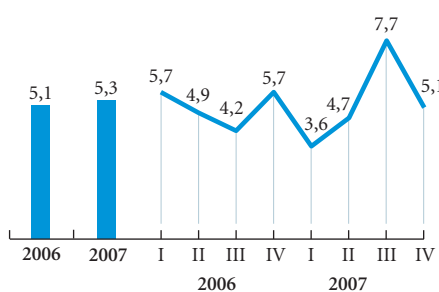
Inversión en construcción



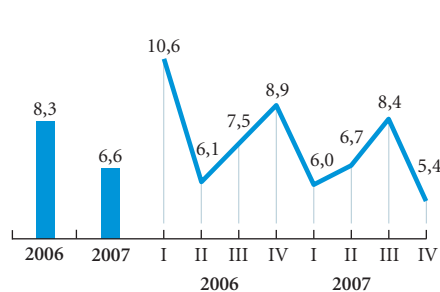
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ches como el descenso del índice de la confianza de los consumidores apuntan a una continuación de esta tendencia. En cambio, el consumo de las administraciones públicas se aceleró en tres décimas al situarse en el 5,1%.

El otro gran componente de la demanda, la inversión, también aminoró su ritmo de crecimiento, aunque no todos sus componentes. La formación bruta de capital en bienes de equipo aumentó el 11,6% en 2007, contribuyendo a la mejora de la productividad, superando todavía la alta tasa del año anterior. No obstante, en los últimos trimestres se constataba una tendencia a la ralentización. Ésta fue más marcada en la inversión en construcción, especialmente en viviendas, dada la atonía en que se ha sumido el mercado inmobiliario, con una fuerte desaceleración de los precios de las casas y una caída de las transacciones. El

resto de la inversión (gastos en *software* informático, prospecciones mineras y petroleras, etc.) también redujo su ritmo de expansión, pero en menor medida.

Por su parte, la aportación negativa del sector exterior al crecimiento se redujo en cinco décimas, hasta siete. Esto fue el resultado de una aceleración de las exportaciones y de una ralentización de las importaciones de acuerdo con un menor impulso de la demanda interna. Tanto las exportaciones de bienes como las de servicios se avivaron, si bien en mayor medida éstas últimas. Por su parte, tanto las importaciones de bienes como de servicios se moderaron, si bien más las primeras. Sin embargo, la necesidad de financiación de la economía empeoró hasta suponer el 9,5% del PIB frente al 8,1% anotado en 2006.

Desde el punto de vista de la oferta, en 2007 tres sectores mostraron un compor-

El elevado crecimiento de la inversión en bienes de equipo, del 12% anual, contribuye a la mejora de la productividad.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007						2008
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	2,3	1,2	4,8	2,1	0,8	-0,1	-3,2	-5,1	...
Importación de bienes de consumo (**)	8,9	5,1	-1,1	5,6	8,4	9,2	-1,3	16,3	...
Matriculaciones de automóviles	-0,9	-1,2	-0,7	-2,4	-2,9	3,4	-5,9	6,3	-12,7
Crédito al consumo de bienes duraderos	14,5	10,0	13,8	9,6	6,9	-	...	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-12,3	-13,3	-10,7	-12,7	-12,3	-16,0	-17,0	-19,0	-20,0
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	8,4	5,8	8,9	5,3	6,3	8,4	-0,5	1,1	...
Importación de bienes de equipo (**)	3,2	9,8	20,1	11,0	-0,6	6,8	-1,8	24,9	...
Matriculación de vehículos industriales	1,5	0,3	1,7	-2,2	-3,0	4,1	-8,1	19,4	-31,0
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	9,0	7,3	6,4	7,7	7,6	8,3	-0,2	15,5	...
Exportaciones	5,6	4,2	3,0	2,8	6,7	8,2	8,2	-2,8	...

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.

Dinamismo de algunas ramas industriales como la construcción de maquinaria y fabricación de productos metálicos...

... y de servicios como el comercio, la hostelería y el transporte.

Mayor crecimiento anual de la productividad desde 1996, aunque sigue siendo bajo.

tamiento más expansivo: el sector primario, la industria y los servicios de no mercado. Por el contrario, la construcción, la energía y los servicios de mercado moderaron el ritmo de crecimiento de su actividad.

El valor añadido bruto de la industria se elevó el 3,1% en 2007, dos décimas más que en el año precedente. No obstante, el perfil fue claramente a la baja en el transcurso del ejercicio, hasta el punto de que la producción industrial experimentó una caída interanual en el mes de diciembre. Las ramas más dinámicas fueron la construcción de maquinaria, el mueble y manufacturas diversas, maquinaria y material eléctrico, equipos de precisión y óptica, y fabricación de productos metálicos. Por el contrario, la maquinaria de oficina y equipos informáticos, y el cuero y el calzado sufrieron fuertes caídas de producción, acusando la intensa competencia global. Las perspectivas para 2008 no son muy halagüeñas, a tenor de las recientes bajadas del indicador de la confianza en la industria. Asimismo, los niveles de la

cartera de pedidos hacen esperar una moderada expansión de la industria.

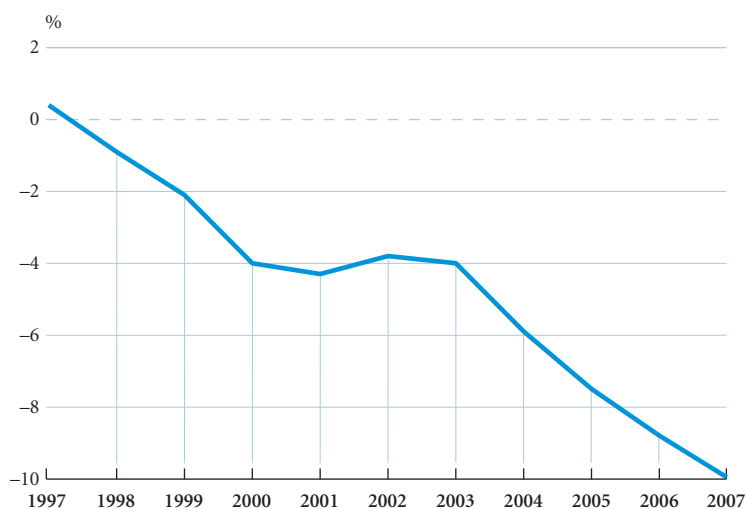
Las ramas agraria y pesquera experimentaron un notable dinamismo. De este modo, su valor añadido bruto se elevó el 3,8% en 2007, 1,4 puntos más que en el año anterior.

Los servicios de mercado en general se ralentizaron levemente. No obstante, tuvieron un crecimiento elevado del 4,0%. Las ramas que mostraron un mayor vigor fueron el comercio, la hostelería y el transporte. En cambio, los servicios a las empresas pulsaron más débilmente. En lo referente a los servicios de no mercado, aumentaron el 5,0% debido a la remuneración de los asalariados del sector público.

Dada la evolución de la producción y un crecimiento medio del empleo del 3,0%, la productividad aparente del trabajo subió el 0,8%, una décima más que en 2006 y marcó la mayor cota desde 1996. No obstante, este aumento de la productivi-

EL DÉFICIT EXTERIOR CONTINÚA AMPLIÁNDOSE

Saldo por cuenta corriente sobre el PIB

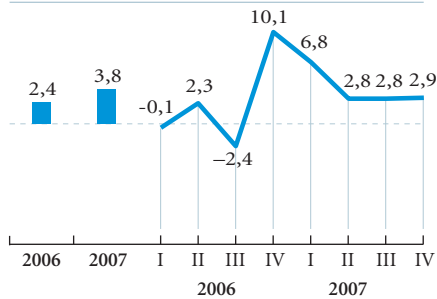


FUENTES: INE y elaboración propia.

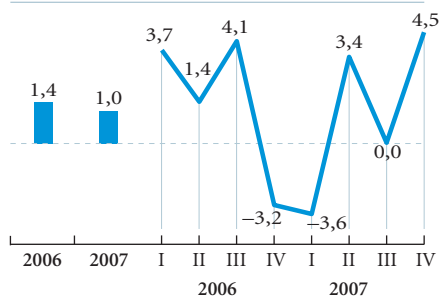
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (*)

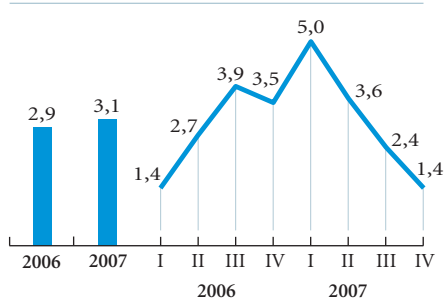
Agricultura



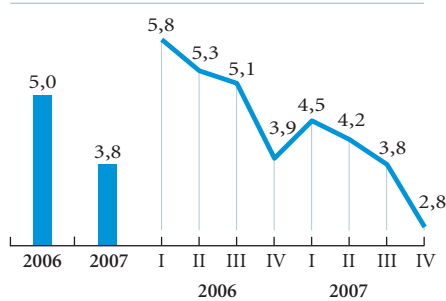
Energía



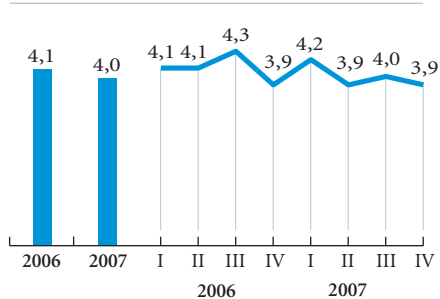
Industria



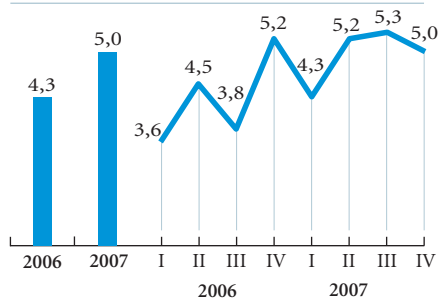
Construcción



Servicios de mercado



Servicios no de mercado



NOTA: (*) Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

dad no deja de ser relativamente bajo. Por sectores, el mayor aumento de productividad se produjo en la agricultura y pesca como consecuencia de una mayor producción con un menor empleo, aunque la elevación de la productividad fue inferior a la anotada en 2006. En la industria, en cambio, el incremento de la productividad fue superior al año anterior, hasta cifrarse en el 3,3%. En los servicios de mercado la productividad avanzó el 0,9 %, levemente un poco más que en 2006. Fi-

nalmente, en la construcción la productividad no sólo siguió disminuyendo a consecuencia del bajo grado de cualificación medio de la fuerza laboral, sino que registró la mayor caída de la década actual.

