

Informe Mensual



NÚMERO 312

¿Qué mueve el consumo? Pág. 18

El consumo privado se mueve en función de los ingresos de los hogares, actuales y futuros, y de su patrimonio neto

Casa, vivienda, familia y hogar: dinámica de sinónimos Pág. 44

La evolución del número de hogares es un factor clave en la demanda de vivienda

El gasto de las familias: de la cocina al restaurante... y con el móvil Pág. 58

La composición del gasto de las familias ha experimentado un profundo cambio en las últimas cuatro décadas

Las familias españolas soportan su deuda Pág. 69

Pese al aumento de la deuda, el balance financiero de las familias sigue siendo sólido

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	1,2	1,5	1,9	2,8	2,5	2,3	1,2
Japón	2,4	2,0	1,6	2,9	1,7	1,9	1,7	1,3	1,8
Reino Unido	2,9	3,0	2,1	3,0	3,2	3,1	2,8	2,5	2,1
Zona del euro	2,9	2,6	1,7	3,1	2,4	2,6	2,2	1,8	1,7
<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	1,4	2,2	2,1	1,6	1,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,3	2,8	3,3	2,5	2,5	2,4	4,0	4,1	3,4
Japón	0,2	0,1	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,8	0,3
Reino Unido	2,3	2,3	2,5	2,9	2,6	1,8	2,1	2,4	2,4
Zona del euro	2,2	2,1	2,9	1,9	1,9	1,9	2,9	3,3	3,2
<i>Alemania</i>	1,6	2,3	2,4	1,8	2,1	2,3	3,1	2,9	2,6
<i>Francia</i>	1,7	1,5	2,5	1,2	1,2	1,3	2,3	2,9	2,6
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	2,8	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	9,6	8,5	8,0	8,0	8,6	8,9	9,3
Índice de precios de consumo	3,5	2,8	3,9	2,4	2,4	2,4	4,0	4,4	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	2,0	5,3	5,3	5,1	4,5	2,8	1,9
Repo BCE	2,8	3,9	3,9	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Bonos EEUU 10 años	4,8	4,6	3,2	4,7	4,8	4,6	4,1	3,5	3,1
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	3,9	3,7
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,26	1,38	1,51	1,32	1,35	1,39	1,46	1,53	1,53

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 9 Japón
 - 12 China
 - 14 México
 - 16 Materias primas
- 18 *¿Qué mueve el consumo?*
- 21 Unión Europea
 - 21 Zona del euro
 - 25 Alemania
 - 26 Francia
 - 27 Italia
 - 28 Reino Unido
- 30 Mercados financieros
 - 30 Mercados monetarios y de capital
- 39 Coyuntura española
 - 39 Actividad económica
- 44 *Casa, vivienda, familia y hogar: dinámica de sinónimos*
- 48 Mercado de trabajo
- 53 Precios
- 58 *El gasto de las familias: de la cocina al restaurante... y con el móvil*
- 60 Sector exterior
- 63 Sector público
- 65 Ahorro y financiación
- 69 *Las familias españolas soportan su deuda*

Hogar, dulce hogar

En España se contabilizan más de 16 millones de hogares. En el seno de los mismos se toman las decisiones de consumo, ahorro e inversión que mueven la economía. Por ejemplo, el consumo de las familias en España alcanza cerca del 60% del producto interior bruto, y su crecimiento transcurre paralelo al del conjunto de la economía. Como se apunta en uno de los recuadros que ilustran este Informe Mensual, no se trata de una casualidad. La capacidad de crecimiento del consumo viene determinada por el incremento del producto interior bruto que, a su vez, depende fundamentalmente de variables como el aumento del empleo y las mejoras de productividad.

El consumo de las familias ha evolucionado notablemente a lo largo de los años. El aumento del nivel de vida, la aparición de nuevos productos, el cambio de preferencias y las variaciones en los precios relativos han dado un vuelco a la composición del presupuesto familiar. El cambio más notable en el patrón de consumo ha sido la disminución del peso relativo de los bienes de primera necesidad. Más desahogados económicamente, tendemos a gastar en proporción más en ocio, cultura, hoteles, restaurantes, jamón ibérico o ropa de marca, por ejemplo. Y también en telefonía móvil, algo que hasta hace unos años ni tan siquiera se había inventado...

Además del consumo, otro tipo de decisiones familiares determinan en buena medida el curso del ciclo económico general. Se trata de la compra de la casa o del piso, la principal inversión no financiera que efectúan las familias en la vida. Las estadísticas españolas muestran que la demanda de viviendas está muy ligada a la creación de hogares. Muchos otros factores ayudan a explicar la evolución del inmobiliario, por supuesto, pero como se recoge en otro recuadro de este Informe, el último ciclo expansivo del sector se explica en buena medida por el importante aumento del número de hogares: unos cuatro millones en los últimos diez años. La explicación está principalmente en la emancipación de las generaciones nacidas en los años sesenta y principios de los setenta, el *baby boom* español. Otro factor que también ha actuado en la misma dirección ha sido la masiva llegada de inmigrantes a partir de finales de los noventa, un fenómeno inesperado e imprevisto de gran impacto y repercusión socioeconómica.

Este intenso ritmo de compra de viviendas ha dado lugar a un aumento del endeudamiento de los hogares. La deuda de las unidades familiares se ha duplicado con relación a su renta disponible en los diez últimos años, pasando del 60% al 120% de la misma. Esta evolución ha despertado algunas alarmas, por su intensidad y rapidez. Sin embargo, la situación financiera de las familias sigue siendo sólida. El alza de los precios inmobiliarios y la revalorización de los activos financieros han dado como resultado un aumento de la riqueza de los hogares más elevado que el incremento del endeudamiento de los mismos. Más endeudados pero también más ricos.

Puede objetarse que esto son promedios que a la hora de la verdad no tienen en cuenta a todas aquellas familias que apenas llegan a fin de mes o que pasan apuros para pagar la hipoteca. Descendiendo al detalle, la encuesta financiera de las familias que elabora el Banco de España señala que un alto porcentaje de los hogares con un cabeza de familia de entre 35 y 44 años están endeudados. Los mayores volúmenes de deuda se observan, como es de esperar, entre los más jóvenes, los empleados por cuenta propia y los hogares con dos miembros trabajando. Pero con relación al total de las familias españolas el porcentaje de hogares endeudados es sólo la mitad, por lo que es de esperar que las familias van a seguir siendo el puntal del crecimiento de la economía.

RESUMEN EJECUTIVO

La crisis *subprime*, que empezó en el verano de 2007, sigue dando quebraderos de cabeza a las autoridades monetarias.

La Fed ha recortado los tipos de interés, ha desarrollado numerosas medidas para inyectar liquidez e incluso ha acudido al rescate de un banco privado.

La economía estadounidense puede haber entrado en recesión.

¿De la crisis financiera a la crisis real?

Todo comenzó en plena canícula estival de 2007. Pocos habían oído hablar de las hipotecas *subprime*, un segmento del mercado hipotecario estadounidense orientado a clientes de escasa solvencia crediticia. Ya antes, en febrero, se había encendido alguna señal de alarma, pero pronto fue descartada; ¿cómo iba esa fruslería a afectar al brillante empuje de la economía de Estados Unidos? Transcurrido algo más de medio año desde entonces, está claro que el problema no ha hecho más que aumentar y extenderse, que se ha convertido en una crisis de liquidez y de solvencia y que amenaza con arrastrar a la economía norteamericana hacia la recesión, si no lo ha hecho ya.

Hay que reconocer que las autoridades económicas y monetarias estadounidenses se han esforzado por afrontar el problema con rapidez y contundencia. Desde agosto de 2007, la Reserva Federal ha recortado el tipo de interés de referencia en tres puntos porcentuales, hasta el 2,25%, para paliar la falta de liquidez del sistema monetario. Con esta misma finalidad, ha inyectado importantes sumas de dinero en efectivo mediante los instrumentos a su alcance. Además, ha creado nuevos instrumentos para facilitar liquidez a las entidades financieras. Hasta ahora el resultado no ha sido muy brillante. Persisten los problemas de liquidez en el mercado interbancario y los inversores prefieren canalizar sus fondos hacia activos seguros, como la deuda pública, aunque su rendimiento sea inferior al de los valores privados.

Todas estas actuaciones apenas han paliado el nerviosismo de los mercados, con las bolsas marcando tendencias bajistas, el

dólar en caída libre y un frenazo en el crédito bancario. La peor parte se la llevan las entidades financieras, que han debido hacer enormes provisiones ante las pérdidas de sus balances, lo que se ha traducido en importantes recortes en sus beneficios y su capitalización bursátil. Incluso la Reserva Federal se ha visto obligada a salir al rescate de uno de los principales bancos de inversión de Wall Street, Bear Stearns. Una medida inconcebible hasta no hace mucho, pero que habla a las claras de los riesgos sistémicos de la situación financiera actual en Estados Unidos.

Y mientras, ¿qué sucede en la economía real? Los indicadores económicos disponibles –todavía retrasados– no permiten certificar que nos hallemos ante una recesión. Pero buena parte de los analistas lo da por descontado. La crisis inmobiliaria dura ya dos años, y de momento no amaina. El consumo privado, baluarte de la expansión de los últimos años, empieza a desfallecer, por lo que se ve en el comercio minorista y en los concesionarios de automóviles. El índice de confianza del Conference Board ha caído a mínimos que no se observaban desde hace muchos años. No es extraño, ya que el empleo disminuyó en febrero por primera vez desde los ataques terroristas a las torres gemelas, en 2001, y los salarios no suben. El único frente optimista está en las exportaciones, apoyadas en un dólar cada vez más débil, lo que da un cierto soporte a la inversión en equipo.

Más allá del debate sobre si la recesión de Estados Unidos ha empezado ya, la cuestión más relevante es cómo se va a salir del bache. Las medidas de política monetaria, junto con el plan de la Casa Blanca de estímulo al consumo, pueden paliar algo la

caída, con lo que podemos estar ante una recesión suave, al estilo de las de 1990-1991 o la última de 2001. Pero los desequilibrios que arrastra la economía norteamericana –déficit exterior, deuda de las familias– son demasiado elevados como para pensar que los buenos tiempos van a volver una vez pasada la tormenta, sin más. Tampoco es probable que la laxitud de la política monetaria después de la recesión de 2001, que propició la burbuja inmobiliaria, se vaya a repetir, dado el contexto inflacionista. La recomposición de estos desequilibrios y la estabilización del inmobiliario apuntan a una lenta recuperación a medio plazo.

Fuera de Estados Unidos, la economía mundial prosigue su marcha, con los países emergentes pulsando fuerte y el resto de economías desarrolladas con unas expectativas discretas. Los elevados precios de las materias primas permiten a los países exportadores mantener su flujo de ingresos y sostener su expansión. A la vez, apuntan a que la desaceleración global, pese al bache estadounidense, todavía es suave. El petróleo ha escalado a nuevos máximos históricos, superando limpiamente el nivel psicológico de los 100 dólares por barril, hasta los 106 el *Brent* y los 109 el *West Texas*, a mediados de marzo. Hay que apuntar, con todo, al componente financiero que mueve los precios de las materias primas, puesto que los factores fundamentales no explican determinados movimientos, de manera que es probable que las cotizaciones recuperen niveles más acordes con la coyuntura global.

En este contexto, China se ha quedado como el –único– gran motor de la economía mundial. Los últimos datos de crecimiento, que corresponden al último trimestre de 2007, anotan un ritmo todavía superior al 11%, en términos reales. Algunos indicadores apuntan a una cierta desaceleración, pero el avance del gigante asiático es todavía arrollador. El problema está en los precios. En los últimos meses, la subida del índice de precios de consu-

mo se ha doblado, alcanzando la tasa del 8,7% en febrero. Más relevante es la evolución del componente de alimentos, que se expande a un ritmo del 23%, lo que tiene una incidencia especialmente negativa. China es importador neto de alimentos y su encarecimiento en los mercados mundiales supone un riesgo que sobrepasa el marco puramente económico. Las autoridades chinas han optado por elevar los tipos de interés y el coeficiente de caja, a fin de enfriar algo la economía, pero cuidando de no empujar al alza un tipo de cambio muy beneficioso para sus exportadores.

En Europa las preocupaciones son distintas. En la eurozona, los indicadores confirman que la desaceleración continúa, pero la intensidad de la misma es todavía limitada. El tono del consumo privado es débil y la moral del consumidor, expresada por el índice de confianza, es más bien discreta. Pero de momento se crea empleo e incluso la tasa de paro disminuye. La inversión en equipo apunta a la estabilidad o incluso a un cierto crecimiento. La demanda exterior se ve afectada por la apreciación del euro, que reduce el superávit comercial. Pero las exportaciones alemanas, un auténtico motor para la economía europea, se muestran resistentes al efecto cambiario gracias a su alto nivel competitivo.

La preocupación mayor reside ahora en la subida de los precios de consumo en la zona del euro. El dato preliminar de marzo se ha encaramado hasta una tasa del 3,5%, la más alta desde la creación de la moneda única en 1999. Esta trayectoria ha reforzado el discurso antiinflacionista en el que viene insistiendo el Banco Central Europeo. Se entiende que se trata de un alza causada por la combinación de las tensiones en los mercados de materias primas energéticas y de alimentación. La intensidad de las mismas, sin embargo, hace improbable que antes de finales de año la tasa del IPC se acerque al 2%, que es el umbral deseado por la autoridad de Frankfurt. Por tanto, y a pesar de las ten-

Las economías exportadoras de materias primas se benefician de los altos precios, con un petróleo que ha traspasado la frontera de los 100 dólares por barril.

China crece al 11% pero presenta un aumento importante de la inflación.

La inflación también es una preocupación para el BCE, en un contexto de desaceleración moderada de la actividad.

Después de una prolongada etapa expansiva, la economía española entra en una fase de moderación del crecimiento...

...que se acentúa debido a los efectos de las turbulencias financieras internacionales.

La inflación escala en pocos meses hasta el 4,4%.

siones en los mercados monetarios y de crédito, que también se dan en la eurozona, el BCE ha mantenido inamovibles sus tipos de interés.

Economía española: cae la confianza

La economía española, que ya a principios de 2007 empezó a mostrar señales de desaceleración tras más de diez años de expansión continuada, ha acelerado dicha tendencia. Inevitablemente, el endurecimiento de la situación de los mercados financieros internacionales afecta directamente a una economía cuyo crecimiento ha estado vinculado a la entrada de financiación exterior, que en 2007 ascendió al 10% del PIB.

En particular, el sector de la construcción, y más en concreto, el inmobiliario, se ha visto especialmente afectado por esta coyuntura. A lo largo del año pasado las señales de ralentización se hicieron evidentes, tras una fase expansiva que arrancó a mediados de los noventa y que ha sido, junto al consumo, el puntal del crecimiento hasta ahora. La desaceleración del inmobiliario se ha visto precipitada en los últimos meses por las incertidumbres despertadas por las turbulencias en los mercados financieros y el endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos. La demanda se ha retraído ante las perspectivas de empeoramiento de la coyuntura general y por las tensiones de liquidez que han encarecido el crédito.

El consumo de las familias también ralentiza su crecimiento. En los dos primeros meses las ventas minoristas y las de automóviles muestran resultados negativos. El indicador de confianza de los consumidores marcó en febrero la cota más baja desde 1994, afectado por el deterioro del mercado laboral, unas condiciones financieras menos laxas y la laminación del poder adquisitivo que produce el súbito aumento de las tensiones inflacionistas.

En efecto, por una parte, el empleo sigue creciendo si bien a un ritmo progresivamente menor. Al final de febrero, el número de afiliados en alta laboral en la Seguridad Social ascendía a algo más de 19 millones, 65.179 afiliados más que en el mes anterior. No obstante, la tasa de variación anual continuó disminuyendo y se situó en el 1,6%, frente a un aumento del 3,0% en 2007, lo que ilustra la senda de ralentización en la creación de empleo en el último periodo.

Por otra parte, el índice de precios de consumo ha doblado en pocos meses su tasa de crecimiento interanual, alcanzando el 4,4% en febrero. La citada escalada del precio del petróleo y el encarecimiento de los precios de determinados alimentos son los causantes de esta evolución. El diferencial de inflación con respecto a nuestros socios de la eurozona se mantiene elevado pero no ha aumentado, puesto que se trata fundamentalmente de inflación importada. No obstante, estos elevados niveles inflacionistas crean preocupación por sus eventuales efectos indirectos o de segunda ronda, es decir, por su repercusión sobre salarios, tarifas de transporte u otros productos agrícolas e industriales.

La actividad se encamina, por tanto, hacia un escenario de menor crecimiento y menor creación de empleo. Las previsiones de los analistas convergen en prever un crecimiento de alrededor del 2,5% en 2008, ritmo que de todas formas superaría todavía ampliamente la media de la zona del euro. Ante este ajuste, la economía española cuenta con varios activos, como es un elevado superávit en las cuentas públicas o un sólido sector financiero. En cualquier caso, el gobierno que debe surgir de las elecciones celebradas a principios de marzo probablemente va a tener ante sí la tarea más complicada de los últimos lustros.

31 de marzo de 2008

CRONOLOGÍA

2007

- 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%.
- marzo** 9 El Partido Socialista Obrero Español gana las **elecciones generales**.
14 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube al máximo histórico de 106,54 dólares por barril.
18 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,25%.
31 El **euro** cotiza a 1,581 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.

AGENDA

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).

Mayo

- 6 Índice de producción industrial (marzo). Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
13 IPC (abril).
14 Avance del PIB (primer trimestre). IPC armonizado de la UE (abril).
21 Contabilidad Nacional Trimestral (primer trimestre). Comercio exterior (marzo).
26 Precios industriales (abril).
27 Ingresos y pagos del Estado (abril).
30 Balanza de pagos (marzo).

COYUNTURA INTERNACIONAL

La economía estadounidense tiene un pie en la recesión, pero los mayores riesgos están en el retraso de la recuperación.

Estados Unidos: la confianza desaparece

La palabra crédito viene del latín *credere*, que significa creer. Creer es asimilable a tener confianza, y la confianza es la primera víctima que se ha cobrado la crisis de crédito provocada por las hipotecas *subprime*. En la situación actual, coexisten en Estados Unidos unos indicadores de confianza y de expectativas altamente deprimidos con unos indicadores de actividad que, aun siendo débiles, presentan una imagen mucho menos extrema a corto plazo.