A results de la evolución de la productividad, y de un aumento del 7,1% de la remuneración de los asalariados, los costes laborales por unidad de producto ascendieron el 2,7% en 2007, cuatro décimas más que en el año anterior. De este modo,

Los costes laborales por unidad de producto suben el 2,7%, menos que el deflactor del PIB.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007						2008
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
Industria									
Consumo de electricidad (1)	3,8	4,1	5,2	4,4	2,0	3,5	7,2	3,9	3,6
Índice de producción industrial (2)	3,9	1,9	4,2	2,4	1,1	2,6	-1,0	-2,4	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,7	-0,3	2,3	0,7	-0,7	-6,0	-1,0	-3,0	-4,0
Utilización capacidad productiva (4)	80,5	81,3	80,6	81,3	82,1	-	81,1	-	81,3
Importación bienes interm. no energ. (5)	10,5	8,0	8,1	8,2	8,7	8,3	0,9	13,0	...
Construcción									
Consumo de cemento	8,5	0,3	5,5	-1,3	-1,3	5,2	-1,8	-9,4	-7,9
Indicador de confianza en la construcción (3)	14,2	9,3	10,7	15,7	12,0	8,0	-6,0	-6,0	-6,0
Viviendas (visados obra nueva)	18,6	-23,7	8,0	-15,0	-50,7	-32,4	-28,8	...	...
Licitación oficial	31,3	-13,4	13,3	-2,2	-29,7	-33,2	-37,4	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista	2,0	2,5	4,3	2,9	3,1	1,3	0,4	-1,9	...
Turistas extranjeros	4,1	1,7	5,3	0,1	1,4	0,0	5,0	0,7	0,9
Ingresos turismo	5,6	3,5	5,8	2,0	3,2	2,7	6,3	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-1,2	-4,4	-4,1	-6,5	-1,4	-0,6	-9,3	-6,2	...
Tráfico aéreo pasajeros	6,8	9,0	9,5	7,1	10,5	8,3	10,2	7,2	6,9
Consumo de gasóleo automoción	5,5	4,8	5,8	3,3	4,2	9,4	4,0	...	...

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.

Perspectivas de desaceleración económica para 2008.

su variación se situó en cuatro décimas por debajo del deflactor implícito del PIB.

En cuanto a las perspectivas para 2008, los indicadores avanzados disponibles, junto con la fortaleza del euro, unas condiciones crediticias menos relajadas, el encarecimiento de las materias primas y un menor impulso de la demanda exterior apuntan a la continuación de la sen-

da de ralentización económica. En este sentido, la Comisión Europea recientemente rebajó su previsión de crecimiento económico de la economía española para 2008 al 2,7%. Por otra parte, se estima necesario un mayor esfuerzo en la mejora de la competitividad, lo que comporta superiores inversiones en el gasto en I+D e infraestructuras, y una mejora del sistema educativo.

Mercado de trabajo

La creación de empleo es insuficiente para absorber la nueva población activa

De acuerdo con una coyuntura con tendencia a la desaceleración económica, el número de ocupados disminuyó en 33.700 personas en el cuarto trimestre de 2007 en relación con el periodo anterior, según la Encuesta de Población Activa (EPA) del Instituto Nacional de Estadística. Se trató del primer descenso del número de ocupados desde 2002. Dado que además la población activa se incrementó en 102.000 personas, la tasa de paro se elevó en seis décimas hasta el 8,6%, situándose en el nivel de dos años antes, y dejando atrás el mínimo desde 1978 registrado en el segundo trimestre de 2007.

Así, en 2007 continuó una tendencia a la ralentización en la creación de puestos de trabajo que ya se observaba en 2006. Con todo, el año pasado el número de ocupados aumentó el 2,4%, frente al ascenso del 3,6% anotado en el año 2006. En total, en 2007 se crearon 475.100 nuevos empleos hasta 20.476.900 ocupados, récord histórico a final de año.

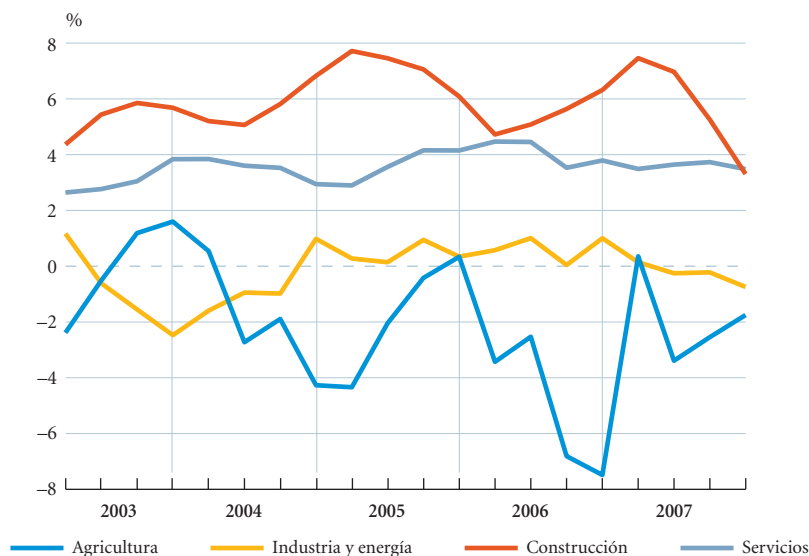
En los últimos diez años se crearon 6.942.500 nuevos puestos de trabajo netos, una cifra realmente extraordinaria. No obstante, la moderación observada en los últimos años parece tener visos de continuar. Por lo menos la cifra de enero de los afiliados en alta en la Seguridad Social así lo indica. En efecto, en el primer mes de 2008 estos trabajadores disminuyeron

En 2007 se crean 475.000 empleos según la EPA, hasta 20,5 millones de ocupados, récord histórico a final de año.

En 2008 proseguirá la tendencia a la desaceleración de la creación de ocupación.

RALENTIZACIÓN DE LA CREACIÓN DE EMPLEO EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES

Variación interanual de los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo (*)



NOTA: (*) Serie de la Contabilidad Nacional Trimestral corregida de estacionalidad y calendario.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	Enero
Afiliados a la Seguridad Social								
Sector de actividad								
<i>Industria</i>	-0,5	0,0	2,5	2,2	2,7	2,5	2,4	1,5
<i>Construcción</i>	8,6	8,7	3,3	6,1	4,4	2,3	0,5	-1,1
<i>Servicios</i>	5,7	5,2	3,5	4,1	3,7	3,0	3,0	2,8
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	4,8	4,7	3,0	3,9	3,5	2,6	2,2	1,7
<i>No asalariados</i>	2,6	2,2	2,8	2,5	2,7	2,9	2,9	2,5
Total	4,4	4,3	3,0	3,6	3,3	2,7	2,4	1,9
Población ocupada (*)	5,6	4,1	3,1	3,4	3,4	3,1	2,4	-
Puestos de trabajo (**)	3,2	3,2	3,0	3,3	3,1	3,0	2,5	-
Contratos registrados (***)								
Indefinidos	8,7	41,1	2,0	25,8	15,6	-1,6	-21,1	-23,0
Temporales	4,6	4,7	0,3	2,6	-1,9	-0,5	1,2	-0,9
Total	5,0	7,9	0,5	5,3	-0,1	-0,7	-2,1	-4,3

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.

Se destruye ocupación en la construcción en el cuarto trimestre de 2007, por primera vez desde 1996.

en 84.697, la mayor caída en el primer mes del año desde 1994, hasta 19.111.058, lo que supone un crecimiento anual del 1,9%, inferior en cuatro décimas al registrado en diciembre de 2007. Además, en el mes de enero el número de contratos realizados a través del servicio público de empleo bajó el 4,3% en relación con el mismo mes del año anterior. El mayor descenso se produjo en los contratos indefinidos, del 23,0%, mientras que los contratos temporales disminuyeron levemente, el 0,9%.

Las cifras de la contabilidad nacional también señalan una ralentización de la creación de ocupación en el cuarto trimestre, pero muy suave. Además, los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en las ramas industriales no energéticas y los servicios de mercado incluso se aceleraron ligeramente. Por su parte, siguió destruyéndose empleo en el sector primario, pero a un ritmo menor. En la cons-

trucción también se redujo la ocupación, en este caso por primera vez desde el principio de 1996 y después de una etapa de una gran creación de empleo. Esta evolución se explica por la atonía del mercado inmobiliario en los últimos meses.