El producto interior bruto (PIB) estadounidense se desaceleró en el cuarto tri-

mestre y creció un 2,5% interanual, un 0,6% anualizado respecto al trimestre anterior. No puede descartarse que en este primer trimestre de 2008 estemos ya en crecimiento negativo, pero los últimos indicadores de actividad no dan un veredicto claro en este sentido. Sin embargo, la pregunta importante no está tanto en la posibilidad de ver crecimientos negativos en la primera mitad de 2008, sino en la duración que pueda tener este periodo de debilidad económica. En este aspecto, los indicadores marcan una clara tendencia bajista que apunta a que dicho periodo no será breve. En todo caso, el consumo privado marcará la tónica y la recuperación de la confianza perdida será el elemento clave para la salida del túnel.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB real	2,9	2,2	1,5	1,9	2,8	2,5	–	...	–
Ventas al por menor	6,2	4,0	3,6	4,0	4,1	4,6	4,0	2,6	...
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	109,9	106,7	105,7	91,2	87,3	76,4	64,5
Producción industrial	4,0	1,9	2,5	1,7	1,6	1,8	2,3	1,0	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	50,5	53,0	51,3	49,6	50,7	48,3	...
Venta de viviendas unifamiliares	–18,0	–26,3	–24,6	–21,2	–26,6	–33,5	–32,5	–29,8	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,5	4,5	4,7	4,8	4,9	4,8	...
Precios de consumo	3,2	2,9	2,4	2,6	2,4	4,0	4,4	4,1	...
Balanza comercial (3)	–758,5	–708,5	–747,4	–734,3	–707,6	–708,5	–709,4	...	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,2	5,3	5,4	5,4	5,4	4,9	3,1	3,1	...
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	82,5	77,9	81,9	79,3	77,0	73,3	73,1	72,6	...

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

ESTADOS UNIDOS: LOS CONSUMIDORES FRENAN EL GASTO

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



NOTA: (*) Serie de tendencia de los datos deflactados por el índice de precios sin energía ni alimentos.
FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

En este sentido, el índice de confianza del consumidor del Conference Board siguió a la baja en marzo, pasando de 76,4 al nivel de los 64,5 puntos, el nivel más bajo desde 1993 descontando el hiato previo a la guerra de Irak. Entre los componentes del citado índice, el componente de la situación actual, aunque retrocedió de forma nítida, no llega a niveles dramáticos. Pero las cosas cambian radicalmente en el componente de expectativas, que bajó hasta niveles que no se frecuentaban desde finales de 1973, cuando el abrupto final de la presidencia de Richard Nixon coincidía con el inicio de la crisis del petróleo de la guerra del Yom Kippur. En comparación, la desaceleración de las ventas al por menor de febrero parece moderada. Éstas, sin incluir los fluctuantes automóviles y el consumo de gasolina, se incrementaron un 2,0% interanual, lo que, descontando las variaciones de precios, apunta a un práctico estancamiento con una marcada tendencia a la baja.

La visión desde el lado empresarial sigue un patrón muy parecido, sin descensos

acusados pero también con clara tendencia bajista. El índice de actividad del Institute for Supply Management (ISM) de febrero para el sector manufacturero descendió hasta los 48,3 puntos, un nivel inferior a 50 que indica cierto predominio de respuestas pesimistas. En el caso del ISM de servicios hubo una recuperación hasta los 50,8 puntos, después del drástico descenso del mes previo. En ambos casos destaca la presión al alza del componente de precios.

Los consumidores tienen razones objetivas para ser pesimistas, tanto en el frente laboral, que atañe a sus ingresos, como en el frente inmobiliario, del que depende en gran parte su riqueza. En febrero se destruyeron 63.000 empleos. Aunque el mercado laboral se ralentiza con relativa lentitud en términos de creación de empleo, en términos de salarios el proceso ha sido más rápido. El poder adquisitivo de la suma de salarios acabó el año 2006 con claras ganancias, pero durante 2007 la desaceleración fue bastante más rápida que en el periodo 1999-2002, cuando hubo la

La confianza del consumidor está bajo mínimos pero las ventas minoristas y el ISM se desaceleran de forma moderada.

El mercado se trabajo se ralentiza y los salarios pierden poder adquisitivo.

La vivienda sigue sin tocar fondo, con los precios de los inmuebles bajando un 11%.

La inflación se modera, pero pese a la desaceleración sigue por encima del 4%.

última desaceleración. Ello es debido a cambios en la tipología de los empleos y al efecto de los precios energéticos. Y es que, en el caso americano, la consecuencia más clara del encarecimiento del petróleo no está en su transmisión a los precios de los otros sectores de la economía sino en la merma de los presupuestos de las familias.

En el segundo frente, el de la crisis inmobiliaria, la disminución del gasto en construcción está mermando casi un punto porcentual de crecimiento económico y no hay indicios de que se haya tocado fondo. Las viviendas iniciadas en febrero cayeron un 28,4% 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 36,1%. Sin embargo, será el precio de los inmuebles el elemento clave para ver la duración de la crisis. El valor de los activos es a la vez muestra y causa de confianza para consumidores y los inversores y, a la vista de la evolución del índice Case-Shiller de precios de la vivienda, las cosas

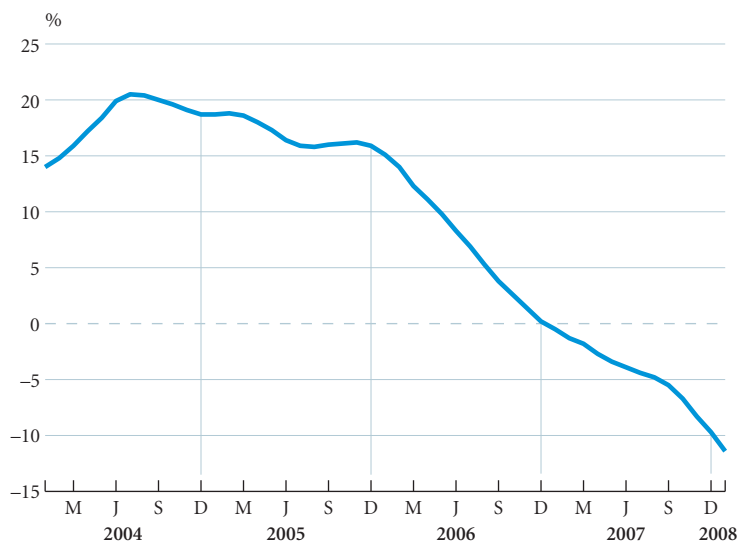
aún van por mal camino. En enero, el índice general retrocedió un 11,4% interanual, lo que se acerca al 15% de pérdida si se le añade la subida del índice de precios de consumo (IPC). Áreas como Las Vegas o Miami experimentaron descensos cercanos al 20%. La venta de viviendas de segunda mano de diciembre cayó un 23,8% interanual y la de viviendas nuevas, haciendo gala de una mayor volatilidad, cedió un 29,8%.

Se prevé una ola de embargos y, ante esta perspectiva, la administración y la Reserva Federal están considerando o bien modificar contratos ofreciendo un periodo de gracia a los deudores morosos o utilizar fondos públicos. Ambas soluciones tienen serios peligros a largo plazo, pero la inacción también representa riesgos importantes. En todo caso, la utilización de fondos públicos, más favorecida por la Reserva Federal, parece menos drástica que la modificación de contratos.

Por su parte, el IPC de febrero moderó el repunte del mes previo y se incrementó en

ESTADOS UNIDOS: EL PRECIO DE LOS INMUEBLES BAJA Y BAJA

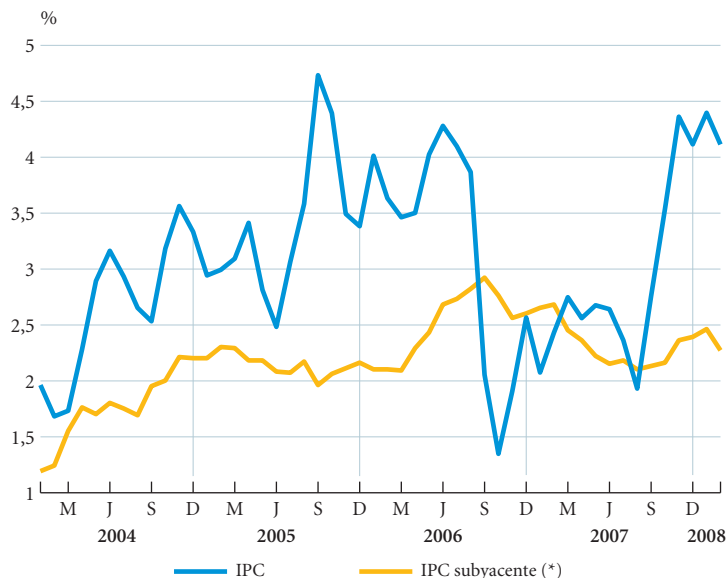
Variación interanual del índice Case-Shiller del precio de la vivienda



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN ENSEÑA LOS DIENTES

Variación interanual de índices de precios al consumo



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

un 4,1% interanual. El componente subyacente, el general sin alimentos ni energía, también se apaciguó ligeramente, pasando de incrementos del 2,5% al 2,2% interanual, más en línea con las expectativas de la Reserva Federal, cercanas al 2,0%. El riesgo de crecer menos es así mayor que el riesgo inflacionista, pero no hay que olvidar que la relación crecimiento-inflación se ha vuelto menos favorable que en el pasado, por lo que no hay que esperar que este periodo de debilidad traiga importantes moderaciones de precios.

Por su parte, la balanza comercial de bienes y servicios arrojó en enero un déficit de 58.200 millones de dólares, algo inferior al de diciembre. Las exportaciones siguen acelerándose. En enero crecieron un 16,6% interanual mientras que las importaciones avanzaron un 11,9%. La mejora es importante por cuanto el déficit, excluyendo los productos petrolíferos, se situó un 47% por debajo del máximo de octubre de 2005. Sin embargo, la corrección del déficit no puede compensar la debili-

dad de la demanda interna y el mayor riesgo del sector exterior está en una de las causas de su mejoría, la pérdida de valor del dólar, que nos lleva otra vez a la cuestión de la confianza, confianza en los activos denominados en dólares. Si el valor de los activos inmobiliarios está en entredicho, un elemento positivo es que la deuda pública estadounidense sigue gozando del favor de los inversores internacionales.

Japón: la levedad de una larga expansión

El PIB de la economía japonesa creció un 1,7% interanual en el cuarto trimestre gracias a la fuerza de la inversión en bienes de equipo, al consumo público y al aumento de las existencias. Continúa la excesiva dependencia del sector exterior y la debilidad del consumo privado. Esto deja a la economía en una situación de debilidad que se agrava si tenemos en cuenta que Japón no dispone de amortiguadores en política monetaria o fiscal ya que la

El déficit comercial sigue corrigiendo, pero el mayor riesgo está en el dólar.

Japón prosigue con su larga expansión pero los consumidores no participan de ella.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	2,4	2,0	2,9	1,7	1,9	1,7	–	...
Producción industrial	4,5	2,9	3,6	2,3	3,3	2,4	2,2	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	23,0	19,0	–	...
Viviendas iniciadas	4,5	–17,2	–1,9	–2,8	–36,9	–27,1	–5,7	...
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8	...
Precios de consumo	0,2	0,1	–0,1	–0,1	–0,1	0,5	0,7	...
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	10,3	11,1	12,3	12,5	12,5	...
Tipo interbancario 3 meses (1)	0,3	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	81,1	77,1	77,6	75,7	76,9	78,4	82,0	82,3

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

La dependencia del exterior y el fuerte endeudamiento del sector público son un riesgo.

deuda del sector público se acerca al 160% del PIB y los tipos de interés están en un bajo 0,5% que prácticamente no ofrece posibilidades de bajadas de tipos.

Los beneficios empresariales se concentran en las grandes corporaciones.

La recuperación japonesa ya llega a los 6 años de duración pero tiene dos debilidades manifiestas. En primer lugar, la intensidad del crecimiento ha sido extremadamente baja. Según la última revisión efectuada por el Fondo Monetario Internacional del peso de los distintos países en el total de la economía mundial, Japón sigue perdiendo importancia. Esto no debería ser grave si se consideran los enormes avances de economías como las de China e India. El problema viene con la comparación con otras zonas ricas. Entre 1997 y 2007 la economía japonesa ha pasado de ser un 46% a un 41% del total de la economía de la zona del euro, y de un 37% a un 31% de la economía estadounidense. Si el cálculo se efectúa en términos corrientes, la deflación japonesa hace que los descensos sean aún mayores.

La producción industrial y las ventas minoristas mantienen un perfil bajo pero la inversión repunta.

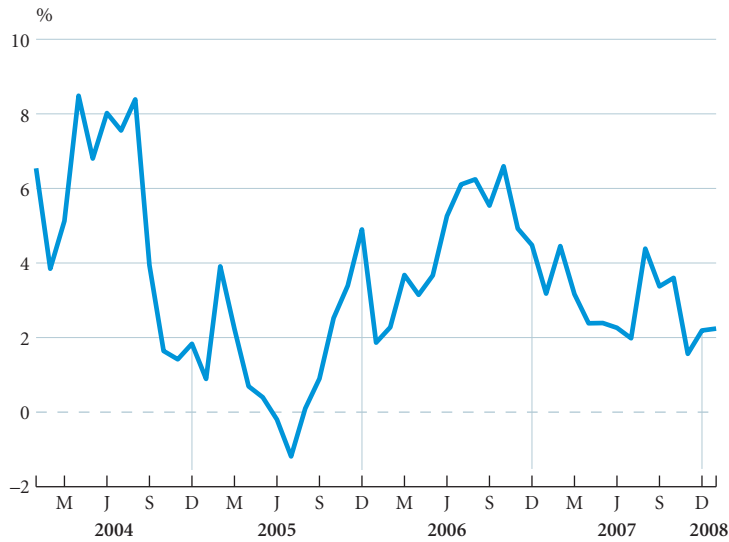
En segundo lugar, los beneficios de la expansión no se traducen en subidas sala-

riales, a pesar de que la tasa de paro sigue en niveles muy bajos a causa de la demografía menguante: en enero permaneció en el 3,8% de la población activa. La causa podría estar en la estructura dual de las empresas japonesas. Si los grandes fabricantes hicieron sus deberes en los años noventa, y ahora están en forma, las empresas pequeñas y medianas, que suman el 70% del empleo, guardan bolsas de ineficiencia. Así, con los salarios retrocediendo un 0,4% interanual en el último trimestre de 2007, no extraña que el consumo privado siga languideciendo. La confianza del consumidor acabó el año en el nivel de los 38,9 puntos y las ventas minoristas, pese a su tímido repunte, crecieron un magro 1,3% interanual en enero. La compra de automóviles, aunque lejos de los máximos de 2005, escapa de esta imagen gris con una recuperación puntual a la espera de continuidad.

Por el lado de la oferta, la producción industrial de enero avanzó un 2,2% interanual, por debajo del 4,5% de 2006 y del 2,9% de 2007. Los pedidos de maquinaria, que son un indicador adelantado

JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL MANTIENE UN PERFIL BAJO

Variación interanual de la producción industrial



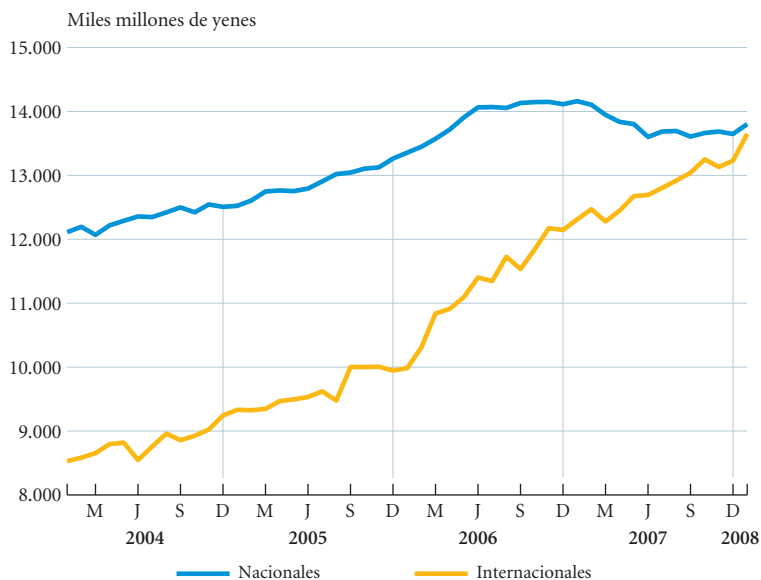
FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficina Nacional de Estadística y elaboración propia.

de la demanda inversora, se incrementaron en el mismo mes un 18,9% interanual gracias a un fuerte repunte de los pedidos

destinados a la industria exportadora, que ya representan un 49,7% del total, frente al 40% de finales de 2003, lo que vuelve a

JAPÓN: LA INVERSIÓN VA A TODA MÁQUINA... HACIA EL EXTERIOR

Pedidos de maquinaria de los últimos doce meses



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

Los precios crecen gracias al encarecimiento del petróleo pero la deflación continúa, mientras que las exportaciones se apoyan en el crecimiento de Asia.

La economía china crece un robusto 11,4% pero presenta signos de cierta desaceleración.

ilustrar la creciente dependencia de la demanda externa.

En el mercado inmobiliario, las viviendas iniciadas en enero muestran signos de recuperación, reduciendo su retroceso del 19,0% al 5,7% interanual. Sin embargo, el mercado no acompaña, con unas ventas que en febrero retrocedieron un 44,1% en el área de Tokio. Los precios también se desaceleraron, pasando de un incremento del 9,2% a un magro crecimiento del 3,2%. El IPC de enero 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, volvió a registrar un descenso del 0,1% respecto al mismo periodo del año anterior. Así, toda apariencia de final del periodo deflacionista viene de fuera, con unos precios de las importaciones que siguen acelerando a causa de la energía y los alimentos. La buena noticia volvió a llegar de la balanza comercial, cuyo superá-

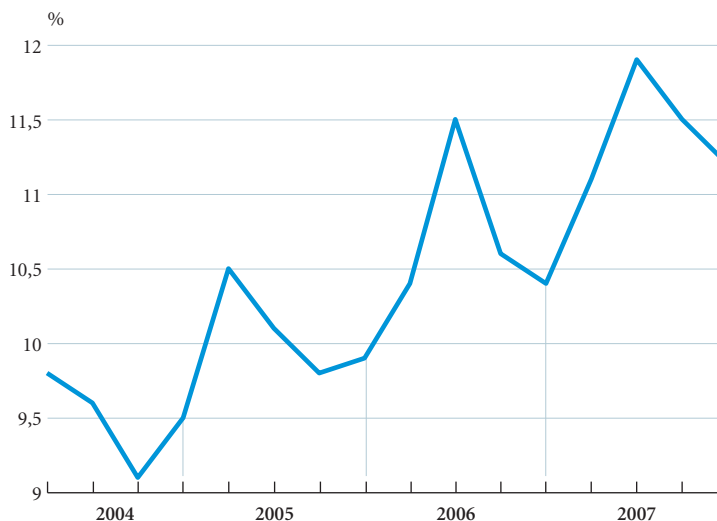
vit se mantuvo en enero gracias a que las exportaciones a Asia compensaron la menor demanda de Estados Unidos.

China: a la busca de una leve desaceleración

La economía china creció en el cuarto trimestre un 11,2% interanual que deja el incremento para el total de 2007 en el 11,4%, la tasa más alta desde 1994. Si bien hay que considerar el elevado ritmo de avance, la evolución de la segunda mitad del año pasado marca una leve ralentización, fruto de los esfuerzos gubernamentales para controlar la inflación. Los indicadores de actividad siguieron una evolución parecida a las cuentas nacionales. La producción industrial de febrero avanzó un 15,4% interanual, lo que también señala cierto enfriamiento si se compara con los registros de seis meses atrás. Pero el consumo privado sigue siendo la parte de la economía que no crece lo que debería, especialmente en la

CHINA: UN CRECIMIENTO PORTENTOSO

Variación interanual del PIB



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	10,7	11,4	11,1	11,9	11,5	11,2	-	...
Producción industrial	16,4	17,1	14,6	18,3	18,1	17,5	16,4	15,4
Producción eléctrica	14,7	15,7	12,4	17,7	16,3	16,1	12,7	18,8
Precios de consumo	1,5	4,8	2,7	3,6	6,1	6,6	7,1	8,7
Balanza comercial (*)	177,5	261,6	200,5	228,9	253,3	261,6	265,2	250,0
Tipo interbancario 3 meses (*)	2,8	3,6	2,8	3,4	3,5	4,7	4,8	4,5
Renminbis por dólar	8,0	7,6	7,7	7,7	7,5	7,4	7,2	7,1

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

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

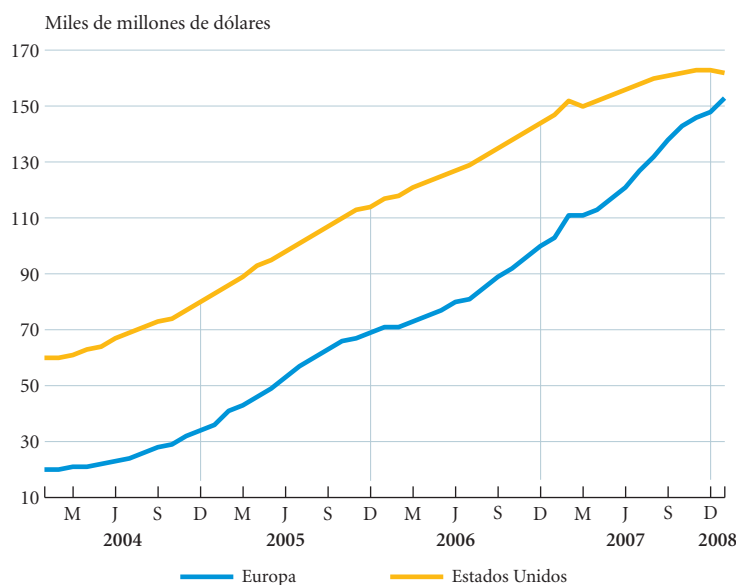
China rural. Así, las ventas minoristas de febrero, descontando los incrementos de precios, se desaceleraron hasta tener un avance del 9,6%, y las ventas minoristas en el ámbito rural, asumiendo una mayor participación de los alimentos en el consumo total, podrían estar en crecimientos negativos.

El principal riesgo de la economía es actualmente el intenso aumento de la inflación. El IPC general de febrero se incrementó en un 8,7% interanual, doblando la tasa de hace tan solo ocho meses. La situación es aún más preocupante en el sector de la alimentación, cuyos precios subieron un 23,3%, con lo que mantuvo su

El principal riesgo es la inflación, que se acerca al 9%, mientras que los precios alimenticios suben un 23%.

CHINA: LA APRECIACIÓN DEL EURO AFECTA LAS BALANZAS COMERCIALES

Superávit bilateral de China con Estados Unidos y Europa



NOTA: (*) Suma de los últimos doce meses

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

El superávit bilateral con Estados Unidos se estabiliza, pero sigue creciendo frente a Europa.

México crece al 3,8%, con el consumo y la inversión fuertes, pero el sector exterior retrocede.

La industria sigue en la atonía pero la inflación baja del 4% y los costes laborales siguen moderándose.

tendencia de intensa aceleración. El sector representa un 14,4% del total de ventas al por menor, pero en las zonas rurales, donde viven más de 700 millones de personas, este porcentaje aumenta considerablemente. China es un importador de alimentos y su encarecimiento en los mercados mundiales, unido a cambios en los hábitos alimenticios, supone un riesgo que sobrepasa el marco puramente económico. La administración es reacia a subir los tipos de interés para evitar perjudicar al mercado hipotecario. La opción seguida es el aumento del coeficiente de caja, que a partir de marzo, tras un incremento del 0,5%, el decimoquinto consecutivo desde mediados de 2006, quedó fijado en el 15,5%. Con estas medidas, el primer ministro Wen Jiabao espera acabar el año 2008 con un IPC del 4,8%, lo que no parece tarea fácil.

China es, con todos sus riesgos, el principal motor de la economía mundial. De la continuidad del crecimiento chino dependen las fortunas de muchas economías de Extremo Oriente, grandes y pequeñas, ya que, el gigante amarillo combina importantes superávit comerciales con Europa y Estados Unidos con un fuerte déficit con muchos países asiáticos. La preocupación de las autoridades se centra en la pérdida de valor del dólar americano. Así, la apreciación del renminbi chino frente al billete verde, al bajar éste, queda sin efecto frente a otras divisas como el euro.

El superávit exterior de los últimos doce meses hasta febrero se moderó ligeramente hasta los 250.000 millones de dólares, pero mientras el saldo bilateral positivo con Estados Unidos en enero estaba estancado en los 160.000 millones, el superávit con Europa llegaba ya a los 153.000 millones, el doble que a mediados de 2006. Como contraste, el déficit combinado con Taiwán, Corea del Sur y

Japón crecía hasta los 159.000 millones de dólares.

México: el sector exterior es el talón de Aquiles

La economía mexicana mantuvo su tendencia al alza, creciendo un 3,8% interanual en el cuarto trimestre. Esto deja el incremento para el total de 2007 en el 3,3%, algo por debajo del 4,8% del año previo. El consumo privado intensificó su ritmo, con un avance del 4,6%. Aunque el registro del tercer trimestre fuera revisado a la baja, el componente apunta hacia arriba. También la inversión privada dio muestras de vitalidad, con una subida del 8,9%. Pero las debilidades de la economía mexicana siguen estando en un sector público que acelera y en un sector exterior que sigue evidenciando problemas de competitividad. Así, el repunte exportador, con un avance del 6,4% en el cuarto trimestre, perdió algo de fuerza mientras que las importaciones siguieron acelerando con un incremento del 10,5%.

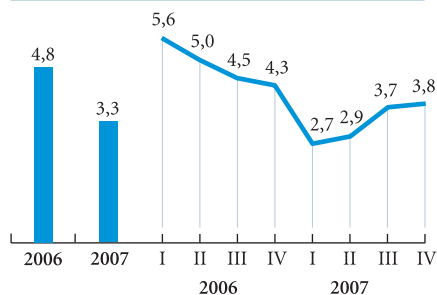
Entre los indicadores de actividad más recientes las cosas también siguen al alza. La producción industrial de enero aceleró hasta crecer un 3,1% interanual, aunque el crecimiento de 2007 del 1,4% palidece en comparación con el 5,0% del año anterior. Las manufacturas fueron algo mejor, con un avance del 3,7% en enero, mientras que la construcción, reflejando tal vez la situación de su vecino estadounidense, se incrementó en un modesto 0,8%.

La inflación sigue estable. En febrero los precios subieron un 3,7% interanual, y el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, se incrementó en un 4,0%. Gracias a los incrementos de productividad de diciembre, los costes laborales unitarios siguieron ralentizando su marcha, después del importante repunte de mayo

EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

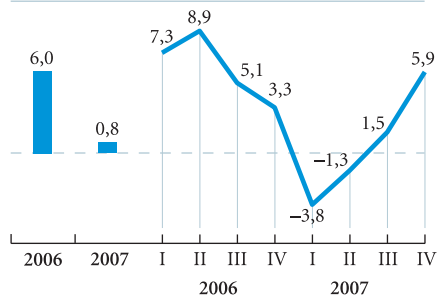
PIB



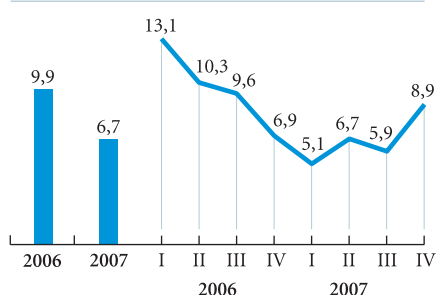
Consumo privado



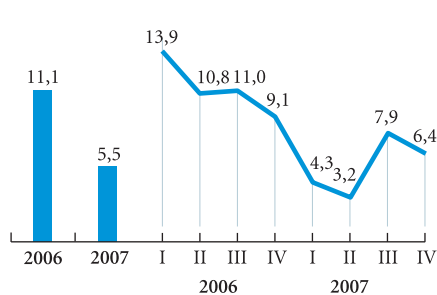
Consumo público



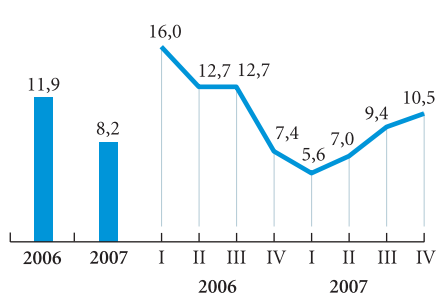
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

y junio de 2007. Por su parte, la tasa de paro oficial de febrero recortó la subida del mes previo y quedó en un moderado 3,8% de la población activa.

El deterioro de la balanza comercial se intensificó, con un déficit comercial acumulado de los últimos doce meses hasta enero que aumentó hasta los 11.700 millones de dólares. Un deterioro que, sin las exportaciones de petróleo, se vuelve más

dramático. Evidenciando las consecuencias de la debilidad de la economía estadounidense, las exportaciones no petrolíferas han descendido cerca de un 10% desde octubre mientras que la disminución de las importaciones ha sido mucho menos acusada. Así, el déficit sin tener en cuenta el petróleo de los últimos doce meses hasta enero alcanzó los 56.161 millones de dólares, una cifra cercana al doble del saldo del no tan lejano año 2004.

El sector exterior intensifica su deterioro.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	4,8	3,3	2,7	2,9	3,7	3,8	—	...
Producción industrial	5,0	1,4	0,8	1,1	1,6	1,8	3,1	...
Tasa de paro general (*)	3,6	3,7	4,0	3,4	3,9	3,6	4,1	3,8
Precios de consumo	3,6	4,0	4,1	4,0	4,0	3,8	3,7	3,7
Balanza comercial (**)	-6,1	-11,2	-9,4	-11,7	-11,8	-11,2	-11,7	...
Tipo interbancario 3 meses	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Pesos mexicanos respecto al dólar	10,9	10,9	11,1	10,8	11,0	10,8	10,8	10,7

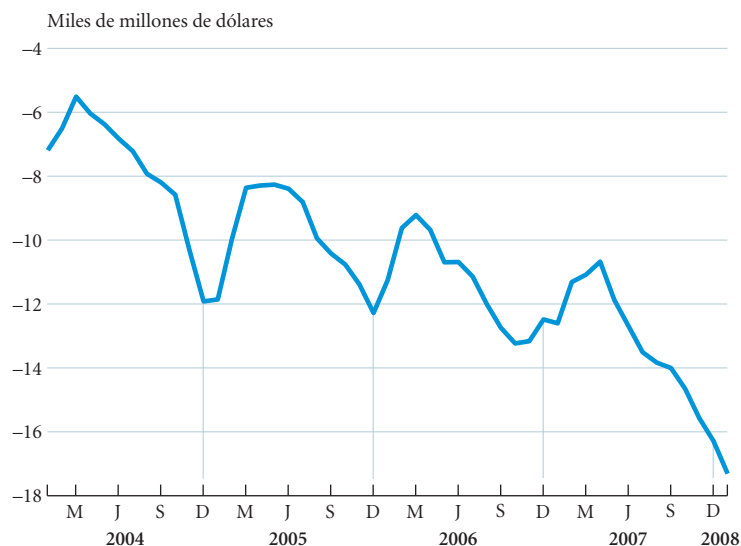
NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

MÉXICO: EL DÉFICIT COMERCIAL EMPEORA

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



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

El petróleo perfora al alza el valor psicológico de los 100 dólares por barril...

Materias primas: nuevos máximos del petróleo

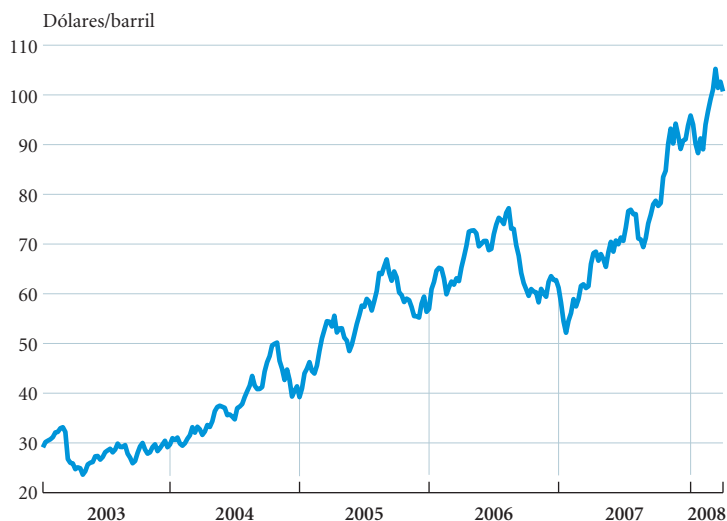
Cifras de vértigo: el barril de calidad *Brent* a un mes cotizó a 106,54 dólares el pasado 14 de marzo, siguiendo la estela del barril de *West Texas*, que un día antes había registrado un precio de 108,96 dólares. Estos máximos históricos, que han dejado la ba-

rrera psicológica de los 100 dólares muy atrás, han dado paso a unas jornadas de fuertes oscilaciones. A finales de marzo las cotizaciones eran levemente inferiores a dichos valores récord. ¿Qué está pasando?

Explicaciones no faltan. La agencia de la administración estadounidense que se dedica al seguimiento de los temas ener-

EL PETRÓLEO RESISTE EN ZONA DE MÁXIMOS HISTÓRICOS

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



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

géticos, enumeraba en una reciente presentación nada menos que 12 factores, desde la cotización del dólar hasta los cuellos de botella de las refinerías, pasando por la actividad especulativa de los *hedge funds*. El problema evidente es que no podemos aislarlos y que, además, su capacidad explicativa sirve para ciertos periodos y no para otros.

En el primer trimestre, la oferta mundial se habrá situado en 86 millones de barriles diarios, mientras que la demanda habrá sido de 87 millones de barriles. Esta evolución explica la tendencia clara de reducción de *stocks* de productos petrolíferos evidenciada en los últimos meses. Para el conjunto del año 2008 se espera que la oferta supere marginalmente a la demanda, creciendo la primera un 1,5% anual mientras que la segunda lo haría a tasa del 3,1%.

A este margen reducido se le suma que la capacidad extractiva ociosa es muy limi-

tada y está básicamente centrada en Arabia Saudí, lo que permite entender que la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener las cuotas de producción hasta el verano haya creado notables presiones en el mercado.

A diferencia de otras ocasiones, las restantes materias primas se han alejado un tanto de las tendencias recientes del petróleo. Tras anotar a principios de marzo distintos metales valores máximos (ya sean históricos o de muchos ejercicios), han tendido a replegarse. Algunos de los descensos mensuales más destacados los han protagonizado el zinc (bajada del 15% mensual), el platino (caída del 5%) y el aluminio (retroceso del 3%). Las materias primas agrícolas han seguido un camino similar. En este sentido, cabe mencionar, las correcciones de soja (caída del 12%), café (superior al 16% mensual) y cacao (descenso del 13%).

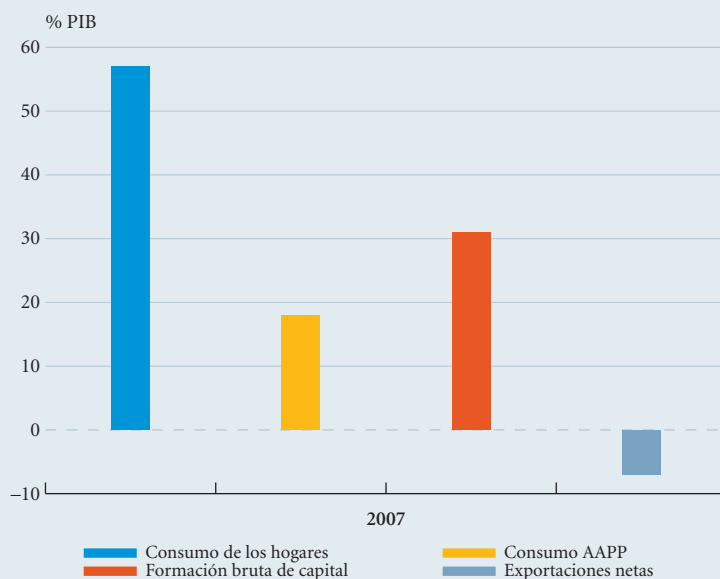
...debido a que la demanda crece por encima de la oferta en el primer trimestre.

Las materias primas retroceden posiciones en marzo.

¿Qué mueve el consumo?

El consumo de las familias acostumbra a representar una parte muy importante del PIB de un país. En el caso de España, alcanzó el 57% en 2007 (véase gráfico siguiente) –en línea con los países de nuestro entorno–. En los últimos diez años, su crecimiento ha sido de un 3,9% anual, similar al crecimiento promedio del PIB, del 3,8% (véase gráfico de la siguiente página). A largo plazo, esta similitud no es casual: la capacidad de crecimiento del consumo viene determinada por el crecimiento del PIB que, a su vez, depende fundamentalmente de variables como el aumento del empleo y las mejoras de productividad. A corto plazo, sin embargo, la relación de causalidad también se da en sentido contrario: las variaciones en el consumo de los hogares afectan el crecimiento del PIB. Veamos cómo.

EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS: ACCIONISTA MAYORITARIO DEL PIB

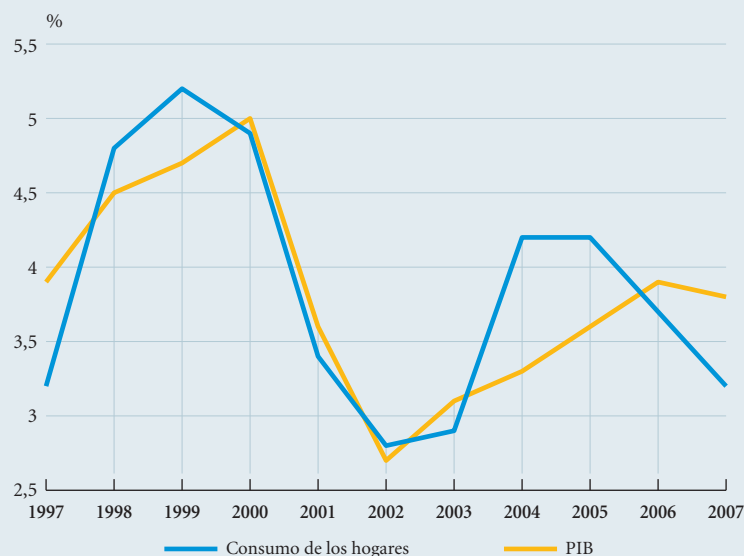


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La teoría más extendida para tratar de explicar las decisiones de ahorro y consumo de las familias es la Teoría de la Renta Permanente, desarrollada por el economista americano Milton Friedman a finales de los cincuenta. Según ésta, el consumo privado depende de la riqueza –entendida en un sentido amplio– de las familias. Este concepto de riqueza incluye el total de ingresos de los hogares, tanto los corrientes como aquéllos que percibirán en el futuro; y el valor de sus activos neto de las deudas adquiridas.

La fuente principal de ingresos de los hogares son las rentas del trabajo. Por ello, la evolución del mercado de trabajo es un determinante crucial del consumo privado. Precisamente, estas últimas semanas los datos de creación de empleo en EEUU acaparan buena parte de la atención de los analistas de coyuntura de la economía norteamericana, pues pueden dar pistas sobre el consumo y la probabilidad de que el país esté en recesión.

CONSUMO DE LOS HOGARES Y PIB: CRECIENDO JUNTOS



NOTA: Volumen encadenado referencia 2000.

FUENTE: INE.

La capacidad adquisitiva de los hogares también viene determinada por los tipos de interés. En general, una disminución de los tipos de interés reales aumenta la capacidad de endeudamiento de las familias y, con ello, su consumo. Precisamente, estimular el consumo privado, junto a la inversión, es uno de los objetivos que persigue la Reserva Federal de Estados Unidos con las recientes bajadas en los tipos de interés oficiales.

Finalmente, fluctuaciones en los precios de los activos de las familias influyen en su decisión de consumo al afectar el valor de su riqueza. Existe evidencia de que este «efecto riqueza» es relativamente pequeño en la economía española y, en especial, en el caso de los activos inmobiliarios. Olympia Bover, por ejemplo, ha estimado que un aumento en el valor de la vivienda de cien euros llevaría a un aumento en el consumo anual de las familias de dos euros, efecto mucho más modesto de los que se encuentran para los casos norteamericano y británico.⁽¹⁾

Por otro lado, las expectativas de ingresos futuros, al igual que la capacidad de las familias de trasladar al presente parte de estos flujos futuros, también impactarán sobre el consumo presente. Así, por ejemplo, en una fase bajista del ciclo económico las expectativas de ingresos tienden a disminuir y los hogares consumen menos. La capacidad de poder usar parte de los ingresos futuros en el consumo corriente es especialmente importante para los jóvenes, pues son ellos quienes con la compra de bienes duraderos, como un automóvil, tienen una mayor necesidad de gastar por encima de sus ingresos corrientes. Las instituciones financieras, con la concesión de créditos, juegan un papel clave en la capacidad de trasladar estas rentas del futuro al presente. En este sentido, los cambios en los criterios de concesión de créditos a lo largo del ciclo económico tienen efectos sobre el consumo familiar.

(1) Bover, O. (2005), «Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», *Boletín Económico del Banco de España*.

Pero no sólo el nivel de los ingresos futuros es importante, también lo es la incertidumbre acerca de ese nivel. En general, un mayor grado de inseguridad hace aumentar el ahorro de las familias para hacer frente a situaciones imprevistas como sería la pérdida de empleo. Algunas políticas públicas, sin embargo, pueden reducir dicha incertidumbre, como por ejemplo los subsidios al desempleo.

Otra política pública que puede afectar el consumo y que está de máxima actualidad es la de una transferencia puntual a los hogares. Esta medida se ha puesto en práctica recientemente en EEUU y su aplicación también se está estudiando en España. Si todas las familias se comportaran siguiendo la Teoría de la Renta Permanente, sólo una pequeña proporción de esta transferencia se convertiría en consumo corriente, pero no todos los hogares se comportan de acuerdo a dicha teoría.⁽²⁾ Así pues, si la familia que recibe la transferencia no tiene acceso a crédito, o al menos no en la medida en que desearía, entonces la transferencia permitirá un aumento en el consumo al que antes no podía optar. Cuanto mayor sea la proporción de hogares con restricciones al crédito, mayor será el efecto de la transferencia sobre el consumo agregado. En la práctica también existen hogares que consumen toda su renta, ya sea porque les gusta vivir al día o porque llegan justo a cubrir sus necesidades básicas. Para éstos, la transferencia supondrá un aumento del consumo.

Por otro lado, también se debe tener en cuenta que parte del consumo es importado y cuanto mayor sea esa proporción menor será el efecto en el crecimiento, pues las importaciones no se contabilizan en el PIB al no ser producidas en el propio país. En una economía con pleno empleo es más probable que aumentos en el consumo se traduzcan en aumentos de las importaciones. Algunas estimaciones para EEUU muestran que una transferencia por valor de 100 dólares aumenta el consumo privado alrededor de 50 dólares, unas diez veces más de lo que implicaría la Teoría de la Renta Permanente.⁽³⁾ Este tipo de resultados ha espoleado, por razones obvias, la búsqueda de teorías del consumo alternativas.

En definitiva, el consumo privado es demandante de cerca del 60% del PIB español, aunque ello no significa que sea el causante del crecimiento económico a largo plazo. No obstante, a corto plazo, el consumo sí que afecta al crecimiento. Por ello, la confianza del consumidor, la disponibilidad de crédito o ciertas políticas públicas son variables que están en el radar del analista de la coyuntura económica.

(2) La denominada teoría de la equivalencia ricardiana, estrechamente ligada a la Teoría de la Renta Permanente, predice incluso que una transferencia tendría un efecto nulo sobre el consumo porque los hogares anticiparían un aumento de impuestos para pagar esa transferencia.

(3) Souleles, N. S. (1999), «The Response of Household Consumption to Income Tax Refunds», *American Economic Review*, vol. 89(4).

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: desaceleración económica ordenada

Vista la gravedad que reviste el momento económico en Estados Unidos, la zona del euro resiste de forma admirable. De momento. Los problemas, que también los tiene, apuntan más bien hacia una inflación excesivamente alta. Esta es la conclusión que se desprende de la batería de informes económicos y previsiones que los últimos meses han publicado los organismos económicos de referencia (Fondo Monetario Internacional, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, Comisión Europea). Todos ellos coinciden en que 2008 será un año de cierta ralentización económica acompañada de una aceleración apreciable de los precios.

El último en posicionarse en esta línea ha sido el Banco Central Europeo (BCE). En sus últimas previsiones semestrales, la autoridad monetaria ofrece un escenario macroeconómico que ratifica esta visión

de consenso. Según el BCE, tenemos por delante dos años complicados. En 2008 el crecimiento de la eurozona se situará, de acuerdo con la previsión central, en el 1,7%, cerca de un punto menos que el ritmo de avance registrado en 2007. En el siguiente ejercicio, el de 2009, la mejora será muy leve pues el producto interior bruto (PIB) de la zona del euro crecerá un 1,8%.

El hecho de que en estos dos ejercicios la eurozona crezca por debajo de su potencial no impedirá que las tensiones en precios sean marcadas. Así, en 2008 el BCE espera que los precios, en media anual y en su predicción central, aumenten un 2,9% respecto a 2007. El Banco entiende que este repunte tendrá un carácter puntual ya que es debido a la combinación del tensionamiento de energía y alimentos, una tendencia que espera se modere al avanzar 2008. Con todo, el freno de la inflación será paulatino, de manera que en 2009 todavía estará por encima del objetivo de precios a medio plazo, que es

En la zona del euro el problema más acuciante es el tensionamiento de precios y no la ralentización económica.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

Porcentaje de variación media interanual (*)

	2007	2008	2009
IPCA	2,1	2,6-3,2	1,5-2,7
PIB real	2,6	1,3-2,1	1,3-2,3
Consumo privado	1,6	1,1-1,7	1,0-2,4
Consumo público	1,9	1,1-2,1	1,0-2,0
Formación bruta de capital fijo	4,6	0,5-3,1	0,2-3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,7	2,6-5,6	3,1-6,3
Importaciones de bienes y servicios	4,9	2,0-5,4	2,9-6,3

NOTA: (*) Las proyecciones para el PIB real y sus componentes hacen referencia a datos ajustados por días laborales. Las proyecciones para exportaciones e importaciones incluyen el comercio intra-zona del euro.

FUENTE: Banco Central Europeo.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	2,9	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2	–	...
Ventas al por menor	1,5	0,9	1,7	1,1	1,4	–0,6	0,2	...
Confianza del consumidor (*)	–9,1	–4,9	–5,4	–2,6	–3,9	–7,7	–11,5	–12,0
Producción industrial	4,0	3,5	4,0	2,9	4,0	3,2	3,6	...
Sentimiento económico (*)	106,3	108,4	109,4	111,0	108,7	104,3	101,7	100,1
Tasa de paro (**)	8,3	7,4	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	...
Precios de consumo	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,3
Balanza comercial (***)	–10,4	20,1	–0,9	15,6	31,4	34,3	25,3	...
Tipo de interés								
Euríbor 3 meses	3,1	4,3	3,8	4,1	4,5	4,7	4,7	4,4
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	103,6	107,7	105,5	107,1	107,6	110,5	112,1	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.

El BCE espera que la desaceleración de la economía coincida con una inflación puntualmente elevada en 2008 y 2009.

del 2%. Comparado con lo que el BCE esperaba en diciembre de 2007, fecha de sus anteriores previsiones, el nuevo escenario se caracteriza por menor crecimiento esperado y mayor inflación prevista, una combinación incómoda para los gestores de la política monetaria.

¿Es verosímil dicho escenario? Con los datos disponibles hasta el momento, la realidad parece discurrir por las vías que el BCE señala. De entrada, las cifras de contabilidad nacional del cuarto trimestre nos permiten caracterizar con claridad el punto de arranque del proceso de desaceleración del crecimiento. La ralentización económica en dicho periodo –el PIB pasó de crecer un 2,6% interanual en el tercer trimestre al 2,2% del cuarto– se debió a la combinación de un menor avance de la demanda interna y de una aportación del sector exterior sensiblemente más reducida. Concretamente, los componentes que muestran más síntomas de pérdida de ritmo son el consumo privado y la inversión, dos variables que crecen, respec-

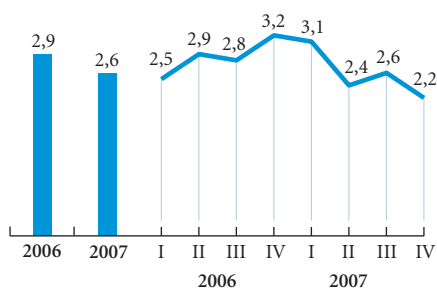
tivamente, cinco y ocho décimas porcentuales menos que en el trimestre precedente. Por lo que se refiere a la contribución positiva del sector exterior a la variación del PIB, pasa del 0,5% del tercer trimestre al 0,3% del cuarto. Como se puede apreciar, las previsiones del BCE (véase el cuadro adjunto) apuntan a que serán precisamente estos los canales de la desaceleración: menor consumo e inversión y ralentización exportadora.

Si esta era la situación al final de 2007, los últimos indicadores certifican que la desaceleración continúa. Pero ofrecen también una indicación clara de que la intensidad de la misma es todavía limitada. Un componente de la demanda que atrae gran parte de la atención es el consumo. La debilidad exhibida en el cuarto trimestre fue superior a lo esperado, por lo que ahora se trata de aquilatar en su justa medida el estado de forma de esta variable. Los indicadores disponibles, en su conjunto, apuntan a un tono débil, no excesivamente diferente al del cuarto trimestre.

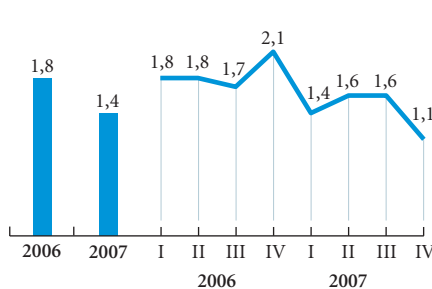
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

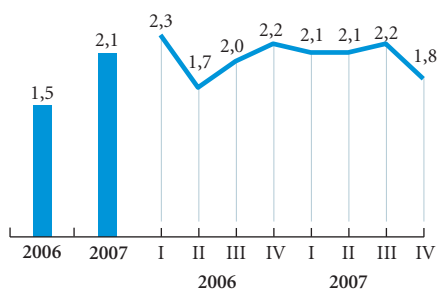
PIB



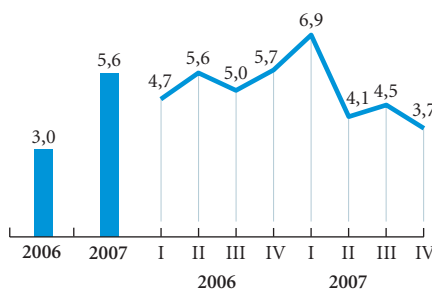
Consumo privado



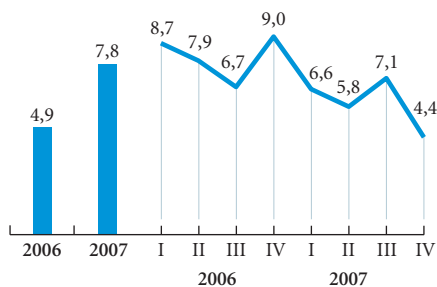
Consumo público



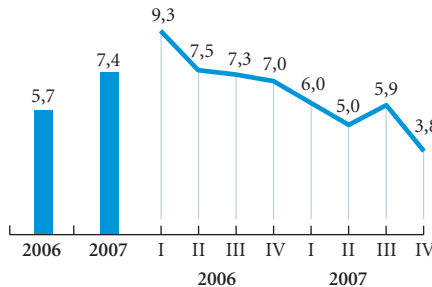
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Así, las ventas al por menor no crecieron en términos interanuales en enero, la confianza del consumidor perdía más de tres puntos entre enero y febrero y las matriculaciones de automóviles caían en enero pero se recuperaban en febrero. La leve reducción de la tasa de paro, una décima porcentual en enero, hasta el 7,1%, puede ayudar a evitar un desplome del gasto de las familias, pero la tendencia de fondo apunta claramente al enfriamiento en este frente. Un poco más satisfactoria es la evolución de la inversión, cuyos indicadores

principales (producción industrial de bienes de equipo, grado de utilización de la capacidad productiva) apuntan bien a la estabilidad, bien a cierta recuperación.

Los indicadores de oferta permiten ampliar ligeramente el cuadro. En términos generales, su comportamiento ha sido mejor de lo esperado, lo que cabe interpretar como una evidencia de que el ritmo de ajuste del crecimiento económico está siendo suave, sin hundimiento alguno. Algunos indicadores, como la produc-

**La frenada económica
reviste una intensidad
moderada por el momento.**

Las exportaciones pierden brío.

ción industrial, incluso sorprendieron con una aceleración en enero, síntoma claro de que la inflexión cíclica todavía está en sus etapas iniciales.

No obstante, no hay lugar para la complacencia. Dos tendencias negativas para la zona del euro que han emergido cierto tiempo atrás se están intensificando. La demanda externa sigue perdiendo impulso mes tras mes. En diciembre, las exportaciones crecieron, en términos de saldo de doce meses, un 8,5% interanual, dos puntos porcentuales menos de lo registrado apenas medio año antes. Con el tipo de cambio efectivo nominal del euro un 7% más alto que un año antes, la competitividad de los exportadores se resiente y las cifras de ventas al exterior pueden estar reflejando este peaje. Las importaciones, por el contrario, mantienen mayor estabilidad en su crecimiento, lo que ha conducido a que el superávit comercial se sitúe en dicho mes de diciembre en 28.300 millones de euros (en saldo acumulado de

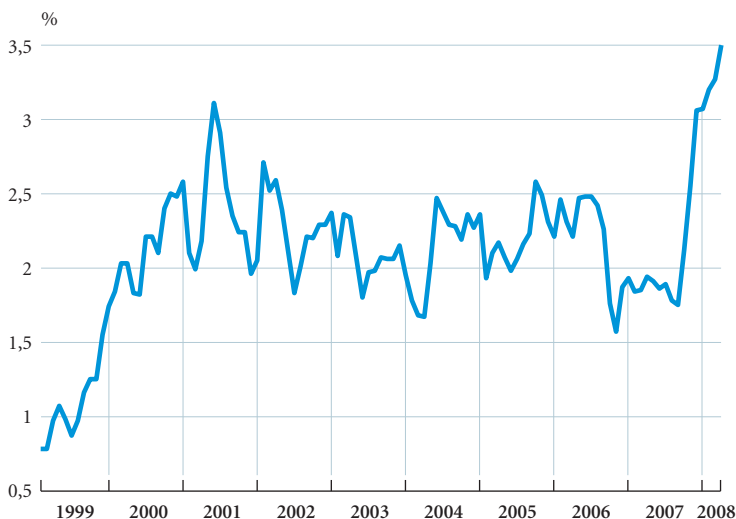
doce meses), frente a los 35.900 millones de euros de noviembre.

Aún más preocupante es la evolución de los precios. En febrero, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado se encaramó hasta el 3,3% interanual, una décima más que el dato de enero y una cifra 2,4 puntos porcentuales mayor que la registrada un año antes. Los responsables no son nuevos –energía y alimentos– pero incluso descontadas estas partidas volátiles el tensionamiento es acusado (la inflación subyacente se situó en febrero en el 2,4%). El dato preliminar de marzo, con un crecimiento del 3,5% interanual, refuerza este diagnóstico. En definitiva, con precios al alza y actividad a la baja pero con un fondo de resistencia, la zona del euro apenas comienza a andar su camino de desaceleración. Y lo hace siguiendo por los senderos que los organismos económicos internacionales han trazado. Quizás la realidad no tarde en mostrarse menos disciplinada.