En el conjunto de 2007, los puestos de trabajo ocupados a tiempo completo se elevaron un 3,0%, dos décimas menos que en 2006. Esto supuso la generación de 550.000 nuevos puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. La construcción registró un aumento del número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo del 3,3% en relación con el cuarto trimestre de 2006, muy inferior al crecimiento del 6,3% del año anterior. La desaceleración mostrada por los servicios fue mucho menor, de modo que fue el sector en el que se produjo el mayor aumento del empleo, del 3,5%. En las ramas industriales el balance anual no fue posi-

EMPLEO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2007

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	905,8	20,4	2,3	-16,0	-1,7	4,4
No agrarios	19.571,1	-54,1	-0,3	491,1	2,6	95,6
<i>Industria</i>	3.279,1	20,2	0,6	-40,7	-1,2	16,0
<i>Construcción</i>	2.693,5	-24,0	-0,9	70,3	2,7	13,2
<i>Servicios</i>	13.598,5	-50,3	-0,4	461,5	3,5	66,4
Por empleadores						
Sector privado	17.563,6	-15,1	-0,1	469,8	2,7	85,8
Sector público	2.913,3	-18,6	-0,6	5,3	0,2	14,2
Por situación profesional						
Asalariados	16.876,5	6,8	0,0	410,4	2,5	82,4
<i>Contrato indefinido</i>	11.658,2	177,0	1,5	760,8	7,0	56,9
<i>Contrato temporal</i>	5.218,4	-170,2	-3,2	-350,4	-6,3	25,5
No asalariados	3.593,2	-40,0	-1,1	69,0	2,0	17,5
<i>Empresarios empleadores</i>	1.136,3	-5,4	-0,5	48,5	4,5	5,5
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.254,6	-31,7	-1,4	59,2	2,7	11,0
<i>Ayudas familiares</i>	202,3	-2,9	-1,4	-38,7	-16,1	1,0
Otros	7,1	-0,6	-7,7	-4,3	-37,8	0,0
Por tiempo de ocupación						
A tiempo completo	18.093,8	-140,1	-0,8	465,6	2,6	88,4
A tiempo parcial	2.383,1	106,4	4,7	9,5	0,4	11,6
Por sexos						
Varones	11.997,1	-92,5	-0,8	165,8	1,4	58,6
Mujeres	8.479,8	58,8	0,7	309,3	3,8	41,4
TOTAL	20.476,9	-33,7	-0,2	475,1	2,4	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

tivo, con una pérdida de ocupación del 0,6% y del 4,4% en las energéticas.

Volviendo a la EPA, aunque la ralentización afectó a todos los grandes sectores económicos, las diferencias en la creación de empleo en el conjunto de 2007 fueron importantes. La agricultura y la industria destruyeron empleo, mientras que la construcción, y sobre todo los servicios, lo crearon. En la construcción la desaceleración de la ocupación fue marcada, pasando de una variación interanual del 8,3% al 2,7% en el cuarto trimestre de 2007.

Por edades, las diferencias también fueron significativas. En el conjunto del pasado ejercicio el número de ocupados menores de 30 años disminuyó ligeramente, mientras que en los adultos se elevó considerablemente. Especialmente notable fue el crecimiento del empleo en el grupo de 50 a 54 años, que registró un incremento del 5,9%, gracias en parte a las bonificaciones acordadas a la contratación de los mayores de 45 años.

Asimismo, fueron remarcables las diferencias por sexo. La velocidad de aumen-

Los ocupados extranjeros ya suponen el 14% del total.

to del empleo entre las féminas, el 3,8%, fue más del doble que entre los varones, el 1,4%. En el caso de las jóvenes de 16 a 19 años, el empleo se elevó el 1,4%, mientras que la ocupación de los jóvenes del mismo tramo de edad bajó el 3,0%.

Por otra parte, siguiendo la tónica de los últimos años, la ocupación aumentó en mayor medida entre la población extranjera, con un ascenso del 11,0%. De hecho, en el cuarto trimestre los ocupados extranjeros aumentaron en 40.700 personas hasta 2.887.000, con lo que ya suponían el 14,1% de la ocupación.

La tasa de temporalidad disminuye en tres puntos en 2007.

La tasa de empleo, es decir, la proporción de empleados respecto a la población de 16 a 64 años, se colocó en el 66,5% en el último trimestre de 2007, superando incluso

el objetivo previsto para 2010 en el Plan Nacional de Reformas de España. Es destacable el avance de la tasa de empleo femenina, que se situó en el 55,9%, aunque era bastante inferior a la masculina, del 76,9%.

Otro rasgo favorable de la evolución del mercado de trabajo en 2007 fue la disminución de la tasa de temporalidad. En efecto, ésta disminuyó hasta el 30,9% en el cuarto trimestre, más de 2,9 puntos por debajo del nivel de un año antes. No obstante, la tasa de temporalidad todavía se sitúa sensiblemente por encima de la media de los principales países europeos.

Todas las comunidades autónomas registraron aumentos del empleo en 2007. Los mayores crecimientos tuvieron lugar en Murcia, las ciudades autónomas de Ceuta

POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Cuarto trimestre 2007

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	3.745	155	4,3	3.221	69	2,2	524	86	19,5	14,0
Aragón	650	30	4,9	616	28	4,8	33	2	6,7	5,1
Asturias	476	11	2,3	438	15	3,5	39	-4	-9,4	8,1
Baleares	544	20	3,9	495	4	0,7	49	17	51,7	9,0
Canarias	1.024	23	2,2	912	25	2,8	113	-2	-1,9	11,0
Cantabria	276	7	2,5	264	10	4,0	13	-3	-20,8	4,6
Castilla y León	1.162	16	1,4	1.081	21	1,9	81	-4	-5,0	7,0
Castilla-La Mancha	925	37	4,2	852	35	4,3	74	2	3,1	8,0
Cataluña	3.799	100	2,7	3.547	95	2,8	252	5	1,9	6,6
Comunidad Valenciana	2.472	77	3,2	2.249	57	2,6	223	20	9,8	9,0
Extremadura	481	14	3,0	410	4	1,0	71	10	16,6	14,7
Galicia	1.293	20	1,5	1.196	26	2,2	97	-6	-5,8	7,5
Madrid	3.283	42	1,3	3.074	43	1,4	209	-1	-0,5	6,4
Murcia	693	35	5,4	636	30	4,9	57	5	10,2	8,3
Navarra	304	2	0,7	291	3	1,1	13	-1	-6,2	4,3
País Vasco	1.059	-6	-0,6	999	4	0,4	61	-10	-14,6	5,7
La Rioja	158	3	1,9	149	5	3,5	9	-2	-18,5	5,6
Ceuta y Melilla	60	7	13,1	49	2	4,9	11	5	...	18,3
TOTAL	22.405	592	2,7	20.477	475	2,4	1.928	117	6,5	8,6

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

PARO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2007

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro % sobre población activa
		Absoluta	%	Absoluta	%		
Por sexos							
Hombres	879,2	78,3	9,8	115,5	15,1	45,6	6,8
Mujeres	1.048,3	57,4	5,8	1,5	0,1	54,4	11,0
Por edades							
Menores de 25 años	447,6	-10,5	-2,3	13,5	3,1	23,2	18,8
Resto	1.480,0	146,2	11,0	103,4	7,5	76,8	7,4
Por situación personal							
Paro de larga duración	515,8	54,0	11,7	-7,3	-1,4	26,8	-
Buscan primer empleo	185,6	-24,5	-11,7	-16,2	-8,0	9,6	-
Resto	1.226,2	106,2	9,5	140,4	12,9	63,6	-
TOTAL	1.927,6	135,7	7,6	117,0	6,5	100,0	8,6

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

y Melilla, Aragón y Castilla-La Mancha, con incrementos superiores al 4%. En el polo opuesto, el País Vasco, Baleares y Extremadura anotaron crecimientos inferiores al 1,0%.

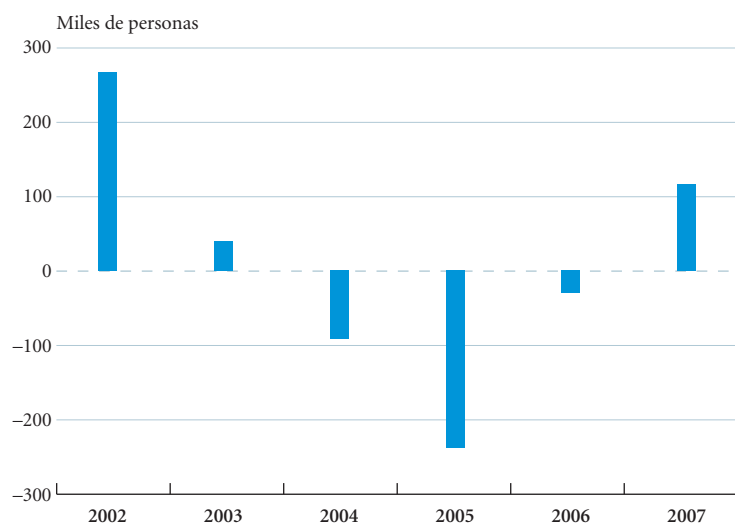
La población activa aumentó el 2,7% hasta 22,4 millones de personas a final de

2007. Entre los varones la población activa se incrementó el 2,2% y entre las féminas, el 3,4%. Así, la tasa de actividad femenina para la población de 16 a 64 años alcanzó el 62,8%, un máximo histórico, si bien se sitúa por debajo de la tasa de actividad del total, del 72,8%. Por otra parte, la población activa extranjera se elevó

Récord histórico de la tasa de actividad femenina.

EL PARO REGISTRA EL MAYOR AUMENTO DE LOS ÚLTIMOS CINCO AÑOS

Variación anual del número estimado de parados



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

La cifra de parados se eleva el 15% entre la población extranjera y su tasa de desempleo se coloca en el 12,4%.

el 11,4%, lo que supone un aumento de 337.600 personas, el 57,0% del total. Esto muestra el atractivo del mercado laboral español para los inmigrantes.