La inflación escala hasta el 3,5% en marzo.

LA MAYOR INFLACIÓN EN LA HISTORIA DE LA MONEDA ÚNICA

Variación interanual del índice de precios de consumo armonizado



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Alemania paga el peaje de un euro demasiado fuerte

¿Cuánto cuesta un euro? Es fácil decir que un euro cotizaba a, por ejemplo, 1,58 dólares el pasado 17 de marzo. Más complicado es saber, en cambio, lo que le está costando un euro tan fuerte a la muy exportadora economía alemana. En su último informe mensual el Bundesbank, el banco central alemán, calcula que en 2007 la apreciación del euro redujo en medio punto porcentual el crecimiento del PIB, que fue del 2,5% en dicho ejercicio. Aunque el mismo Bundesbank reconoce que existen otros determinantes de las exportaciones más importantes que el tipo de cambio (como por ejemplo el crecimiento de los mercados de destino y el atractivo de la oferta comercial germana), con el euro en nuevos máximos históricos frente al dólar y la coyuntura internacional progresivamente más débil las preocupaciones sobre el papel de la demanda externa en un año complicado crecen.

Por ello, los datos de comercio exterior de enero se han leído con alivio. En el primer mes del año las exportaciones germanas crecieron un 8,8% interanual, prácticamente doblando el ritmo de un mes atrás. Las importaciones también aceleraron su avance. Fruto de esta evolución, el superávit comercial, en saldo acumulado de doce meses, se situó en los 199.900 millones de euros, batiendo el de por sí buen resultado de diciembre. No obstante, una visión de más largo plazo, tomando por ejemplo el ritmo de crecimiento de las exportaciones en saldo acumulado de doce meses, constata que la apreciación del euro está tomando una intensidad y alcanzando unos niveles que penalizan las ventas al por menor (véase el gráfico siguiente).

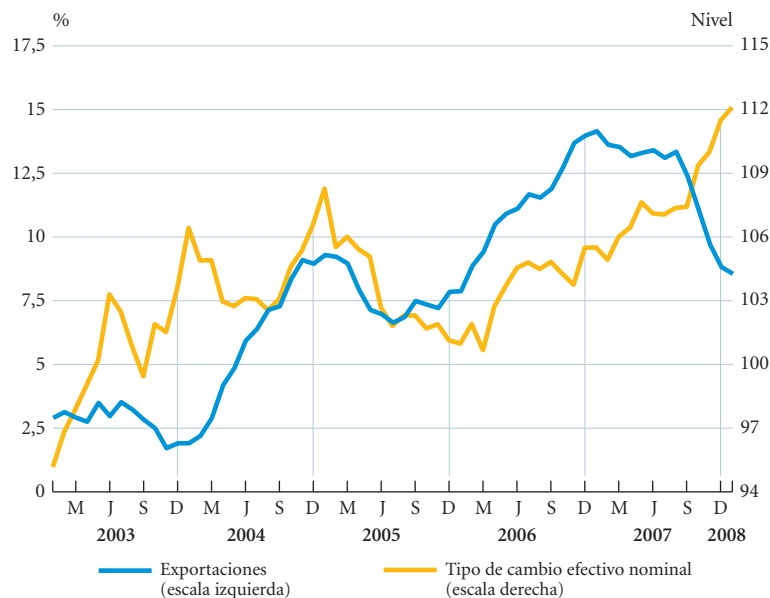
La importancia del aguante exportador se torna evidente cuando repasamos otros indicadores de demanda. Las ventas al por menor crecieron un magro 0,6% interanual, lo que combinado con el tercer des-

El Bundesbank cuantifica en medio punto de crecimiento el coste del encarecimiento del euro en 2007...

...un peaje que se acrecienta en el principio de 2008.

EL EURO FUERTE YA PESA EN LAS EXPORTACIONES

Variación interanual de la media móvil de 12 meses de las exportaciones y tipo de cambio efectivo nominal



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas, Comisión Europea y elaboración propia.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	3,1	2,6	3,7	2,6	2,5	1,8	–	...
Ventas al por menor	6,1	–7,6	–6,5	–7,5	–7,3	–8,8	0,6	...
Producción industrial	6,0	5,8	7,5	5,3	5,5	5,2	7,0	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	105,4	106,2	107,5	108,0	105,4	103,7	103,4	104,1
Tasa de paro (**)	10,7	9,0	9,5	9,2	8,9	8,5	8,1	8,0
Precios de consumo	1,6	2,3	1,8	2,1	2,4	3,1	2,9	2,8
Balanza comercial (***)	151,5	183,5	165,5	178,3	192,0	198,1	199,9	...

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.

El principio del año ha sido mejor de lo esperado, como refleja el buen tono industrial.

censo consecutivo de la confianza del consumidor, apunta a que difícilmente el consumo privado actuará como puntal de resistencia contra la desaceleración. Esta combinación de menor aporte del sector exterior y debilitamiento del consumo privado deja muy sola a la inversión. Aunque ciertamente ésta mantiene el tono –en enero la producción industrial de bienes de equipo crecía un 11,4% interanual– se antoja motor insuficiente para la economía germana.

Con todo, el movimiento al alza de enero del componente de bienes de equipo también lo ha experimentado la producción industrial en su conjunto (avance interanual del 7,0%), lo que es indicativo de un inicio de año razonablemente dinámico. En la misma línea apuntaba el indicador IFO de actividad empresarial que, a pesar de sus vaivenes recientes, se situaba en marzo en el nivel de los 104,8 puntos, siete décimas por encima del registro de febrero.

Las restantes variables claves han aportado menos novedades. La inflación se aleja de forma paulatina de los máximos alcanzados en noviembre pasado, cuando se encaramó al 3,4% interanual. Así, en fe-

brero, el IPC crecía un 2,8% interanual, una décima menos que la observada en enero. También a la baja se mueve la tasa de paro, que cayó al 8% de la población activa. Un año atrás la cifra era del 9,5%. Esta mejora es muy oportuna, ya que puede contribuir a evitar que las familias contengan excesivamente su gasto.

Francia: nuevos esfuerzos de reforma económica

El principio de 2008 ha sido relativamente benigno en Francia desde el punto de vista económico. El consumo de los hogares se recuperó, creciendo un 3,7% interanual en febrero. La confianza del consumidor, ese mismo mes, repuntó cuatro décimas. La producción industrial creció en enero un 2,7% interanual, su mejor registro desde octubre pasado. Incluso las exportaciones, cuyo crecimiento se había estabilizado entre septiembre y diciembre, repuntaron un tanto en enero. Los precios han dejado de acelerar su crecimiento (en febrero el IPC repitió en el 2,8% interanual). Finalmente, la tasa de paro sigue senda abajo, situándose en enero en el 7,8% de la población activa, mínimo en 12 años.

Francia arranca 2008 en mejor forma de lo esperado...

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	2,2	1,9	1,9	1,4	2,2	2,1	–	...
Consumo de los hogares	2,7	3,4	3,6	2,8	4,2	3,2	2,3	3,7
Producción industrial	1,0	1,5	1,0	0,2	2,2	2,4	2,7	...
Tasa de paro (*)	9,2	8,3	8,6	8,4	8,2	7,9	7,8	...
Precios de consumo	1,7	1,5	1,2	1,2	1,3	2,3	2,8	2,8
Balanza comercial (**)	–27,0	–32,6	–29,0	–30,7	–33,2	–37,6	–40,5	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Entonces, ¿todo va bien? Lo cierto es que esta batería de indicadores, a pesar de referirse al invierno, tiene mucho de flor de verano. En pocos meses se espera que la coyuntura se vuelva menos satisfactoria. El conjunto de los analistas espera un crecimiento en 2008 de sólo el 1,6%, es decir, por debajo del 1,9% de 2007. Pero incluso esta cifra parece excesivamente optimista. El instituto estadístico francés, el INSEE, prevé que el crecimiento sea de sólo el 1,4% en 2008, fruto del empeoramiento tanto de la demanda interna como del sector exterior. El escenario del INSEE tiene, además, como un posible riesgo el hecho de basarse en un ajuste del gasto de los hogares mínimo.

A pesar de que pintan bastos en el terreno coyuntural, el presidente galo Nicolas Sarkozy mantiene su idea de profundizar en la reforma económica. En este sentido, Sarkozy encomendó a un grupo liderado por Jacques Attali un informe sobre las medidas para mejorar el crecimiento económico. Los resultados de este grupo de trabajo han sido un abanico de propuestas –nada menos que 316– que van desde liberalizar las licencias de taxi hasta la creación de 10 polos de excelencia investigadora. Tras su presentación a finales de enero, y superado el pequeño

impasse político que han representado las elecciones municipales, ahora se espera que el presidente francés empiece a implementar una parte significativa de estas medidas.

Italia: magra herencia económica para el nuevo gobierno

La economía italiana sigue atravesando una época complicada. Aunque los buenos datos de principios de 2008 que han registrado el resto de las grandes economías de la eurozona no han pasado totalmente de largo, en el caso italiano han revestido una intensidad menor. Ciertamente, las ventas al por menor repuntaron en enero, pero la confianza del consumidor cayó más de un punto en febrero. En un sentido similar se han movido los indicadores de oferta. El más significativo de ellos, la producción industrial, cayó en enero un 1,3% interanual, una cifra que mejora ostensiblemente el dato de diciembre (retroceso interanual del 4,1%). Pero con los pedidos industriales retrocediendo un 12% en febrero y la confianza de la industria sumando tres meses consecutivos en descenso en ese mismo mes de febrero, sorprendería que el sector secundario pudiese consolidar la mejora.

...pero el resto del año puede discurrir por derroteros menos halagüeños.

Se está preparando una nueva ronda de reforma económica estructural.

El tono económico italiano es débil y sensiblemente inferior al de las restantes grandes economías de la eurozona.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	1,9	...	2,4	1,8	1,9	...	-	...
Ventas al por menor	1,2	0,5	1,0	0,1	0,2	0,5	1,0	...
Producción industrial	2,6	-0,1	1,2	0,7	0,8	-2,9	-1,3	...
Tasa de paro (*)	6,8	6,1	6,2	6,1	6,0	6,0	-	...
Precios de consumo	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	2,4	3,0	2,9
Balanza comercial (**)	-17,6	-13,7	-19,1	-15,4	-11,3	-8,9	-10,0	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La previsión de crecimiento para 2008 del Ministro de Finanzas es del 0,6%.

Tampoco acaban de replicarse en Italia los buenos datos laborales de sus socios de la moneda única. En el cuarto trimestre de 2007 el crecimiento del empleo, a pesar de mantenerse en la zona de los avances, apenas fue del 1,1% interanual, seis décimas porcentuales menos que en el tercer trimestre. Por otra parte, la tasa de paro repitió en dicho cuarto trimestre en el 6,0% de la población activa. Por lo que se refiere a los precios, aquí las semejanzas sí son más aparentes: en febrero el IPC se desaceleró una décima porcentual, hasta el 2,9%.

Esta es la herencia económica que recibirá el futuro gobierno que emane de las elecciones legislativas del 13 y 14 de abril próximos. No hay que hacerse demasiadas esperanzas para lo que resta de año. Las previsiones apuntan a un crecimiento reducido. El propio informe económico del Ministro de Finanzas apunta a que en 2008 se crecerá un magro 0,6%, lejos del de por sí moderado 1,5% de 2007. Según el ministro Tommaso Padoa-Schioppa, en la economía italiana repercutirá de forma muy negativa la dependencia del entorno exterior, el cual tenderá a deteriorarse de forma apreciable.

No obstante, en el exterior no acaban los males italianos. Según Confcommercio,

la asociación de empresas de comercio, el estado de forma de la demanda interna también es delicado, con el consumo privado rozando la zona del crecimiento negativo. Aunque su escenario central se asemeja al del gobierno (avance del PIB del 0,7% en 2008), el de riesgo apunta a un crecimiento del 0,2%, esto es, a un paso de la recesión.

Reino Unido: el consumidor resiste pero la incertidumbre crece

La situación económica del Reino Unido no deja de ser paradójica. Los últimos indicadores disponibles no permiten vislumbrar señales claras de la incidencia de la crisis financiera internacional. No obstante, todos los analistas coinciden en señalar que el impacto de la restricción crediticia global afectará de forma especialmente intensa en la economía británica. El tiempo, como siempre, dará y quitará razones.

Hoy por hoy, no obstante, la coyuntura británica parece transitar con cierta holgura por las turbulencias financieras. Las familias siguen gastando con cierta alegría, como atestigua la evolución alcista de las ventas al por menor (crecimiento de cerca del 6% en la media de

Los indicadores recientes de Reino Unido no reflejan todavía el impacto de la crisis financiera internacional...

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	2,9	3,0	3,0	3,2	3,1	2,8	–	...
Ventas al por menor	3,2	4,4	4,6	4,1	4,9	3,9	5,9	5,5
Producción industrial	0,3	0,3	–0,4	0,8	0,1	0,7	0,5	...
Tasa de paro (*)	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Precios de consumo	2,3	2,3	2,9	2,6	1,8	2,1	2,2	2,5
Balanza comercial (**)	–74,1	–82,2	–78,4	–80,1	–83,2	–87,0	–88,56	...
Tipo de interés								
Libor 3 meses (***)	4,6	5,3	5,3	5,6	6,0	6,3	6,0	5,6
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra	98,0	103,9	103,9	104,0	104,3	102,2	97,6	95,3

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.

enero y febrero, un par de puntos porcentuales más que en el cuarto trimestre). Aunque la confianza del consumidor sigue una tendencia bajista, por el momento parece relativamente ordenada. No es de extrañar, ya que la tasa de paro se mantuvo en el 2,5% entre octubre y febrero, sus mínimos desde 1975, lo que proporciona un cojín adicional al gasto de los hogares.

Otros indicadores apuntan a desaceleración, pero sin desplome alguno. Así, la producción industrial avanzó un 0,5% interanual en enero, ligeramente por debajo del 0,9% de diciembre. Un poco más alarmante es la evolución del indicador de sentimiento económico, ya que se situó en el nivel de los 95 puntos en febrero (a comparar con los 104 puntos de enero). De consolidarse esta tendencia –una situación que todavía no puede afirmarse– estaríamos en presencia de uno de los

primeros indicadores tangibles de la dentellada financiera en la coyuntura económica.

Los problemas más acuciantes se mantienen, por tanto, en el frente de los precios. Aquí los desequilibrios han sido persistentes en los últimos meses, ya que desde octubre se está por encima del objetivo de inflación del Banco de Inglaterra, fijado en el 2%. El repunte de febrero, hasta el 2,5% interanual, ha ratificado que la inflación dista de estar controlada. No obstante, el banco central inglés, que bajó su tipo de interés de referencia en diciembre y en febrero, parece estar más preocupado por la previsible ralentización económica que por un repunte inflacionista que espera que sea puntual. Probablemente esté en lo cierto y el peligro sea más salvar la economía de un hundimiento que mantener estabilizadas las expectativas de inflación.

...aunque se espera que ésta tome cuerpo en los próximos meses, diagnóstico que está implícito en el relajamiento monetario del Banco de Inglaterra.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

La crisis no da tregua a los bancos centrales

En agosto del año pasado se inició la que se ha denominado crisis hipotecaria *subprime*. El origen del problema fue la concesión de crédito hipotecario en Estados Unidos a clientes de escasa solvencia y sin haber realizado los controles de riesgo adecuados. Estas hipotecas eran titulizadas y de esta forma transmitidas a una gran variedad de agentes financieros que apenas eran conscientes del riesgo que asumían. El súbito aumento de la morosidad de estos productos desencadenó una crisis de confianza entre las instituciones financieras que provocó una restricción en la concesión de créditos, problemas de liquidez y

elevadas pérdidas en el balance. Las turbulencias, que no han respetado mercados ni fronteras, siguen desde entonces.

En Estados Unidos, el aumento de la morosidad y el deterioro de las ratios de capital de los bancos se han traducido en una reducción de la oferta de crédito por parte de la banca. En los mercados interbancarios, donde los bancos se prestan dinero entre sí, se ha traducido en subidas del tipo de interés.

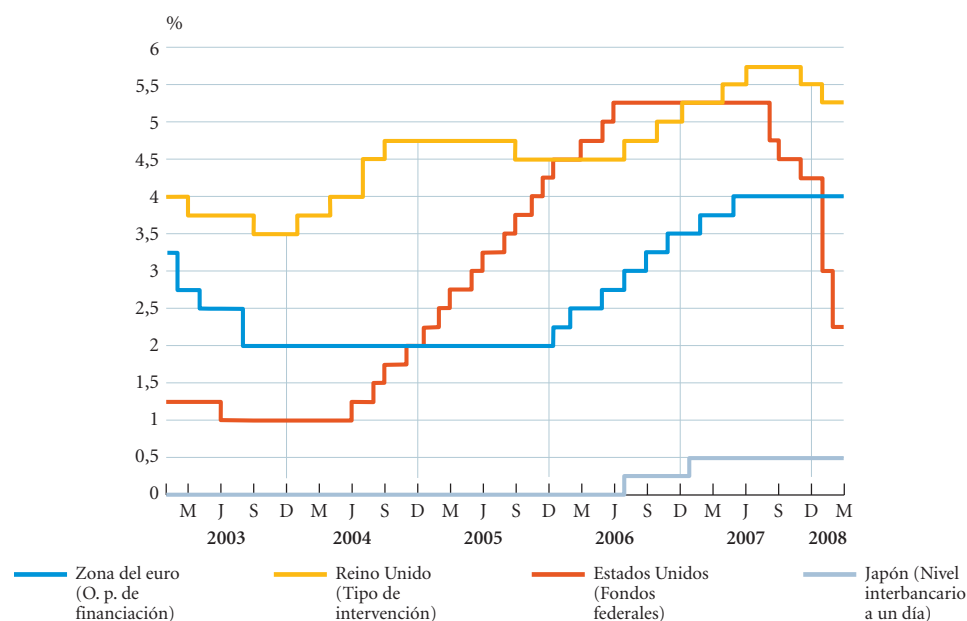
Ante el cariz que ha adoptado la crisis de liquidez, que finalmente se ha convertido en una crisis bancaria, la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, decidió el 18 de marzo en la reunión de polí-

La crisis financiera iniciada en agosto del año pasado en Estados Unidos se extiende al resto del mundo.

La Reserva Federal adopta una batería de medidas para inyectar liquidez.

LA RESERVA FEDERAL VUELVE A RECORTAR EL TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTE: Bancos centrales.

tica monetaria recortar nuevamente el tipo de referencia, esta vez en 75 puntos básicos, hasta el 2,25%. En el comunicado tras la reunión, los miembros de la Fed hicieron hincapié en el fuerte deterioro de la actividad económica.