A consecuencia de un aumento superior de la población activa que la ocupación, se produjo un incremento del paro en 117.000 personas en 2007, debido a un fuerte repunte en el cuarto trimestre en 135.700 personas. Se trató del primer aumento anual desde el año 2003. La tasa de paro de la población española se situó en el 7,95%, mientras que la de los extranjeros ascendía al 12,4%.

El desempleo experimentó una evolución desigual por sectores. El mayor aumento tuvo lugar en la agricultura, del 47,7%. Pero también en la construcción el paro se incrementó fuertemente, con una subida del 39,3%. En los servicios el aumento del paro fue mucho más moderado, del 6,6%. Por el contrario, en la industria el número de desempleados se redujo el 4,4%. Igualmente disminuyó el paro entre los que

buscaban su primer empleo, con una caída del 8,0%, y entre los que llevaban más de un año en paro, con una reducción del 1,4%.

En el ámbito territorial la evolución del desempleo fue muy diversa. Los aumentos más elevados del paro ocurrieron en Baleares, con una subida del 51,7%, y en Andalucía, con un alza del 19,5%. En cambio en Cantabria el número de desempleados bajó el 20,8% y en La Rioja, el 18,5%.

El paro registrado en enero anota la mayor subida de la década

El número de desempleados inscritos en los servicios públicos de empleo se elevó en 132.378 personas en el primer mes de 2008, la mayor subida de la década, hasta 2.261.925. Esta cifra representa un ascenso anual del 8,6%, con lo que prosigue la tendencia a la aceleración del paro registrado.

Aumento del paro registrado sobre todo en la construcción.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Enero 2008

	Parados	Variación sobre diciembre 2007		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	75.361	6.549	9,5	12.576	20,0	3,3
Industria	289.695	9.714	3,5	5.908	2,1	12,8
Construcción	292.797	8.930	3,1	62.505	27,1	12,9
Servicios	1.382.354	98.104	7,6	100.750	7,9	61,1
Primer empleo	221.718	9.081	4,3	-2.322	-1,0	9,8
Por sexos						
Hombres	935.597	50.458	5,7	126.338	15,6	41,4
Mujeres	1.326.328	81.920	6,6	53.079	4,2	58,6
Por edades						
Menores de 25 años	262.507	22.124	9,2	8.622	3,4	11,6
Resto de edades	1.999.418	110.254	5,8	170.795	9,3	88,4
TOTAL	2.261.925	132.378	6,2	179.417	8,6	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

Precios

El IPC marca la cota máxima desde 1995

En el primer mes del año el índice de precios de consumo (IPC) continuó la escalada iniciada en el último cuatrimestre de 2007 impulsada por el encarecimiento del petróleo y de los alimentos. La tasa de variación interanual se elevó una décima en enero hasta el 4,3%, anotando el nivel máximo de los últimos doce años. En cambio, el núcleo más estable de la inflación, la denominada subyacente, que se calcula excluyendo a los elementos más volátiles como los productos energéticos y los alimentos no elaborados, descendió 2 décimas hasta el 3,1%.

Los productos energéticos continuaron subiendo, y en mayor medida en tasa interanual al compararse con un periodo de descenso al principio de 2007. Así, el precio de los mismos se elevó el 13,4% en relación con enero de un año antes. Los carburantes y combustibles ascendieron el 16,9% en los últimos doce meses. Dentro de este grupo el aumento del gas fue de la mitad, del 7,0%. Por su parte, el precio de la electricidad se incrementó el 3,2%. De esta forma, el impacto de la subida de los productos energéticos fue de dos décimas en la tasa de variación interanual del IPC de enero.

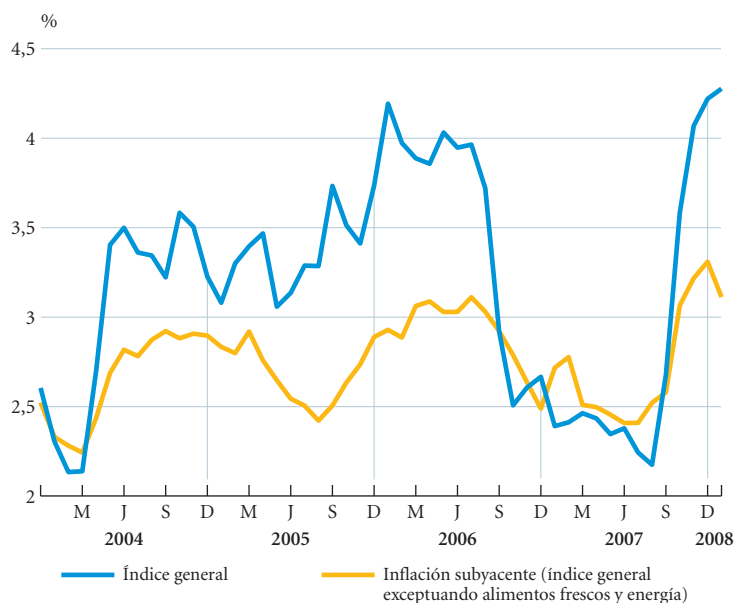
También los alimentos frescos tuvieron un efecto inflacionista en el primer mes

La tasa de variación interanual del IPC sube una décima hasta el 4,3% en enero...

...debido al encarecimiento de los productos energéticos...

DISMINUCIÓN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2007			2008		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2006	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2007	% variación anual
Enero	-0,7	-0,7	2,4	-0,6	-0,6	4,3
Febrero	0,1	-0,6	2,4			
Marzo	0,8	0,1	2,5			
Abril	1,4	1,5	2,4			
Mayo	0,3	1,8	2,3			
Junio	0,2	2,0	2,4			
Julio	-0,7	1,3	2,2			
Agosto	0,1	1,4	2,2			
Septiembre	0,3	1,7	2,7			
Octubre	1,3	3,0	3,6			
Noviembre	0,7	3,8	4,1			
Diciembre	0,4	4,2	4,2			

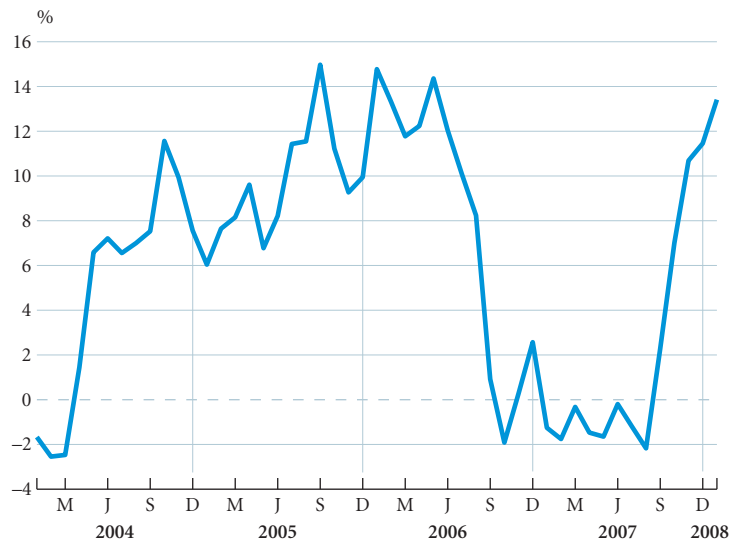
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

del ejercicio al elevarse el 5,5% con relación a doce meses antes, 6 décimas más que en diciembre. Cabe mencionar el aumento anual del 10,5% de los huevos. En cambio, la carne de porcino seguía deprimida, con un ascenso interanual de sólo

el 0,9%. Por su parte, los alimentos elaborados se ralentizaron en cierta medida, aunque presentaban un alza anual del 7,0%. Dentro de este grupo destacaba la subida anual del 28,9% de la leche y del 13,0% del pan. Estos incrementos refleja-

FUERTE ALZA DE LOS PRODUCTOS ENERGÉTICOS EN LOS ÚLTIMOS MESES

Variación interanual de los precios de los productos energéticos



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Enero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación anual	
		2007	2008	2007	2008
Por clases de gasto					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,7	0,2	0,5	2,4	7,0
Bebidas alcohólicas y tabaco	109,7	5,0	2,1	8,9	3,1
Vestido y calzado	95,4	-11,7	-11,9	1,3	0,9
Vivienda	107,2	1,2	1,7	3,9	5,3
Menaje	103,7	-0,2	-0,2	2,9	2,5
Medicina	98,9	0,2	0,4	1,6	-1,9
Transporte	105,4	-0,1	0,1	0,2	7,3
Comunicaciones	100,3	0,5	0,4	-1,3	0,7
Ocio y cultura	98,1	-1,8	-1,4	-0,8	-0,4
Enseñanza	107,4	0,3	0,1	4,6	3,9
Hoteles, cafés y restaurantes	106,9	0,8	0,7	4,6	4,8
Otros	104,8	1,4	0,9	3,8	2,4
Agrupaciones					
Alimentos con elaboración	108,6	1,0	0,7	2,9	7,0
Alimentos sin elaboración	109,1	0,0	0,6	3,5	5,5
Conjunto no alimentario	103,5	-1,1	-1,0	2,2	3,6
Bienes industriales	101,5	-2,8	-2,5	0,6	3,4
<i>Productos energéticos</i>	<i>109,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>1,4</i>	<i>-1,3</i>	<i>13,4</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>109,8</i>	<i>-1,3</i>	<i>0,9</i>	<i>-2,9</i>	<i>16,9</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>98,9</i>	<i>-3,6</i>	<i>-3,8</i>	<i>1,2</i>	<i>0,1</i>
Servicios	105,6	0,6	0,5	3,8	3,7
Inflación subyacente (**)	103,8	-0,8	-1,0	2,7	3,1
ÍNDICE GENERAL	104,7	-0,7	-0,6	2,4	4,3

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ban la escalada de las materias primas agrarias en los mercados internacionales a consecuencia de limitaciones en la oferta y del aumento de la demanda, especialmente la proveniente de países emergentes como China e India.