Antes de esta bajada del tipo oficial, la Fed adoptó una batería de medidas para intentar paliar los efectos de la misma. El objetivo final de estas medidas es incrementar la liquidez sobre todo en el mercado interbancario y, también, en el mercado de activos respaldados por activos hipotecarios.

Así, a principios de marzo se creó una nueva ventana de liquidez a la que pueden acudir los bancos de inversión norteamericanos que no tenían acceso a la ventana de descuento, como el resto de bancos de depósitos. En segundo lugar, la Reserva Federal decidió aceptar como colateral o garantía de esta liquidez no sólo bonos del Tesoro, sino también bonos de las agencias federales Freddie Mac y Fannie Mae, e incluso títulos respaldados por hipotecas emitidas por empresas privadas con calificación crediticia elevada.

Por otra parte, la Fed anunció el incremento de las líneas de *swap* con el BCE y el banco central de Suiza. Un *swap* consiste en una permuta financiera, a través de la cual la Fed pone a disposición de estos dos bancos centrales europeos dólares para que puedan facilitarlos a los bancos comerciales europeos. Como contrapartida, la Fed recibe activos en euros.

La liquidez aportada por todas estas medidas asciende a unos 336.000 millones de dólares. ¿Es una cantidad suficiente? Representa aproximadamente un 2% del producto interior bruto de Estados Unidos y es casi el doble del plan fiscal aprobado por la administración, que asciende a unos 170.000 millones de dólares. Por tanto, es una inyección de liquidez ex-

traordinaria que refleja las dificultades por las que está atravesando el sistema financiero norteamericano.

Con todo, todas estas actuaciones no evitaban los rumores sobre la insuficiente liquidez del quinto mayor banco de inversión de Estados Unidos: Bear Stearns. Varias de sus contrapartidas en el mercado interbancario decidieron cortar las líneas que tenían con este banco. Ante la problemática de su viabilidad financiera, la Fed instrumentalizó la compra de Bear Stearns a través del banco comercial JPMorgan.

En la eurozona, las preocupaciones son distintas, de momento. El Banco Central Europeo (BCE), en su Consejo de Gobierno celebrado el 6 de marzo, mantuvo el tipo de interés oficial en el 4%. La información económica conocida desde la anterior reunión confirmaba la existencia de fuertes presiones en precios a corto plazo, que se reflejaron en la revisión al alza de la previsión de inflación del banco emisor. También apuntaba a un aumento de la incertidumbre sobre la futura trayectoria de la actividad económica.

En la conferencia de prensa que siguió a la reunión del Consejo, el presidente del BCE, Trichet, se refirió al riesgo del impacto de las turbulencias financieras sobre la concesión de crédito a empresas y familias. Respecto a las empresas no financieras citó el incremento de crédito del 14,6% anual, lo que representa según sus propias palabras un crecimiento muy dinámico. Y respecto a las familias, la desaceleración en la concesión de crédito a las mismas es consistente con la subida del tipo de interés de referencia iniciada en diciembre de 2005. Por último, descartó que vaya a producirse un fuerte deterioro del crédito en los próximos meses.

Además, Trichet confirmó que, a pesar de la crisis financiera, el BCE no ha mo-

Las medidas se muestran insuficientes y la Fed se ve obligada a rescatar a un banco privado.

En cambio, el BCE mantiene el tipo de interés en el 4% y advierte del riesgo de inflación.

El crédito a empresas y familias de la eurozona crece notablemente.

China aumenta nuevamente el coeficiente de reserva de los bancos para luchar contra la inflación.

dificado, a diferencia de la Fed, la lista colateral o de valores de garantía admisibles para obtener liquidez. Ésta no se ha modificado desde el lanzamiento del euro el 1 de enero de 1999. Por otra parte, añadió que el BCE hace un seguimiento muy estricto de la calidad crediticia de estas garantías.

El banco emisor de la eurozona volvió a recordar a todos los agentes económicos su preocupación por los incrementos salariales que supongan un deterioro de las expectativas de inflación. El BCE ha comunicado que está realizando un seguimiento de las negociaciones salariales, y le preocupan aquellos esquemas en los que los sueldos nominales se indexan al índice de precios de consumo.

Por otra parte, en China la preocupación por el incremento de la inflación ha impulsado al banco central a mover ficha. Éste ordenó el incremento del coeficiente de reserva en medio punto porcentual, del 15,0% al 15,5%. Esta acción sigue al aviso del primer ministro chino Wen en su conferencia de prensa anual, tras el final de la Asamblea Popular Nacional en Pekín, en la que indicó que el gobierno combatiría la inflación de forma decidida.

En este sentido, el gobernador del banco central chino, Zhou, señaló su predisposición a subir el tipo de interés de referencia. De momento, durante este año el banco central ha evitado subir el tipo de interés tras los seis incrementos realizados durante el año pasado, que dejaron el tipo oficial en el 7,47%. Pero la inflación ha alcanzado el 8,7%, con lo que los tipos de interés reales son negativos en China. ¿Por qué no sube rápidamente el tipo de interés? El motivo es el riesgo de una fuerte apreciación de la divisa que hiciera que sus empresas perdieran competitividad. Y es que la estabilidad social china exige la creación de entre 2 y 4 millones de puestos de trabajo al año para absorber la in-

migración desde las zonas rurales hacia las ciudades.

Finalmente, en Japón lo que parecía una fácil transición en su banco central se ha complicado por la ausencia de consenso entre el gobierno y la oposición sobre el sucesor del actual gobernador Fukui, que cesó tras la expiración de su mandato. La crisis se ha desarrollado tras la negativa del partido en la oposición de aceptar al segundo candidato propuesto por el gobierno, Tanami, presidente del Banco Japonés para la Cooperación Internacional y antiguo ministro de economía. La oposición ha indicado que sus credenciales son similares a las del primer candidato propuesto, Muto, vicepresidente del Banco de Japón pero con 37 años de desempeño en el Ministerio de Economía, y que le hacen ser demasiado próximo al gobierno poniendo en entredicho su independencia. Esta situación de punto muerto abre un vacío de liderazgo en el Banco de Japón en un momento crítico, con riesgo de dañar la credibilidad del banco central y del gobierno en medio de fuertes turbulencias financieras internacionales.

Los tipos de interés sufren las turbulencias financieras

Los tipos de interés reflejan de forma intensa el aumento de las incertidumbres. Las fluctuaciones de la volatilidad vienen inducidas por el aumento o disminución de la intensidad de la crisis hipotecaria *subprime* de los Estados Unidos, que se ha convertido en una crisis que afecta a la solvencia y a la estabilidad del sistema financiero.

En el último mes, las curvas de tipos de interés se han visto sujetas al influjo de varios factores. Los tipos a corto plazo se han visto afectados por una nueva reducción de la oferta de crédito en los mercados interbancarios. Como puede observarse en el siguiente cuadro, el euríbor a un año

En Japón el banco central está a la espera de que le sea asignado un nuevo gobernador.

Los tipos de interés reflejan la reducción del crédito, el deterioro de las expectativas de crecimiento y la huida hacia la calidad.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2007									
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	4,00	4,38	4,38	3,00	3,06	0,96	5,25	5,74	2,72
Marzo (1)	4,00	4,66	4,65	2,25	2,60	0,97	5,25	5,98	2,80

NOTAS: (1) Día 19.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 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: 11-12-07(4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%).

(4) Últimas fechas de variación: 11-1-07 (5,25%), 10-5-07 (5,50%), 5-7-07 (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.

en la zona del euro ha vuelto a escalar hasta niveles superiores al 4,6%, cuando parecía que los máximos de los últimos meses del año pasado, 4,78%, habían ya quedado atrás. Así, tras las inyecciones de liquidez del BCE, los tipos de interés se fueron moderando, y llegaron en el mes de enero a unos niveles que se podrían calificar de cierta normalización.

El mes de febrero fue de transición, pero en marzo disminuyó la liquidez, lo que volvió a tensionar nuevamente los mercados interbancarios. Esta evolución es reflejo de la intensa reducción de la oferta crediticia bancaria ante la necesidad de aumentar la liquidez en el balance de los bancos a fin de hacer frente al potencial

deterioro de las ratios de capital. Las instituciones de crédito tratan de acumular liquidez y están menos dispuestas a prestar en el mercado interbancario; como consecuencia, la menor oferta de crédito hace subir el precio del dinero, es decir, los tipos de interés del mercado interbancario.

En cambio, los tipos de interés a medio y largo plazo se han visto afectados por el fuerte deterioro de las expectativas de crecimiento en Estados Unidos y por la huida hacia la calidad, dos factores difíciles de desligar y que están actuando conjuntamente desde el estallido de la crisis *subprime*, pero que en marzo han vuelto a pulsar con fuerza. En el caso de las expectativas de crecimiento estadounidense, si un in-

El euríbor a un año sube de nuevo, cuando parecía que consolidaba una tendencia a la baja.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo se mantienen deprimidos.

Los inversores diferencian la deuda pública de los emisores según su calificación crediticia.

versor cree que la actividad económica se frenará, esperará que la inflación acabe bajando. En este contexto, confiará en que el recorte del tipo de referencia del banco central se traslade a la curva de tipos de interés de la deuda pública. Con estas expectativas, aumenta la demanda de bonos públicos y por lo tanto las rentabilidades de los mismos descienden, pues precio y rentabilidad se mueven en sentido inverso.

En este contexto, además, se produce un movimiento de compra de deuda pública de elevada calidad, la cual actúa de valor refugio en una situación de crisis. Ante la fuerte caída experimentada en las bolsas mundiales, los inversores prefieren reducir el riesgo de sus carteras de inversión vendiendo los activos de mayor riesgo y sobreponderando la posición de renta fija pública de elevada calidad.

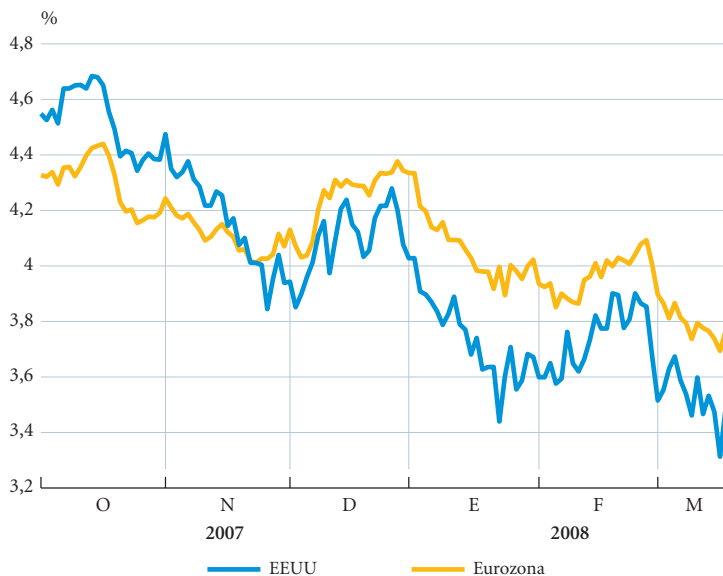
En el siguiente gráfico puede observarse la tendencia bajista experimentada por la cotización de la deuda pública con veni-

miento a 10 años de Estados Unidos. Teniendo en cuenta que la inflación en Estados Unidos es del 4% y que un bono de deuda pública ofrece un tipo de interés del 3,3%, actualmente hay tipos de interés reales negativos a largo plazo que descuentan una situación económica de recesión. También los bonos de la deuda pública a largo plazo en la eurozona han caído en rentabilidad, pero ofrecen unos 40 puntos básicos (100 puntos básicos es un 1%) más que la deuda norteamericana.

Esto puede observarse en la caída generalizada de las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo que se ha extendido no sólo a Estados Unidos y a la eurozona, sino también a Japón, Reino Unido y Suiza. Pero las caídas no han sido de la misma magnitud, pues los inversores han distinguido la calidad de crédito de los bonos. Por ejemplo, un bono de deuda pública a 10 años emitido por Italia paga un tipo de interés del 4,32%, es decir, 55 puntos básicos más que el bono alemán.

EL DETERIORO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA SE REFLEJA EN LAS COTIZACIONES DE LA DEUDA PÚBLICA

Tipo de interés de la deuda pública a diez años



FUENTE: Bloomberg.

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	Febrero	19 marzo
Estados Unidos	4,39	4,70	4,59	4,02	3,51	3,42
Japón	3,31	1,69	1,69	1,51	1,37	1,28
Eurozona	1,48	3,95	4,33	4,33	3,89	3,77
Reino Unido	4,10	4,74	5,01	4,51	4,47	4,33
Suiza	1,97	2,52	3,01	3,05	2,96	2,81

FUENTE: Bloomberg.

El bono alemán tiene un *rating* máximo, AAA/Aaa, mientras que el italiano tiene una calificación crediticia inferior, de Aa2/A+.

Es normal que un mayor riesgo implique una exigencia de mayor rentabilidad, pero el diferencial de 0,55% es un máximo histórico desde el lanzamiento del euro. A mediados del año pasado el diferencial era sólo del 0,2%. Dos factores ayudan a explicar el aumento de este diferencial. En primer lugar, la incógnita sobre el nuevo gobierno italiano y sus planes presupuestarios. En segundo lugar, cuando se produce una huida hacia la calidad, los inversores se refugian en el bono alemán por la profundidad y liquidez de su mercado. Sin embargo, hay que recordar que no existe un riesgo de divisas, pues ambos bonos cotizan en euros y pagar más de medio punto porcentual cada año durante 10 años implica una aversión al riesgo intensa.

¿Hay que parar la caída del dólar?

El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha advertido que se ha incrementado el riesgo a la baja del crecimiento debido a que la volatilidad en los mercados de divisas puede provocar un ajuste más abrupto de los desequilibrios comerciales. Por ejemplo, desde el 1 de enero el dólar se ha depreciado un 7,2%

con respecto al euro y un 12,4% contra el yen japonés.

En la misma línea, y tras la fuerte depreciación del dólar, el presidente del BCE y el primer ministro de Luxemburgo se refirieron públicamente en Bruselas a la política de Estados Unidos del dólar fuerte. Trichet repitió su mensaje de forma más intensa en la conferencia de prensa del 6 de marzo y otra vez el 10 de marzo. Sin embargo, el resultado de estas intervenciones verbales fue nulo, pues el mercado de divisas no tomó nota de las indicaciones de los máximos responsables de la política monetaria y del euro.

Sin embargo, hay voces discordantes al respecto. El Bundesbank, el banco central alemán, cree que las exportaciones alemanas dependen del crecimiento de los mercados a los que exporta y del atractivo del producto, más que del puro precio. Además, el director gerente del FMI, Strauss-Kahn, aunque destacó el riesgo para el crecimiento del desplome del dólar, consideró que no es necesaria en la situación actual una intervención concertada de los bancos centrales para frenar la caída.

Quizá sea esta ausencia de consenso institucional el motivo que ha frenado al presidente del BCE a realizar más comentarios sobre la situación del euro contra el dólar. O quizá sea el nulo resultado de los mismos, pues el dólar finalmente aceleró

Trichet y Juncker se muestran preocupados por la cotización del dólar...

...pero no existe unanimidad sobre qué hacer para frenar el desplome del dólar.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

19-03-08

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	99,4	-8,4	-12,4	-18,2
Libra esterlina	0,504	-1,9	0,0	-2,1
Franco suizo	1,001	-9,3	-13,2	-21,1
Dólar canadiense	1,004	-1,3	0,6	-17,3
Peso mexicano	10,698	-0,6	-2,0	-4,1
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,564	6,2	7,2	17,6
Yen japonés	155,4	-2,1	-4,6	-0,6
Franco suizo	1,566	-2,8	-5,3	-2,9
Libra esterlina	0,788	4,2	7,2	15,1
Corona sueca	9,402	0,9	-0,4	1,2
Corona danesa	7,459	0,1	0,0	0,2
Zloty polaco	3,535	-1,2	-1,9	-8,6
Corona checa	25,44	0,4	-4,1	-8,3
Forint húngaro	256,4	-3,2	1,3	4,3

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

FUENTE: Bloomberg.

EL DÓLAR SE DESPLOMA CONTRA EL EURO

Tipo de cambio euro-dólar



FUENTE: Bloomberg.

su declive ante el euro llegando a cotizar un 1,59 durante la sesión del 17 de marzo.

La reflexión más interesante sobre el mercado provino del vicegobernador del Banco de Inglaterra, en la que partió de la observación objetiva de que el dólar se ha depreciado menos contra las divisas de países con mayores superávits comerciales, lo que plantea riesgos. Por ejemplo, que la reducción del déficit comercial de Estados Unidos no iguale la caída del superávit comercial de países como China, pero en cambio se traduzca en un incremento del déficit comercial con otros países. En realidad, con el control de sus divisas, China y el resto de Asia están reexportando el déficit comercial de Estados Unidos a la eurozona.

Otro movimiento espectacular en el mercado de divisas ha sido la cotización del yen contra el dólar, en la que se ha roto el suelo de los 100 yenes por dólar. Esto crea un grave problema a las empresas exportadoras niponas. El banco central de Japón realiza la encuesta industrial más im-

portante del país, conocida con el nombre de Tankan. La última encuesta fue realizada en los meses de noviembre y diciembre del año pasado y participaron más de 10.000 compañías. En la misma se les preguntó cuál era su previsión de tipo de cambio yen-dólar para el año 2008. La media de las respuestas fue de 116,1. Por tanto, la cotización actual de 99,4 representa un nivel un 17% inferior al nivel esperado según el empresariado japonés.

Vértigo en los mercados de renta variable

Las dudas creadas sobre el futuro de la economía mundial se han trasladado a las cotizaciones de las bolsas. Si en febrero las bolsas, tras la fuerte caída del mes anterior, estaban en situación de esperar y ver, en el mes de marzo los inversores volvieron la espalda a los activos de renta variable.

Caídas mensuales del 9% en la bolsa alemana o del 10,9% en la japonesa no se producen todos los meses y reflejan bien

La cotización del yen complica la situación de las empresas exportadoras niponas.

La estabilidad de las bolsas dependerá del crecimiento en Estados Unidos y de la normalización de los mercados interbancarios.

LA BOLSA MANTIENE SU TENDENCIA BAJISTA

Índice de bolsa europeo DJ Eurostoxx50



FUENTE: Bloomberg.

El IBEX se comporta mejor que el resto de indicadores de su entorno.

el sentimiento de desánimo de los inversores internacionales, que ven cómo las noticias negativas económicas se van acumulando una tras otra, a pesar de los esfuerzos de los bancos centrales y gobiernos para controlar los perniciosos efectos de la crisis financiera actual. Algunas bolsas, desde el inicio del año, han caído más de un 20%, nivel a partir del cual los operadores de bolsa consideran que se ha entrado en un mercado bajista.