Pero no todo son aumentos de precios. Gracias a la globalización, a la fortaleza del euro y a una cierta desaceleración de la demanda, los precios de los bienes elaborados no energéticos prosiguieron una senda de moderación hasta marcar sólo

un incremento anual del 0,1%. Las rebajas de invierno fueron un poco más intensas que en el año pasado, con una reducción de los precios de las prendas de vestir en el mes del 13,1% y del 8,0% en el calzado. También disminuyeron un 0,7% los precios de los automóviles, en un esfuerzo por potenciar unas ventas flojas.

Igualmente, los servicios también tuvieron un impacto positivo sobre la inflación al reducirse su tasa de inflación anual una décima hasta el 3,7% a pesar de que una me-

...y al aumento del precio de los alimentos frescos, cuya contribución al alza...

LA INFLACIÓN DE LOS BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS CASI SE ANULA

Variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

...supera al impacto negativo de los bienes elaborados no energéticos y de los servicios.

Las perspectivas para el IPC son de una gradual desaceleración a lo largo del año, si el petróleo no lo impide.

Los precios industriales experimentan la mayor subida interanual desde 1995.

nor reducción en enero de los viajes organizados elevara su tasa de variación interanual hasta el 3,6% desde el 1,1% de diciembre. En efecto, se produjeron disminuciones de las tasas de variación anuales de los precios de la educación infantil y secundaria, de los servicios médicos, del hogar y de las comunicaciones.

El IPC armonizado con la Unión Europea experimentó una variación anual levemente superior al del IPC general de España, hasta el 4,4%. De este modo, el diferencial con la zona del euro se mantuvo en 1,2 puntos porcentuales, más del doble del mínimo de mediados de 2007, pero seis décimas por debajo del máximo de principios de 2006.

La evolución alcista del IPC podría hallarse cerca del máximo anual, como refleja el descenso de la inflación subyacente en enero. De todas formas, persistirán probablemente presiones alcistas por parte de los alimentos, dadas las condiciones de oferta y demanda en los mercados mundiales. Con todo, si no

se produce un repunte del precio del petróleo, la inflación tenderá gradualmente a la baja influida por la desaceleración de la demanda.

Presiones alcistas de los precios mayoristas

En el último periodo han continuado las presiones alcistas de los precios mayoristas. Éstas provienen mayormente del encarecimiento de las materias primas en los mercados internacionales debido a distintas razones de oferta y demanda.

Los precios industriales subieron el 6,6% en los doce últimos meses hasta enero de 2008. Se trata de la mayor alza interanual desde 1995. El componente que mostraba mayores tensiones era el energético, con un alza del 13,3% respecto a enero de 2007, a consecuencia de la escalada del crudo. También el resto de bienes intermedios presentaba presiones alcistas, con un aumento del 5,7% debido al encarecimiento de otras materias primas. Este

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											
Noviembre	0,8	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	2,5	0,0	-0,3	8,9	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	7,3	-
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	6,8	-
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	0,2	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	4,2	-
Agosto	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	-2,9	0,7	1,5	0,4	3,9	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	0,1	1,9	-
Noviembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,1	0,9	-0,1	0,8	2,9
Diciembre	...	5,9	4,8	2,9	4,9	11,6	5,0	1,2	-0,1	0,9	-
2008											
Enero	...	6,6	5,4	2,7	5,7	13,3	...	...	...	...	-

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

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

tensionamiento también se transmitió en cierta medida a los bienes de consumo, con un incremento anual del 5,4%. El único componente que en enero tenía una inflación menor que al final de 2007 eran los bienes de equipo, del 2,7%, gracias a la fuerte competencia global y a los aumentos de la productividad.

También los precios de importación reflejaron un fuerte repunte en los últimos meses de 2007 que los llevó desde apenas una tasa de variación anual del 0,2% en abril hasta el 5,0% al final del año. No obstante, este remonte se debió casi ex-

clusivamente a la subida del 28,6% de la energía. El resto de componentes presentaba bajas cotas de inflación gracias en parte a la apreciación del euro.

Finalmente, los últimos datos disponibles hasta noviembre de los precios percibidos por los agricultores también experimentan importantes ascensos hasta el 15,7% en promedio. Las mayores alzas correspondían a los productos ganaderos como la leche, con elevaciones del 36,3%. En cambio, los precios del ganado de abasto se mantenían deprimidos, con una caída del 2,9% en el último año.

Fuerte alza de los productos ganaderos, mientras que los precios del ganado de abasto permanecen deprimidos.

Sector exterior

El déficit comercial sigue aumentando en 2007.

Fuerte dinamismo comercial con los países emergentes.

El déficit comercial en 2007: nuevo máximo histórico

En 2007, el déficit comercial ascendió a 98.952 millones de euros, una cifra un 10,3% superior a la registrada en 2006 y equivalente a un 9,4% del producto interior bruto. Aunque el desequilibrio comercial es el máximo histórico, cabe mencionar como nota positiva que 2007 es el segundo año consecutivo en el que el aumento del desequilibrio es menor que el anotado un año antes, síntoma de una incipiente corrección.

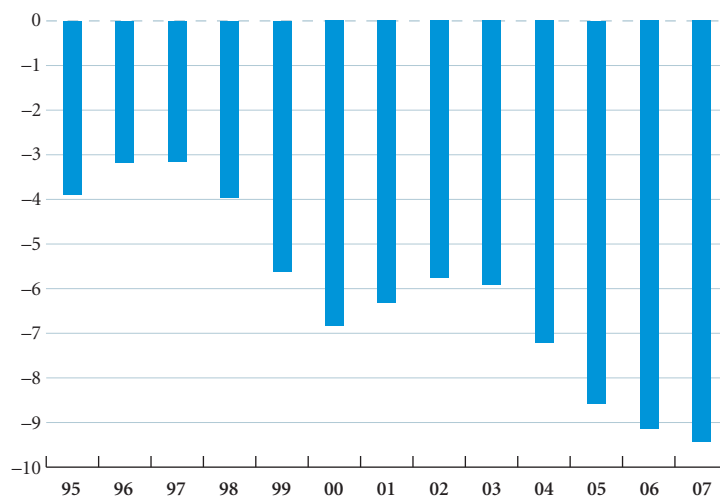
El tirón de las importaciones (crecen un 8% en 2007), combinado con la expansión insuficiente de las exportaciones (avance del 6,8%), ha provocado que la tasa de cobertura se redujese en dicho

2007 dos décimas porcentuales, hasta el 64,7%. Como ha sucedido en los últimos ejercicios, el fuerte crecimiento de la demanda nacional (superior al 4% en 2007) se encuentra tras el impulso de las compras al exterior.

Por productos, cabe destacar que el principal grupo, el de los bienes intermedios no energéticos, que representa grosso modo la mitad tanto de las exportaciones como de las importaciones, ha sido también el más dinámico. Así, en 2007, las exportaciones de dicho grupo crecieron un 12% y las importaciones un 11%. A cierta distancia, los intercambios comerciales de los bienes de consumo alimentarios registraron también tasas de avance significativas (6% las exportaciones; 9% las importaciones).

EL DÉFICIT COMERCIAL, POR ENCIMA DEL 9% DEL PIB

Saldo de la balanza comercial en porcentaje del producto interior bruto



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

COMERCIO EXTERIOR

Enero-diciembre 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	41.788	2,6	14,9	7.918	4,9	4,4	-33.870	18,9
Bienes de consumo	76.977	6,1	27,4	64.814	2,9	35,7	-12.163	84,2
<i>Alimenticios</i>	15.831	8,7	5,6	21.077	6,0	11,6	5.246	133,1
<i>No alimenticios</i>	61.146	5,1	21,8	43.737	-2,4	24,1	-17.409	71,5
Bienes de capital	29.705	7,1	10,6	16.755	-1,8	9,2	-12.949	56,4
Bienes intermedios no energéticos	131.961	11,3	47,1	91.991	11,8	50,7	-39.970	69,7
Por áreas geográficas								
Unión Europea 25	165.729	8,5	59,1	127.146	5,5	70,1	-38.583	76,7
<i>Zona del euro</i>	138.390	9,0	49,3	101.512	5,8	55,9	-36.878	73,4
Otros países	114.701	7,4	40,9	54.332	10,0	29,9	-60.369	47,4
<i>Rusia</i>	7.893	7,5	2,8	2.086	38,2	1,1	-5.807	26,4
<i>EEUU</i>	9.927	17,1	3,5	7.569	0,9	4,2	-2.358	76,2
<i>Japón</i>	6.039	3,4	2,2	1.331	-1,2	0,7	-4.708	22,0
<i>América Latina</i>	14.689	0,8	5,2	10.056	-3,6	5,5	-4.633	68,5
<i>OPEP</i>	21.508	-4,1	7,7	5.430	20,8	3,0	-16.078	25,2
<i>Resto</i>	54.646	13,5	19,5	27.861	15,7	15,4	-26.785	51,0
TOTAL	280.431	8,0	100,0	181.479	6,8	100,0	-98.952	64,7

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

Los mercados internacionales de referencia siguieron siendo, un año más, los europeos. Así, la Unión Europea (UE) fue destino del 70% de las exportaciones y origen del 60% de las importaciones. Ello no obstante, cabe destacar que en un enfoque temporal más amplio, la UE ha perdido cuatro puntos porcentuales en los últimos cuatro años como mercado principal de exportación y seis puntos porcentuales como mercado de importación. Esto se debe, fundamentalmente, a la importancia creciente de tres áreas geográficas: la Europa no comunitaria, América y Asia. Concretamente, desde la perspectiva de la exportación, en 2007, mercados como Rusia, India y los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo exhibieron tasas de avances muy significativas. Por lo que se refiere a las zonas de importación, cabe

destacar los importantes incrementos de China, India y Brasil.