Cabe citar el movimiento del índice de bolsa de referencia español, el IBEX 35, que ha tenido un mejor comportamiento relativo que el resto de índices de su entorno. Dos son los elementos que explican esta diferencia. En primer lugar, el incremento del precio de algunas compañías por rumores de operaciones corporativas de fusiones o adquisiciones. En segundo lugar, en el entorno actual los

inversores perciben a la banca española como una de las más sólidas del continente europeo por su férreo control de riesgos, sus elevadas provisiones y su fuerte capitalización.

Ahora, la pregunta interesante que se abre es si los precios actuales ya han descontado el peor escenario o si, aunque se está generando una oportunidad de compra, todavía no se ha tocado fondo. Todo dependerá de la respuesta a dos preguntas. Primera, si la economía estadounidense puede recuperarse a partir de la segunda mitad de este año y mantener esta recuperación durante 2009. Segunda, el tiempo necesario para devolver a la normalidad los mercados interbancarios. El riesgo de mantener la situación actual durante muchos meses más es un mayor deterioro de las condiciones para obtener financiación por parte de las empresas y las familias.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

19-03-08

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.370,4	0,3	-6,7	1,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.330,8	-1,3	-9,4	-5,1
<i>Nasdaq</i>	2.262,3	-1,9	-14,7	-5,5
Tokio	12.260,4	-10,9	-19,9	-27,9
Londres	5.555,9	-6,9	-14,0	-10,2
Zona del euro	3.531,9	-7,2	-19,7	-12,9
<i>Francfort</i>	6.373,8	-9,0	-21,0	-4,5
<i>París</i>	4.566,3	-6,5	-18,7	-16,4
<i>Amsterdam</i>	427,4	-4,8	-17,1	-13,2
<i>Milán</i>	30.789,0	-9,8	-20,1	-23,9
<i>Madrid</i>	12.970,6	-2,3	-14,6	-9,0
Zurich	7.078,4	-5,2	-16,6	-19,9
Hong Kong	21.866,9	-9,4	-21,4	13,5
Buenos Aires	2.050,2	-0,6	-4,7	1,0
São Paulo	60.462,4	-2,9	-5,4	38,3

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.

Actividad económica

Notable deterioro de las expectativas económicas

En el inicio del año 2008 los indicadores disponibles señalan una intensificación de la desaceleración económica del último periodo. La aminoración del ritmo de crecimiento afecta tanto al consumo como a la inversión. Desde el lado de la oferta, destaca la pérdida de impulso de la construcción. Las perspectivas a corto o medio plazo apuntan a la continuidad de estas tendencias.

Las ventas del comercio minorista continuaron cayendo en el primer mes del ejercicio. Así, en enero experimentaron un descenso del 2,4% en precios constantes en relación con el mismo mes del año anterior, una de las mayores caídas inter-

anuales de la Unión Europea. No obstante, el decremento se frenó en cierta medida en febrero. Por otra parte, las ventas de automóviles bajaron el 5,9% en el primer bimestre del año. Esta disminución está influida por la eliminación del Plan Prever, que incentivaba la sustitución de turismos con más de diez años de antigüedad, y por la escalada del precio de los carburantes. No obstante, también refleja la degradación de la confianza de los consumidores.

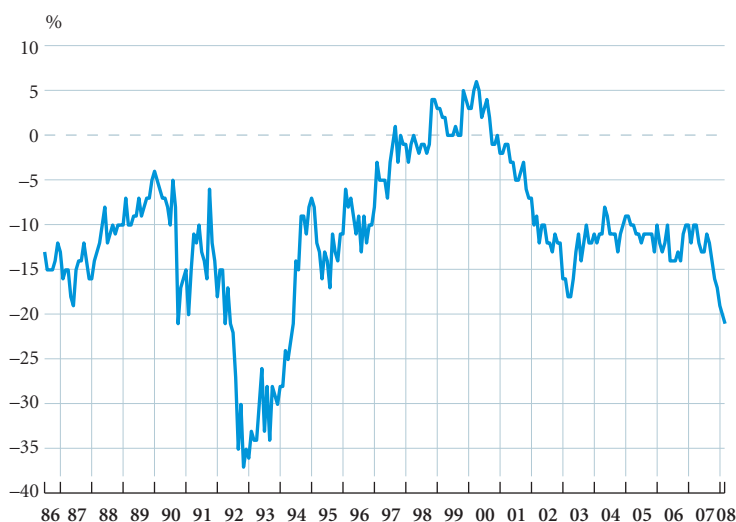
En efecto, el indicador de confianza de los consumidores ha marcado en febrero la cota más baja desde 1994, afectado por un deterioro del mercado laboral, unas condiciones financieras menos laxas y un endeudamiento relativamente elevado. Sin embargo, se colocaba lejos del míni-

El crecimiento de la economía española se desacelera rápidamente.

Caen las ventas minoristas y de automóviles al principio del año.

NOTABLE DETERIORO DE LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES

Saldo neto del indicador de confianza de los consumidores



NOTA: Serie corregida de estacionalidad.
FUENTE: Comisión Europea.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	2,3	1,2	4,8	2,1	0,9	-2,7	1,8	...
Importación de bienes de consumo (**)	8,9	5,1	-1,1	5,6	8,4	7,7	-2,6	...
Matriculaciones de automóviles	-0,9	-1,2	-0,7	-2,4	-2,9	1,3	-12,7	0,7
Crédito al consumo de bienes duraderos	14,5	10,0	13,8	9,6	6,9	9,9	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-12,3	-13,3	-10,7	-12,7	-12,3	-17,3	-20,0	-21,0
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	8,4	5,9	9,0	5,3	6,3	3,3	4,6	...
Importación de bienes de equipo (**)	3,2	9,8	20,1	11,0	-0,6	9,0	-18,3	...
Matriculación de vehículos industriales	1,5	0,3	1,7	-2,2	-3,0	4,7	-31,0	-13,8
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	9,0	7,3	6,4	7,7	7,6	7,5	2,4	...
Exportaciones	5,6	4,2	3,0	2,8	6,7	4,6	3,0	...

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

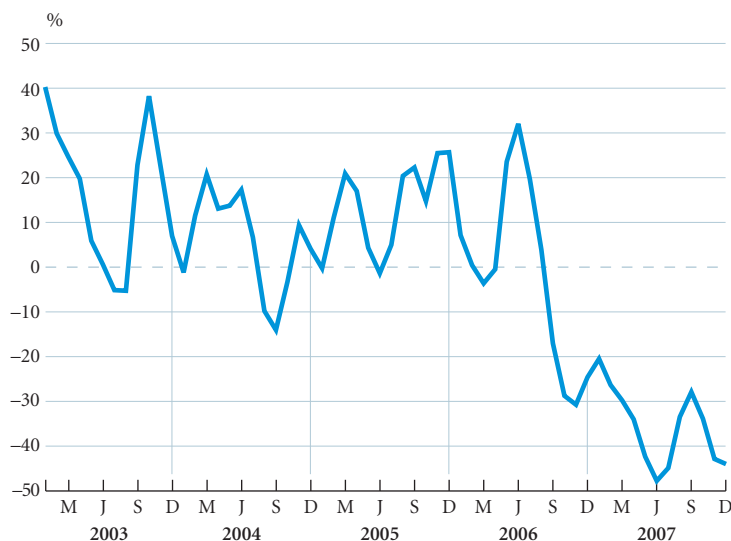
(**) En volumen.

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

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

MARCADA CAÍDA DE LOS VISADOS DE OBRA NUEVA DE VIVIENDAS

Variación intermensual anualizada de la tendencia de los visados de obra nueva



FUENTES: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

mo anotado en 1992. Por otra parte, la producción industrial de bienes de consumo experimentó una cierta recuperación en enero, con un aumento interanual del 1,8%.

La deceleración del consumo interior y el empeoramiento de las perspectivas internacionales a resultas de la extensión de la crisis de los mercados financieros internacionales están incidiendo en la demanda de inversión. Así, las ventas de vehículos de carga registraron fuertes caídas en los primeros meses del año. Las ventas interiores de bienes de equipo y *software* en las grandes empresas anotaron las mayores bajadas interanuales desde el año 2002 al comienzo de este año. La producción de bienes de equipo, no obstante, experimentó un repunte en enero, con un ascenso interanual del 4,6%, lo que muestra un cierto vigor.

La inversión en construcción, por su parte, sigue bajo mínimos. El consumo de cemento se redujo el 7,0% en el primer bi-

mestre con relación a doce meses antes. Otro indicador adelantado, los visados de obra nueva de viviendas, cayeron el 24,7% en 2007 respecto al récord del año 2006, hasta situarse en 651.427, cifra relativamente alta. La tendencia de este indicador señala que prosigue una considerable caída.

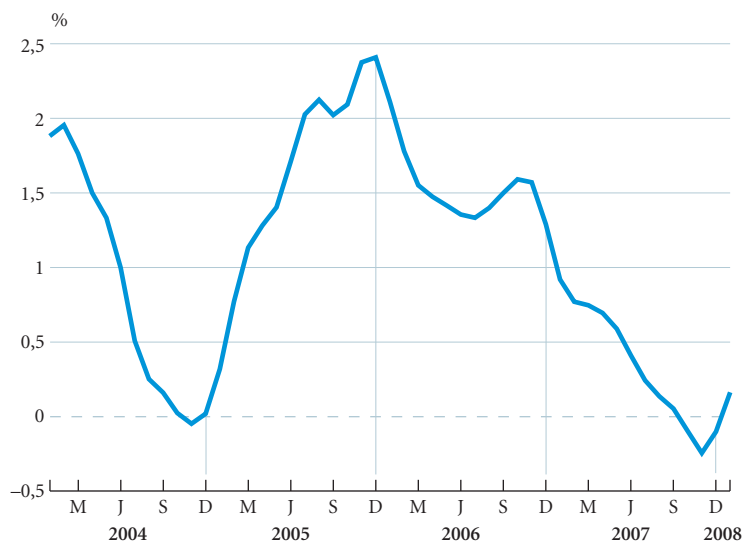
Desde la óptica de la oferta, la producción industrial se recuperó en enero después de las caídas anteriores. Así, el índice general de producción industrial subió el 0,7% respecto al mismo mes del año anterior, lo que califica el ritmo de avance manufacturero como modesto. Los bienes de equipo fueron los que presentaron una mejor evolución en los últimos doce meses, con un ascenso del 4,6%, seguidos de los bienes de consumo no duradero, con un aumento anual del 2,3%. Las ramas más dinámicas resultaron la fabricación de material electrónico, la industria del tabaco, el cuero, la alimentación, el textil, el papel y la fabricación de vehículos de motor. Las mayores caídas corres-

Los visados de obra nueva de viviendas bajan el 25% en 2007.

Dinamismo de la fabricación de material electrónico, tabaco, cuero y alimentación.

LIGERA RECUPERACIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Variación intermensual anualizada de la tendencia del índice general de producción industrial



NOTA: Serie corregida de diferencias de calendario.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Las transacciones de viviendas bajan el 14% en 2007.

pondieron a la fabricación de máquinas de oficina, la extracción de productos energéticos y la madera y corcho.

En cuanto a las perspectivas industriales, el indicador de confianza en la industria continuó descendiendo en febrero hasta colocarse en el menor nivel desde mediados de 2005, influido negativamente por el encarecimiento de las materias primas. No obstante, las cifras de nuevos pedidos de enero, con una elevación del 6,2% en relación con el mismo mes de 2006, sostienen una visión moderadamente optimista.

Respecto a la construcción, el segmento residencial se halla en un proceso de ajus-

te debido a la atonía del mercado inmobiliario. En 2007 siguieron disminuyendo las transacciones de viviendas, con un descenso interanual del 13,9%, según datos del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España. En enero de 2008 la bajada interanual se intensificó hasta un 27,1%.

Por lo referente al sector servicios, los turistas extranjeros entrados en el primer bimestre supusieron un incremento del 3,9% con relación al mismo periodo del año anterior. Las pernoctaciones en los hoteles nacionales experimentaron un aumento del 2,3% en los últimos doce meses, incremento levemente superior al

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Industria								
Consumo de electricidad (1)	3,9	4,1	5,2	4,2	1,9	5,0	3,5	3,3
Índice de producción industrial (2)	3,9	1,9	4,2	2,5	1,1	-0,2	0,7	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,7	-0,3	2,3	0,7	-0,7	-3,3	-4,0	-8,0
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	7,1	9,6	...
Construcción								
Consumo de cemento	8,5	0,3	5,5	-1,3	-1,3	-1,5	-7,9	-6,1
Indicador de confianza en la construcción (3)	14,2	9,3	10,7	15,7	12,0	-1,3	-6,0	-18,0
Viviendas (visados obra nueva)	18,6	-24,7	8,0	-15,0	-50,7	-33,6	...	...
Licitación oficial	31,3	-15,2	13,3	-2,2	-30,3	-32,7	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista	2,0	2,4	4,3	2,9	3,1	-0,3	-2,4	-2,7
Turistas extranjeros	4,1	1,7	5,2	0,1	1,4	1,6	0,9	6,5
Ingresos turismo	5,6	3,5	5,8	2,0	3,2	4,1	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-1,2	-4,4	-4,1	-6,5	-1,4	-5,3	-0,8	...
Tráfico aéreo pasajeros	6,8	9,0	9,5	7,1	10,5	8,6	6,9	10,1
Consumo de gasóleo automoción	5,5	4,5	5,8	3,3	4,2	4,7	...	...

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.

anotado en enero de 2007. El tráfico aéreo de pasajeros mostraba una considerable subida interanual del 8,5% en el primer bimestre, si bien presentaba un perfil de desaceleración. El transporte de pasajeros por carretera mostraba un ascenso interanual del 2,8%, ligeramente inferior al registrado en 2007. El sector del comercio estaba afectado desfavorablemente por la ralentización del consumo privado. En este contexto, en los primeros meses del año el indicador de confianza del sector servicios se hallaba en las menores cotas de los últimos años.

La ralentización de las ventas de bienes y servicios por parte de las sociedades ha incidido en un aumento de la morosidad empresarial, otro signo del cambio de fase cíclica. Así, el número de efectos vencidos e impagados ascendió el 3,9% en enero con relación al mismo mes del año anterior, suponiendo el 4,2% del total, mien-

tras que su importe subió el 48,7%. En este marco, el dinamismo empresarial se ha resentido y la creación de sociedades mercantiles cayó el 21,3% en enero respecto a doce meses antes, mientras que el número de empresas disueltas se elevó el 42,5% en el mismo periodo.

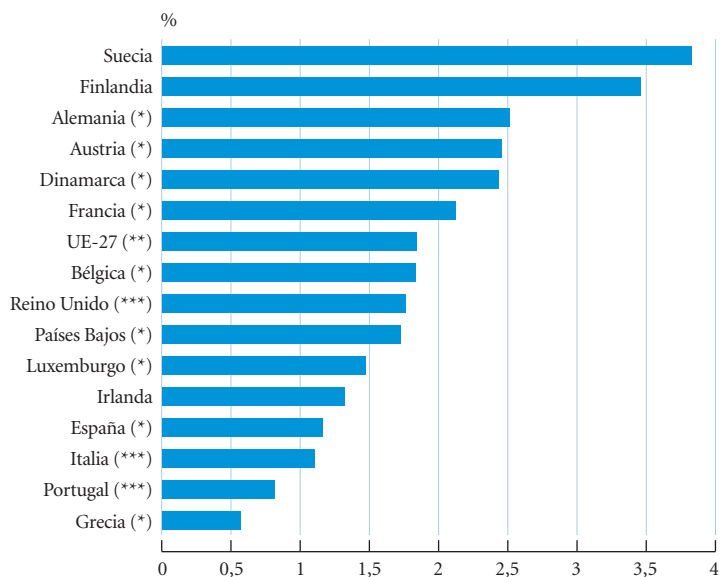
En esta tesitura, el indicador de sentimiento económico descendió hasta el nivel más bajo de los últimos años dado el empeoramiento de las perspectivas económicas globales con la ampliación de la crisis de los mercados financieros internacionales. Así, el nuevo gobierno que surja después de las elecciones de principios de marzo se encontrará con la situación coyuntural más complicada de los dos últimos lustros. Para hacer frente a la misma se han apuntado ya algunas medidas, en general de carácter anticíclico, como una rebaja en las retenciones del impuesto sobre la renta de las personas

El importe de los efectos de comercio impagados se eleva el 49% en enero respecto al mismo mes de 2007.

Se apuntan una serie de medidas anticíclicas para hacer frente a la situación...

EL GASTO EN I+D DE ESPAÑA, TODAVÍA SENSIBLEMENTE POR DEBAJO DE LA MEDIA EUROPEA

Gasto en I+D en porcentaje del PIB en 2006



NOTAS: (*) Provisional.

(**) Estimación.

(***) Año 2005.

FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

...pero no hay que olvidar que es necesario aumentar el gasto en I+D para alcanzar el nivel europeo.

físicas para relanzar al consumo, impulso de la construcción de viviendas protegidas y un mayor gasto en obras públicas, fomento del alquiler de viviendas, ayudas para la recolocación de parados e intensificar la competencia empresarial.

Estas medidas y otras que seguramente se adoptarán son sin duda convenientes. Ahora bien, no se puede olvidar que es necesario un aumento de la productividad para asegurar un mayor bienestar futuro sostenido. Un aspecto importante es la in-

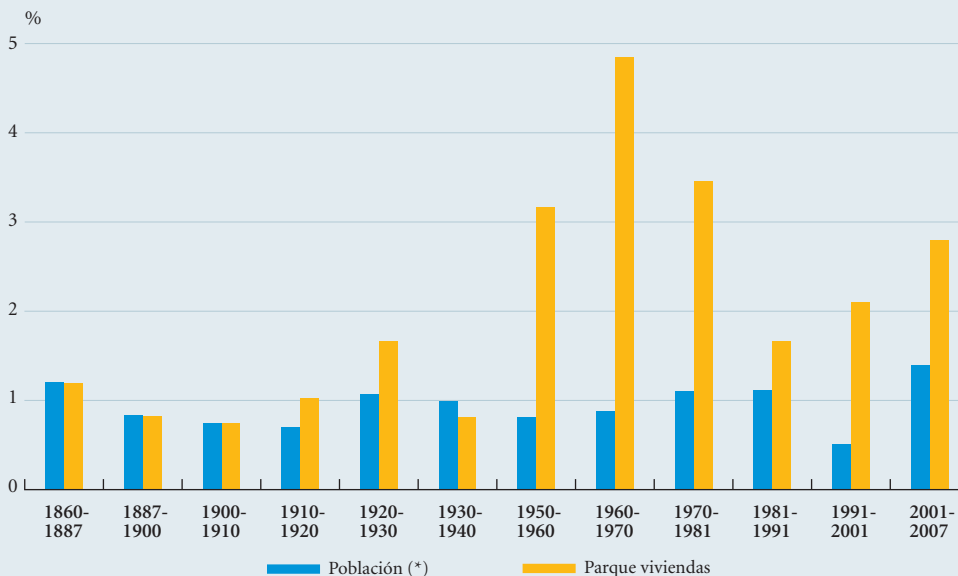
vestigación y desarrollo (I+D). En este sentido, las cifras publicadas recientemente por Eurostat, como se puede observar en el gráfico anterior, indican que hay que redoblar los esfuerzos para alcanzar la media europea. En efecto, el gasto en I+D de España en 2006 resultó del 1,2% del producto interior bruto (PIB), sensiblemente por debajo de la media del conjunto de veintisiete países que componen actualmente la Unión Europea, situada en el 1,8%, y menos de un tercio del gasto relativo de Suecia, cifrado en el 3,8% del PIB.