Balanza de pagos: desequilibrio corriente en ralentización

En noviembre, la balanza por cuenta corriente alcanzó un déficit de 11.638 millones de euros, una cifra un 13,3% mayor a la exhibida un año antes. La principal responsable del aumento del desequilibrio fue la ampliación del déficit de la balanza de rentas. Menor incidencia tuvieron la disminución del superávit de servicios y la minoración de los déficit de las balanzas de transferencias corrientes y de bienes.

Más allá de esta evolución puntual, ¿cuáles son las tendencias de fondo? Toman-

El déficit corriente, aunque todavía crece, se desacelera.

BALANZA DE PAGOS

Noviembre 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	-79.191	6,3	-84.820	-3.967	4,9
Servicios					
<i>Turismo</i>	26.475	1,1	27.741	335	1,2
<i>Otros servicios</i>	-4.735	-3,2	-5.144	114	-2,2
Total	21.740	2,1	22.597	449	2,0
Rentas	-29.763	42,6	-29.869	-6.960	30,4
Transferencias	-9.682	32,5	-8.131	-1.207	17,4
Total	-96.897	19,0	-100.222	-11.685	13,2
Cuenta de capital	3.640	-13,0	5.629	-574	-9,3
Balanza financiera					
Inversiones directas	-38.387	-24,1	-43.336	13.521	-23,8
Inversiones de cartera	105.229	-46,2	108.085	-97.444	-47,4
Otras inversiones	17.776	-	25.470	67.004	-
Total	84.619	-16,8	90.219	-16.919	-15,8
Errores y omisiones	-3.221	26,4	-3.583	-1.398	64,0
Variación de activos del Banco de España	11.859	-	7.958	30.576	-

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.

Las entradas de inversiones en cartera se frenan.

do las cifras de acumulado de los últimos doce meses hasta noviembre, se verifica que el desequilibrio corriente ha tendido a crecer a un ritmo menor, ya que ha pasado de situarse en niveles de 98.853 millones de euros del mes anterior a los actuales 100.222 millones. En términos interanuales, este desequilibrio pasa de crecer un 18,9% en los doce meses que finalizan en octubre de 2007 a hacerlo un 13,2% en el acumulado de doce meses hasta noviembre de 2007. Este movimiento se debe a que la balanza de transferencias ha estabilizado su déficit mientras que los restantes desequilibrios (balanzas de rentas y comercial) se han reducido y el superávit de servicios se ha ampliado.

Por lo que se refiere a los flujos financieros, cabe destacar que las salidas netas de inversiones directas se cifraron, en saldo acumulado de doce meses, en 43.336 millones de euros, un valor un 24% menor al registrado un año antes. Por su parte, las entradas netas de inversiones en cartera son aproximadamente la mitad que las existentes un año antes, alcanzando los 108.085 millones de euros.

Este fuerte ajuste apunta a una de las cuestiones del momento, la del impacto de la crisis *subprime* en la capacidad de financiación de la economía española en los mercados financieros internacionales. Desde agosto pasado las entradas de inversiones en cartera materializadas en

bonos y obligaciones (en saldo acumulado de doce meses) se han ajustado fuertemente a la baja, un proceso que se prolonga sin visos de detenerse hasta noviembre. En una escala netamente menor, las entradas de fondos realizadas en instrumentos del mercado monetario

también flexionan a la baja desde el inicio de la crisis financiera. Por el contrario, las inversiones en cartera materializadas en acciones y fondos de inversión repuntaron en agosto manteniendo desde esa fecha una tendencia positiva pero plana.

¿Es posible determinar quién hace trampas con el tipo de cambio?

Abril de 2005. Los senadores norteamericanos Schumer y Graham acusan a las autoridades chinas de mantener un tipo de cambio infravalorado, y proponen un arancel del 27,5% sobre la importación de productos chinos. De esta manera pretenden corregir la desventaja competitiva de los productos norteamericanos frente a las importaciones chinas. Para evitar una guerra comercial con el gigante asiático, la administración Bush se posiciona en contra del arancel y la propuesta no se aprueba. A pesar de que el renminbi chino se ha apreciado un 15% respecto al dólar desde entonces, son recurrentes las quejas de algunos políticos y empresarios americanos (europeos también) que proponen medidas contra aquellos países que, a su entender, «manipulan» su tipo de cambio para competir con ventaja en los mercados internacionales. Por su parte, las autoridades chinas se defienden alegando que no está claro que su moneda esté infravalorada y que, de todas maneras, se ha apreciado significativamente en los últimos dos años. El debate está servido y lo cierto es que es muy difícil estimar con exactitud el tipo de cambio «justo» de una moneda.

A petición de las partes, sobre todo de Estados Unidos, el Fondo Monetario Internacional (FMI) se ha erigido en una especie de árbitro que evalúa la posible manipulación de los tipos de cambio por parte de los países miembros de la organización. Un artículo reciente explica las metodologías que se utilizan para intentar dilucidar cuál es el tipo de cambio de equilibrio de cada país, admitiendo la dificultad de la tarea⁽¹⁾. En general, las distintas metodologías se centran en evaluar el Tipo de Cambio Efectivo Real (TCER), un número índice que se construye como una media ponderada de los tipos de cambio de una moneda frente a la de sus principales socios comerciales y que tiene en cuenta el nivel de precios en cada uno de los países. Es decir, es un tipo de cambio real ponderado. En la práctica, se observa que los TCER de países con tasa de crecimiento de la productividad similares tienden a fluctuar en torno a un valor más o menos constante a lo largo del tiempo, porque a largo plazo los precios de un mismo bien tienden a igualarse entre países con características similares. Sin embargo, las desviaciones respecto a este valor pueden llegar a ser importantes y pueden pasar años hasta corregirse totalmente.

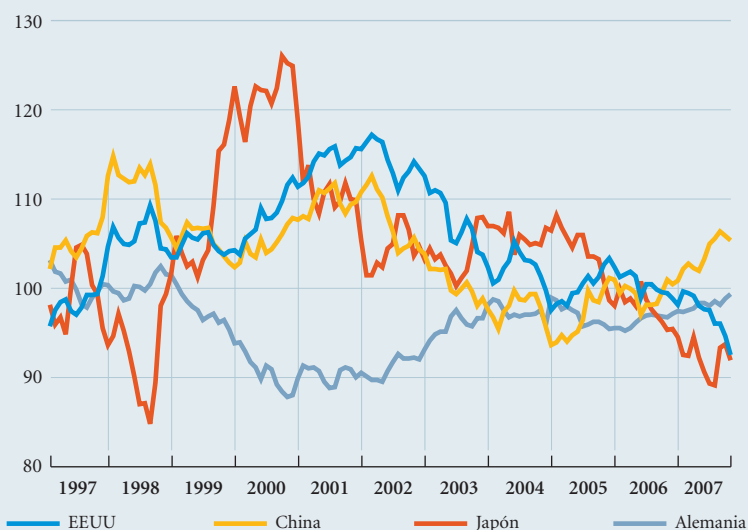
La metodología más simple que se utiliza para evaluar un tipo de cambio (entiéndase el TCER) es la de comparar su valor actual con la de su promedio a largo plazo, que se puede considerar su valor «de equilibrio». El siguiente gráfico muestra la evolución del TCER para las principales economías. Las distintas series se han normalizado de manera tal que su promedio en los últimos 20 años sea 100. ¿Qué nos revela este gráfico? En primer lugar, las monedas que parecen estar más infravaloradas serían el dólar y el yen, con un valor alrededor del 10% por debajo de su media histórica. El euro estaría en su valor de largo plazo, mientras que la moneda china, el renminbi, ¡estaría un 5% sobrevalorado!

(1) Véase «Methodology for CGER Exchange Rate Assessments», Fondo Monetario Internacional, noviembre de 2006, Washington, DC, EEUU.

¿Cómo se entienden entonces las críticas estadounidenses a la política cambiaria china? Los economistas reconocen que la metodología anterior no es muy útil para comparar países que no son muy similares. Hay varios motivos para ello. Es un hecho bastante establecido que los países emergentes que experimentan un proceso de apertura tienen tasas de crecimiento de la productividad más altas que los países industrializados, como es el caso de China e India, y sus tipos de cambio deberían mostrar una tendencia a la apreciación. Por lo tanto, los senadores Schumer y Graham y sus seguidores responderían ante la evidencia del siguiente gráfico que si bien es cierto que el TCER chino se ha apreciado, éste debería hacerlo aún más.

LOS TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES SE ACERCAN A SU VALOR DE LARGO PLAZO

TCER, Promedio 1987-2007 = 100



FUENTE: FMI.

Además, el valor del tipo de cambio a medio plazo también depende de las políticas económicas que adoptan los países. Por ejemplo, si un país lleva a cabo una política fiscal expansiva, el aumento de la demanda interna tenderá a provocar un déficit comercial. Por lo tanto, será necesaria una depreciación de su moneda para impulsar las exportaciones y encarecer las importaciones de forma que se regrese a una situación de balance externo. Este sería el caso de los EEUU, y por ello algunos analistas sugieren que el dólar debe depreciarse aún más.

Estos dos ejemplos ponen de manifiesto la necesidad de un enfoque más sofisticado para dictaminar el valor «correcto» de una moneda. Por ello, el FMI dispone de una batería de modelos que tienen en cuenta los efectos que hemos discutido en el párrafo anterior. También se incluyen otros efectos, como por ejemplo, aquellos que se derivan de los precios de materias primas para aquellos países que son grandes exportadores e importadores, o de consideraciones de sostenibilidad de la deuda externa a largo plazo, por mencionar algunos.

¿Y qué dice el FMI acerca de los tipos de cambio de las principales monedas? Para la divisa estadounidense estima una ligera sobrevaloración, de hasta un 10%, y por tanto el dólar aún se debería depreciar ligeramente para

mejorar la posición externa de los EEUU⁽²⁾. En el caso del euro, el FMI indica que está cercano a su valor de equilibrio basado en la posición externa de la economía europea. En el caso de Japón y China, el FMI menciona que sus monedas están infravaloradas pero evita mojarse dando valores numéricos. Estas omisiones reflejan la gran tensión política que genera el tema del tipo de cambio, especialmente el tipo de cambio bilateral con el dólar.

En definitiva, con las herramientas actuales parece posible diagnosticar, aunque sea de forma imprecisa, el grado de infravaloración o sobrevaloración de una moneda. Otro tema es quién debería arbitrar las disputas internacionales en torno a la manipulación de los tipos de cambio y si se deberían imponer medidas sobre los países sospechosos de manipulación. Parece razonable que el FMI o la Organización Mundial del Comercio (OMC) sean los árbitros. Pero es de esperar que aquellos países que eligen un tipo de cambio infravalorado como parte de su estrategia de desarrollo económico se opongan con energía a que se dote a estos organismos de herramientas suficientes para sancionar.

(2) Véase Isard, P., «Equilibrium Exchange Rates: Assessment Methodologies», Documento de Trabajo del FMI 07/296. Washington, DC, EEUU.

Sector público

Las administraciones públicas logran el mayor superávit de las últimas décadas

La fuerte expansión de la economía en 2007 se tradujo en un notable superávit de las administraciones públicas de 23.368 millones de euros, lo que representa el 2,23% del producto interior bruto (PIB). Se trató del tercer superávit anual consecutivo y la mayor cota de las últimas décadas. De esta forma, el peso de la deuda pública en relación con el PIB continuó reduciéndose hasta el 36,2% del PIB, el nivel más bajo de los últimos veinte años.

El superávit del conjunto de las administraciones públicas en 2007 contó con la importante contribución del 1,29% del

PIB de la administración central, más del doble que en el año precedente. La aportación de las administraciones de la Seguridad Social fue similar, del 1,25% del PIB, si bien esta ratio fue levemente inferior a la de 2006. Los superávits alcanzados en los últimos años permitieron que el fondo de reserva de la Seguridad Social alcanzase 45.716 millones de euros al final de 2007. Esta cantidad supone el 4,35% del PIB. Además, el día 8 de febrero el Consejo de Ministros aprobó una dotación de 4.700 millones de euros. Por otra parte, los saldos de las comunidades autónomas y las locales arrojaron ligeros déficits.

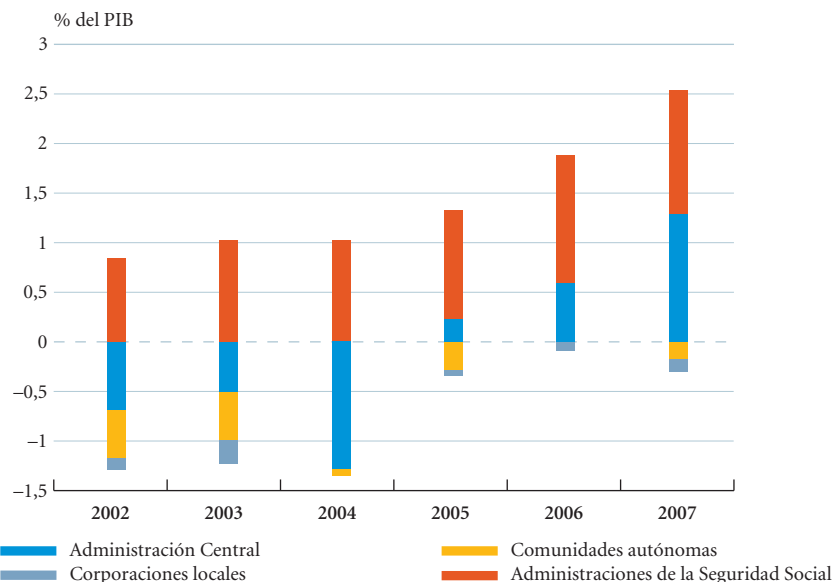
El aumento de la capacidad de financiación del Estado se debió en gran medida a la buena marcha de los ingresos tributa-

El peso de la deuda pública disminuye hasta el nivel más bajo de los últimos veinte años.

Aumento de la presión tributaria a pesar de la reforma de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de sociedades.

MEJORA DEL SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Saldo de las administraciones públicas



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

rios, que crecieron por encima del PIB nominal, con lo que la presión fiscal registró un incremento. Los impuestos directos y las cotizaciones sociales se elevaron el 18,1%. La recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas aumentó el 15,7%, mostrando el impacto limitado de la reforma que entró en vigor en enero de 2007. Por su parte, los ingresos provenientes del impuesto de sociedades ascendieron el 20,5%, lo que también evidencia el reducido efecto del nuevo régimen de este impuesto.

Los impuestos indirectos subieron el 3,4% en 2007. Ello fue debido mayormente a que su principal figura, el impuesto sobre el valor añadido (IVA) sólo creció el 2,2%, afectado en parte por la ralentización del consumo privado. Los impuestos especiales se incrementaron bastante más, el 6,4%. De ellos, el que experimentó una mayor alza fue el que grava las labores del tabaco, que ascendió el 12,8%.

Los pagos no financieros del Estado en 2007 subieron el 7,2%. Los gastos de personal aumentaron el 6,6%. La subida de los gastos corrientes en bienes y servicios fue muy superior, del 17,2%, reflejando la incidencia de gastos por la celebración de elecciones. Las inversiones reales ascendieron el 11,8% y las transferencias de capital el 23,5%. Los gastos financieros fueron la única gran partida que bajó, el 6,9%, debido al calendario de vencimientos de la deuda pública.

En 2008 probablemente el superávit público se reducirá debido a una coyuntura menos expansiva, que comportará mayores gastos de cobertura del desempleo. Los datos conocidos de la evolución presupuestaria de enero de 2008 abundan en este sentido. Así, la capacidad de financiación en términos de contabilidad nacional, con criterios contables de derechos y obligaciones, disminuyó del 0,28% hasta el 0,13% del PIB en el primer mes del ejercicio actual.

La recaudación del impuesto sobre el valor añadido se modera por la ralentización del consumo privado.

En 2008 el superávit público probablemente se reducirá por una coyuntura menos expansiva.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Diciembre 2007

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	11.431	20,5	159.839	12,7
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	4.101	5,4	72.614	15,7
Impuesto de sociedades	4.283	22,4	44.823	20,5
IVA	2.580	28,1	55.851	2,2
Impuestos especiales	1.652	3,2	19.787	6,4
Resto	2.980	28,1	21.169	18,5
Total	15.596	17,0	214.244	12,1
Pagos no financieros	15.400	2,1	139.704	7,2
Saldo de caja	-3.969	-29,1	20.135	75,5
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-11.942	-20,0	13.523	209,1

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

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Ahorro y financiación

La financiación al sector privado crece un 16% en 2007

Los tipos de interés de los préstamos y créditos al sector privado en el año 2007 continuaron la trayectoria alcista iniciada en la segunda mitad de 2005 trasladando paulatinamente las subidas del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo. No obstante, en el último trimestre los tipos de interés crediticios prácticamente se estabilizaron al difuminarse las expectativas de nuevas elevaciones del tipo de interés de referencia de la zona del euro. De esta forma, el tipo de interés promedio de los préstamos a empresas y familias terminó el año en el 6,03%, con un incremento de 0,9 puntos porcentuales.

De hecho, en términos reales el tipo de interés de los créditos finalizó 2007 por debajo del nivel del año precedente, puesto que la tasa de inflación se situaba 1,5 puntos porcentuales por encima.

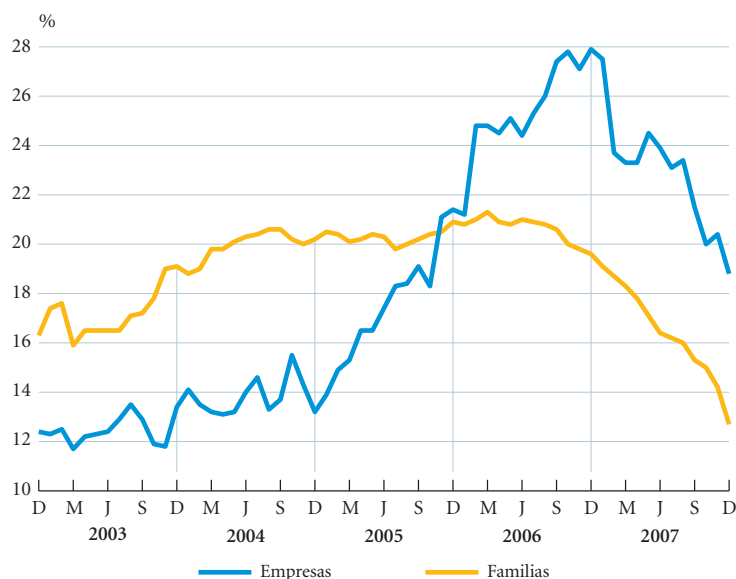
A pesar de este descenso de los tipos de interés en términos reales, en los tres últimos meses de 2007 prosiguió el endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito según los datos de la última encuesta sobre préstamos bancarios publicada por el Banco de España. Según la misma, la restricción fue más acusada en las operaciones con las empresas y con los hogares para la compra de vivienda. Esta evolución fue motivada principalmente por cambios en la percepción de los ries-

Suben los tipos de interés crediticios en términos nominales en 2007.

Endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito según la última encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España.

FUERTE MODERACIÓN DE LA FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS Y A LAS FAMILIAS

Variación interanual de la financiación a las empresas y a las familias



FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Diciembre 2007

	Saldo	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	
Crédito comercial	90.818	5.442	6,4	5,2
Deudores con garantía real (*)	1.068.373	145.397	15,8	60,7
Otros deudores a plazo	497.913	83.324	20,1	28,3
Deudores a la vista	40.582	6.469	19,0	2,3
Arrendamientos financieros	46.293	5.580	13,7	2,6
Créditos dudosos	16.236	5.377	49,5	0,9
TOTAL	1.760.215	251.589	16,7	100,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

gos económicos, así como por unos mayores costes de financiación y una menor disponibilidad de recursos en los mercados mayoristas a causa de las turbulencias en los mercados financieros a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Por otro lado, también se constata una disminución generalizada de la demanda.

En este marco, la financiación al sector privado en los últimos meses de 2007 intensificó la desaceleración iniciada en el ejercicio anterior. Así, su tasa de variación anual bajó hasta el 16,1% en diciembre de 2007, 8,1 puntos porcentuales menos que doce meses antes. Con todo, se trata de un alto ritmo de crecimiento anual, superior al del conjunto del área del euro. Las perspectivas para 2008 son de una continuación de la ralentización, teniendo en cuenta la moderación prevista de la demanda interna. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España prevé un endurecimiento de las condiciones financieras en los primeros meses de 2008.

Los fondos destinados a las empresas no financieras experimentaron una fuerte aminoración de su ritmo de crecimiento. Así, subieron el 18,8% en 2007, 9,1 pun-

tos menos que en el año precedente. La ralentización se apreció en todas las modalidades de financiación. Los arrendamientos financieros, que se destinan a inversión, aumentaron el 13,7%, menos que el total, pero su desaceleración fue menos marcada, resultando sólo 2,7 puntos menos que doce meses antes.

El endeudamiento de las familias también mostró síntomas de agotamiento. Así, la financiación a los hogares se incrementó el 12,7%, 6,9 puntos por debajo de la tasa de 2006. La principal contribución a esta desaceleración provino de la vivienda, que pasó de un aumento anual del 20,4% en 2006 al 13,2% en 2007. El aumento del esfuerzo para la adquisición de una casa, a causa de la elevación del precio de las viviendas y de los tipos de interés, forzó una moderación de la demanda efectiva. Pero el resto de préstamos a los particulares también experimentó una ralentización similar, con un crecimiento anual del 11,2% en 2007.

Por entidades, la banca mantuvo su cuota en el 43,6% del total, truncando la tendencia descendente de los últimos años. Las cajas de ahorros elevaron livianamente su participación en este segmento del mercado hasta el 47,3%. Las coopera-

Las perspectivas para 2008 son de una continuación de la ralentización de los créditos al sector privado.

Leve repunte de la tasa de morosidad en 2007, pero se mantiene por debajo del 1%.

tivas de crédito continuaron con un porcentaje del 5,2% del total, mientras que el resto de las entidades financieras lo redujo en tres décimas.

El cambio de fase del ciclo financiero también se percibe en la evolución de la morosidad. La tasa de dudosa repuntó muy suavemente hasta situarse en el 0,92%, tan sólo dos décimas por encima del mínimo histórico de diciembre de 2006. Así, se mantuvo por debajo del 1% y es sensiblemente inferior a la media europea. Para 2008 se prevé una lógica remontada partiendo de niveles muy bajos, pero las entidades financieras españolas están respaldadas por elevadas provisiones para estos riesgos.

Los ahorradores prefieren los depósitos a plazo

La desaceleración del crédito ha tenido su reflejo en la ralentización del crecimiento de los depósitos bancarios captados por las entidades financieras en 2007. Así, los depósitos del sector privado en las entidades financieras aumentaron el 15,6% el pasado año, 9,5 puntos menos que en el ejercicio anterior. Esta moderación del ritmo de crecimiento de los depósitos

ocurrió a pesar de las campañas de las entidades financieras para su captación. Esto comportó un aumento de las remuneraciones, pero con todo la retribución media se situaba por debajo del nivel de la inflación al final del año.

No obstante, el tipo de interés de los depósitos a plazo se elevó en mayor medida hasta el 4,4% en diciembre, superando a la tasa de inflación. Y precisamente las cuentas a plazo hasta dos años fueron la modalidad que experimentó una mayor expansión, con un incremento anual del 43,1%. También fueron favorecidas por la supresión de las discriminaciones fiscales según el tipo de producto y plazo desde enero de 2007 con el nuevo régimen tributario del ahorro. Las cuentas a la vista, en cambio, disminuyeron su saldo un 2,3%, afectadas por bajos tipos de interés.

Los bancos continuaron recuperando terreno en este apartado del pasivo hasta situar su cuota en el 41,9%, mientras las cooperativas de crédito y las cajas disminuían un poco su participación. Sin embargo, las cajas de ahorros se mantenían en primera posición en este segmento del mercado con una participación del 51,6%.

Los depósitos del sector privado crecen el 16% en 2007, 9 puntos menos que en el año anterior.

Las cuentas a plazo a menos de dos años se elevan el 43% en 2007 con el nuevo régimen fiscal de ahorro.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Diciembre 2007

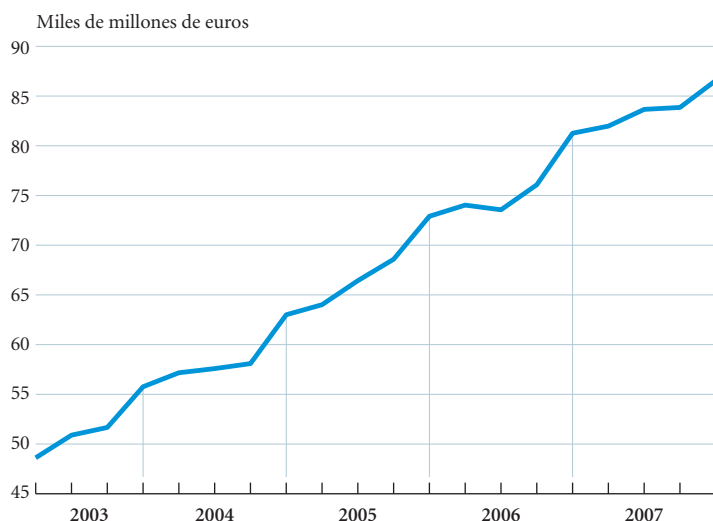
	Saldo	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (*)	438.057	-10.280	-2,3	33,1
A plazo hasta 2 años	352.706	106.300	43,1	26,7
A plazo a más de 2 años	402.004	69.155	20,8	30,4
Cesiones temporales	85.611	1.787	2,1	6,5
Total	1.278.378	166.962	15,0	96,7
Depósitos en monedas no euro	43.844	11.127	34,0	3,3
TOTAL	1.322.222	178.089	15,6	100,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

CONTINÚA LA PROGRESIÓN ASCENDENTE DE LOS FONDOS DE PENSIONES

Patrimonio total de los fondos de pensiones



FUENTE: Inverco.

Enero fue un mes negativo para los fondos de inversión mobiliarios, que sufrieron unas pérdidas del 5% en su patrimonio hasta 226.853 millones de euros y una reducción del número de partícipes también del 5%. Las retiradas netas de fondos fueron elevadísimas, totalizando 7.796 millones de euros. En general, dado un comportamiento desfavorable en los mercados de renta variable, los ahorradores mostraron aversión al riesgo y se refugiaron en los fondos de renta fija a corto plazo y en los depósitos bancarios.

Por otra parte, el volumen de activos de los fondos de pensiones se situó al final de 2007 en 86.561 millones de euros. Esta

cantidad representa un aumento anual del 6,5%. A diferencia de los fondos de inversión, las aportaciones netas a los fondos de pensiones en 2007 resultaron positivas por un montante de 3.086 millones de euros. Es lógico que el crecimiento de las aportaciones a los planes de pensiones sea más constante que los flujos netos a los fondos de inversión, al tratarse de un instrumento que tiene una finalidad a largo plazo. Así, aunque el rendimiento medio anual resultó decepcionante en 2007, con un 2,1%, en una perspectiva a largo plazo superó ampliamente a la inflación, con una rentabilidad anual media del 6,35% en los últimos diecisiete años.

Ante las caídas bursátiles, los ahorradores se refugian en los fondos monetarios a corto plazo y en los depósitos.

Los fondos de pensiones logran una rentabilidad media del 6,35% en los últimos diecisiete años.

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

Marzo 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

CICLO DE CONFERENCIAS - CAIXAFORUM

¿Cómo nos afecta la globalización de la economía?



COMERCIO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: EVIDENCIAS E IMPLICACIONES

David Weinstein, Universidad de Columbia
26 de marzo (Madrid) y 27 de marzo (Barcelona)

EL RETO DE ÁFRICA EN EL SIGLO XXI

Paul Collier, Universidad de Oxford
14 de abril (Madrid) y 15 de abril (Barcelona)

INDIA: LA HISTORIA DE UN CRECIMIENTO

Mohandas Pai, Infosys
5 de mayo (Madrid) y 6 de mayo (Barcelona)

¿SE PUEDE ADAPTAR EL MODELO SOCIAL EUROPEO A LA GLOBALIZACIÓN?

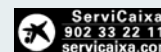
Carlos Solchaga, ministro de Economía y Hacienda, 1985-1993
19 de mayo (Madrid) y 20 de mayo (Barcelona)

Coordina: Servicio de Estudios de "la Caixa"

Más información en: www.laCaixa.es/ObraSocial

Precio de la entrada: 2 € sesión

Venta de entradas:



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.