Casa, vivienda, familia y hogar: dinámica de sinónimos

Desde que el hombre dejó de ser nómada, una de las principales preocupaciones de la especie humana ha sido conseguir un refugio adecuado tras las jornadas de trabajo o de caza. En esos refugios primitivos el elemento primordial era el fuego, el lugar donde se ofrecía calor, lumbre y alimentos y los humanos convivían con sus semejantes. Por eso, etimológicamente, hogar proviene de fuego, puesto que ése es el elemento que mejor define el punto de reunión del grupo familiar. A menudo, en los sistemas fiscales primitivos, el recaudador sabía dónde

EL PARQUE DE VIVIENDAS SIGUE CRECIENDO SENSIBLEMENTE MÁS QUE LA POBLACIÓN

Tasa de crecimiento medio anual de la población y del parque de viviendas en España



NOTA: (*) Población urbana (en municipios de más de 5.000 habitantes) entre 1860 y 1900. Población total a partir de 1900.

FUENTES: J. Leal (2002), INE, Banco de España y elaboración propia.

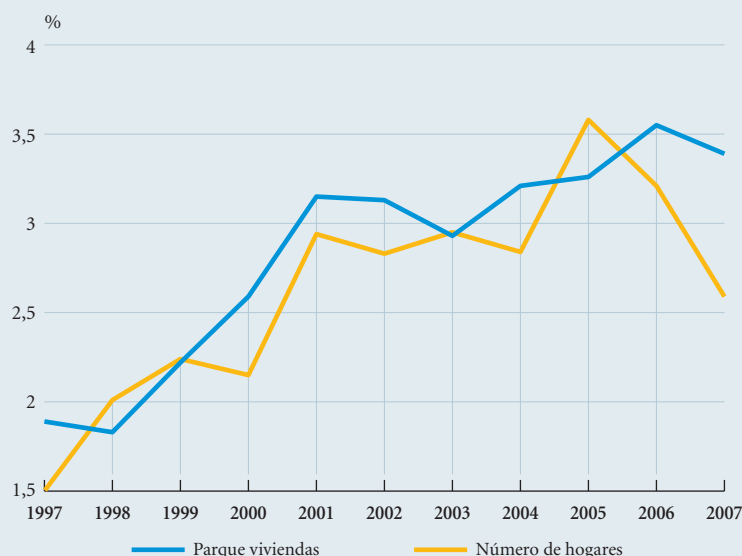
podía exigir el tributo por la existencia de un fuego. Hogar, familia y vivienda, por tanto, son conceptos que suelen utilizarse como sinónimos.

Las necesidades de vivienda han ido cambiando a través de los tiempos. En la primitiva casa familiar convivían varias generaciones, e incluso en la antigüedad los esclavos se consideraban miembros de la familia. Por tanto, el crecimiento de las necesidades de vivienda iba acompasado con el de la población. Pero en los tiempos recientes esa paridad se ha roto. El incremento de la renta per cápita, el descenso del número de personas por familia y el fenómeno de la segunda residencia han conseguido que el incremento del parque de viviendas supere al de la población. En el gráfico siguiente se constata que el crecimiento demográfico y el aumento del número de viviendas en España entre 1860 y 1900 evolucionaron al mismo ritmo.⁽¹⁾ Sin embargo, a partir del cambio de siglo el parque tiende a crecer algo más que la base demográfica. Pero es a partir de mediados del siglo XX cuando la construcción de viviendas empieza a crecer a tasas que superan considerablemente las de la población, un fenómeno que se ha prolongado hasta los primeros años del siglo actual.

Sin embargo, la principal peculiaridad de la sociedad española con relación a la vivienda es el régimen jurídico de su disfrute. Esto es, la apetencia por la propiedad de la casa o del piso. Por una serie de circunstancias de orden jurídico (regulación de los contratos de alquiler), fiscal (estímulo a la compra en propiedad) o financiero (escaso desarrollo de los mercados y de la cultura financiera), la compra de vivienda, hipoteca mediante, se ha convertido en las últimas décadas en la principal forma de ahorro de las familias españolas. Buena parte del crecimiento del parque de viviendas en la última fase expansiva de este último ciclo de la construcción se explica por esta apetencia socioeconómica a ahorrar vía compra de vivienda. Una apetencia a la que, al parecer, se ha sumado la población inmigrante y que ha reforzado también el dinamismo del mercado.

EL PARQUE DE VIVIENDAS AUMENTA AL RITMO DE LA CREACIÓN DE HOGARES

Porcentaje de variación interanual

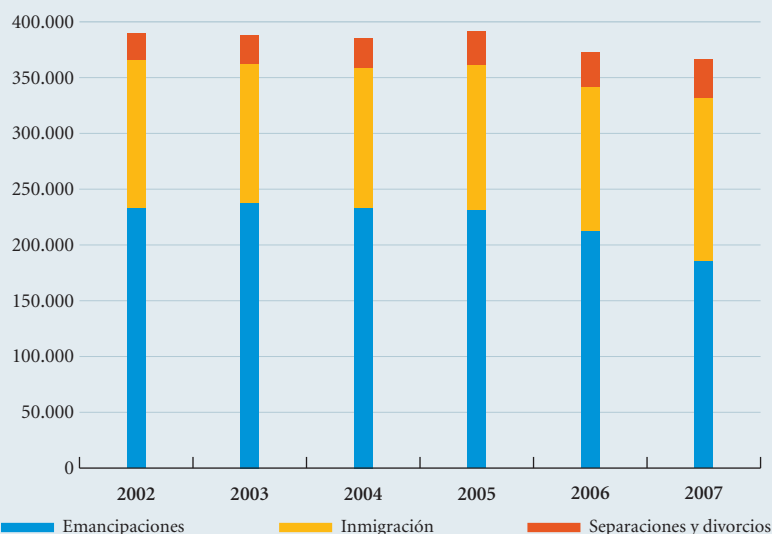


FUENTES: INE, Banco de España y elaboración propia.

(1) Véase, en particular, Leal Maldonado, J. (2002): «Cambio familiar y necesidades de vivienda en España», Revista Mexicana de Sociología, Vol. 64, No. 4 (Oct.-Dic., 2002), pp. 207-232.

LA EMANCIPACIÓN, PRINCIPAL CAUSA DE LA FORMACIÓN DE HOGARES, AUNQUE VA A LA BAJA

Número de hogares formados



FUENTES: INE, Banco de España y elaboración propia.

De acuerdo con los dos últimos censos de población, el fuerte crecimiento del número de hogares en España se correspondió con el aumento de las viviendas existentes, al aumentar aproximadamente un 20% entre 1991 y 2001 ambas variables. Las estimaciones de años posteriores apuntan en la misma dirección. Luego, la formación de hogares es una de las variables que mejor explica la demanda de viviendas en este último ciclo expansivo del sector, si bien desde 2006 se percibe una divergencia entre el parque de viviendas y el número de hogares, como se comprueba en el gráfico anterior. En todo caso, el ritmo de formación de hogares en España es un elemento relevante. ¿De qué depende? El proceso de formación de un hogar puede deberse a distintos motivos. Aquí, consideraremos los tres factores principales: emancipación de los hijos, inmigración y divorcio o separación.

La creación de hogares por motivo de emancipación depende de diferentes factores económicos, pero también de uno estrictamente demográfico: el volumen de población en la edad de emancipación teórica (25 a 34 años). Entre 2002 y 2007 este grupo de población ha seguido aumentando pero, significativamente, a un ritmo progresivamente menor al avanzar los años. La presión, por tanto, de los *baby boomers* comienza a remitir. Con todo, según estimaciones propias, sigue siendo el primer factor de creación de hogares, ya que un 58% del total de hogares formados en 2002-2007 se deben a la emancipación.

El segundo factor en importancia es la inmigración. Las cifras del INE muestran que las entradas netas de inmigrantes, aunque sujetas a una notable volatilidad en función del año, tienden a crecer entre 2002 y 2007. Cuando se estima el número de hogares que se han formado fruto de esta llegada de nuevos residentes, los resultados indican que aproximadamente un 34% de los hogares creados se debe a este factor. Finalmente, el resto, y por tanto en un orden de magnitud claramente inferior, se debe a los hogares que se han creado debido a procesos de divorcio o separación. Según las estimaciones realizadas, aproximadamente un 8% de los hogares formados en el periodo que abarca de 2002 a 2007 se debe a este tercer factor.

En definitiva, en nuestro país continuamos asistiendo a una cierta revolución de la población, aunque tiende a perder empuje. En los últimos quince años han aparecido los *baby boomers* si bien, en un proceso que sólo está en su fase inicial, ya han empezado a perder peso. La inmigración ha jugado también un papel importante. A partir de aquí las incógnitas se abren, especialmente por lo que se refiere a la evolución inmigratoria en un contexto de menor crecimiento de la economía española. El filósofo social francés Augusto Comte decía, en el siglo XIX, que «la demografía es el destino». Si esta afirmación es en numerosas ocasiones excesiva, al menos para las cuestiones relativas a la vivienda y a las familias, y en una perspectiva de no muy largo plazo, tiene su validez.

Mercado de trabajo

Los servicios contrarrestan la pérdida de empleos en la construcción.

La creación de empleo sigue perdiendo vigor

La economía española continúa generando empleo, pero a un ritmo sensiblemente inferior al registrado en el pasado ejercicio. Al final de febrero el número de afiliados en alta laboral en la Seguridad Social ascendía a 19.176.237, 65.179 más que en el mes anterior. No obstante, la tasa de variación anual continuó disminuyendo y se situó en el 1,6%, frente a un aumento del 3,0% en 2007, lo que ilustra la senda de ralentización en la creación de ocupación en el último periodo.

Por sectores, el empleo en la industria se ralentizó en febrero hasta presentar un

aumento interanual de sólo el 0,1%. En la construcción se aceleró el ritmo de destrucción de ocupación, con una bajada del empleo del 2,5% en los últimos doce meses, debido a la atonía del sector residencial. Afortunadamente, los servicios contrarrestaron esta pérdida de puestos de trabajo, con un aumento anual del 2,9%.

Las ramas de actividad del sector servicios con más creación de empleo en febrero fueron la hostelería, las actividades sanitarias y servicios sociales y la educación. En los últimos doce meses los subsectores más dinámicos fueron las actividades sanitarias y servicios sociales, la educación, la intermediación financiera y

SE ACELERA LA EXPULSIÓN DE EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN

Variación intermensual anualizada del número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social en la construcción (*)



NOTA: (*) Serie de ciclo-tendencia.

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

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

NOTAS: (*) Estimación de la encuesta de población activa.

(**) 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.

el servicio doméstico, con crecimientos sensiblemente superiores a la media.

Como ya es habitual, desde el verano el crecimiento interanual de los autónomos superó al del total de afiliados al sistema de la Seguridad Social, lo que constituye otro indicador del cambio de fase cíclica en el mercado laboral. Es notable que mientras que los trabajadores afiliados al régimen general de la construcción se habían reducido en el 5,4% en el último año, los autónomos de este sector habían aumentado el 8,4%.

La ralentización en la creación de empleo está afectando mayormente a los hombres. Así, en los últimos doce meses hasta febrero el total de afiliados masculinos sólo aumentó el 0,2%, mientras que las afiliadas ascendían el 3,6%. De esta forma, la proporción de mujeres siguió elevándose hasta representar el 42,2% del total.

Por otro lado, la desaceleración en la generación de ocupación no está afectando al conjunto de la población extranjera, ya que el número de afiliados extranjeros subió el 8,8% en los doce últimos meses, dos décimas más que en diciembre. El mayor incremento de afiliados proviene de países de la Unión Europea, sobre todo de los nuevos países miembros, con un alza del 19,4%, mientras que los trabajadores extracomunitarios afiliados aumentaban el 3,9%.

En febrero, el número de contratos registrados a través de los servicios públicos de empleo experimentó una recuperación, aumentando tanto el total como los indefinidos en relación con el mismo mes de 2007. Sin embargo, la contratación del primer bimestre de 2008 se situaba por debajo del nivel anotado un año antes.

La ralentización en la creación de empleo afecta sobre todo a los hombres.

El ritmo de crecimiento del empleo entre la población extranjera prosigue a un ritmo elevado.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Febrero 2008

	Parados	Variación sobre diciembre 2007		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	84.219	15.407	22,4	21.117	33,5	3,6
Industria	290.985	11.004	3,9	10.147	3,6	12,6
Construcción	305.263	21.396	7,5	81.007	36,1	13,2
Servicios	1.406.114	121.864	9,5	126.882	9,9	60,7
Primer empleo	228.750	16.113	7,6	903	0,4	9,9
Por sexos						
Hombres	964.233	79.094	8,9	170.031	21,4	41,6
Mujeres	1.351.098	106.690	8,6	70.025	5,5	58,4
Por edades						
Menores de 25 años	271.323	30.940	12,9	15.986	6,3	11,7
Resto de edades	2.044.008	154.844	8,2	224.070	12,3	88,3
TOTAL	2.315.331	185.784	8,7	240.056	11,6	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

La tasa de paro española, la segunda más alta de la Unión Europea tras el deterioro del mercado laboral en los últimos meses.

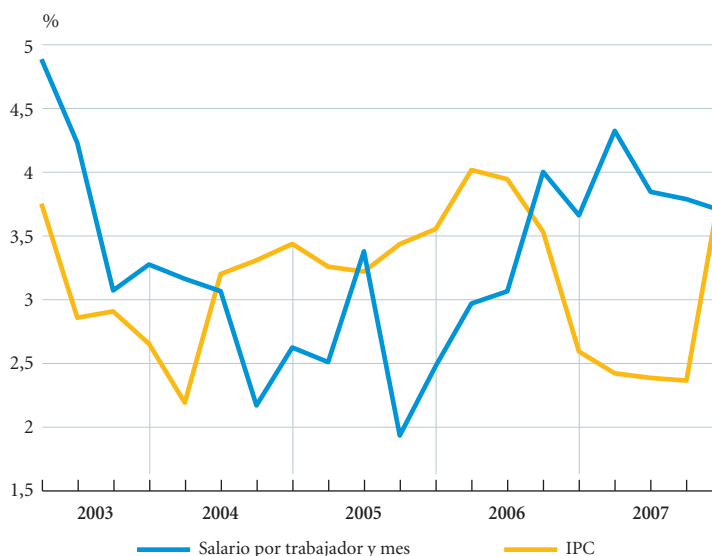
Fuerte subida del paro registrado en la construcción

El número de desempleados inscritos en las oficinas de los servicios públicos de

empleo llegaba a 2.315.331 personas al final del mes de febrero. Esta cifra era la más alta de la década y representaba un incremento interanual del 11,6%. Correspondientemente a la evolución co-

LA INFLACIÓN VUELVE A SUPERAR A LOS SALARIOS EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2007

Variación interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007				2008
			I	II	III	IV	I
Incremento pactado en convenios (*)	3,3	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,3
Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)	3,0	3,6	3,4	3,4	3,5	3,8	...
Encuesta trimestral de coste laboral							
Costes salariales							
Total	3,4	3,9	4,3	3,8	3,8	3,7	...
<i>Industria</i>	3,6	3,0	3,7	3,1	2,3	2,8	...
<i>Construcción</i>	3,7	4,8	5,5	3,9	4,8	5,1	...
<i>Servicios</i>	3,7	4,2	4,5	4,3	4,2	3,8	...
Ganancia media por hora trabajada	4,2	4,4	4,6	4,2	4,6	4,1	...
Otros costes laborales	3,6	4,4	3,2	4,0	5,2	5,3	...
Jornada laboral (***)	-0,6	-0,4	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	...
Jornales agrarios	2,8	3,1	3,1	2,5	3,3	3,5	...
Coste laboral en la construcción	4,4	2,4	2,5	2,4	2,3	2,5	...

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

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

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

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

mentada más arriba del empleo, el paro afectó en mayor medida a los hombres que a las mujeres, con variaciones interanuales del 21,4% y del 5,5%, respectivamente.

Por edades, el número de los parados mayores de 25 años había aumentado casi el doble que los jóvenes. Por sectores, destaca la subida del paro del 36,1% en la construcción en los últimos doce meses. En cambio, entre los parados sin empleo anterior la desocupación apenas se elevó el 0,4% desde febrero de 2007. Por el contrario, el número de parados registrados extranjeros se elevó el 53,8% en los últimos doce meses.

Por otra parte, el deterioro del mercado laboral en los últimos meses ha propiciado que en enero la tasa de paro española fuese la segunda más alta de la Unión Europea, al subir una décima hasta el 8,8%, según datos de Eurostat. La tendencia cre-

ciente del desempleo en España contrastaba con el mantenimiento de la tasa de paro de la eurozona en el 7,1%.

Los salarios ganan poder adquisitivo en 2007 por primera vez desde 2003

En 2007 los salarios se elevaron el 3,9%, bastante por encima del aumento medio de la inflación, del 2,8%. De esta forma, los trabajadores recuperaron poder adquisitivo, ya que en los tres años anteriores la inflación había subido más que las remuneraciones de los trabajadores, según los datos de la encuesta trimestral de coste laboral del Instituto Nacional de Estadística. Los datos de la contabilidad nacional arrojan un resultado similar, con un incremento anual del salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo en 2007 mayor que en el año anterior y superior a la inflación.

El número de parados registrados extranjeros sube el 54% desde febrero de 2007.

Los costes laborales siguen creciendo más en España que en el conjunto de la eurozona.

En todos los grandes sectores los costes salariales por trabajador y mes se elevaron más que la inflación media. El sector que registró las mayores alzas salariales fue la construcción, del 4,8%, seguida de los servicios, con un aumento anual del 4,2%. De todas formas, los mayores salarios medios correspondían a la industria, alcanzando 2.072 euros en el cuarto trimestre. La ganancia media por hora trabajada ascendió en mayor medida, el 4,4%, debido a una ligera disminución de las horas efectivas de trabajo.

En los primeros meses de este año se aprecia que el rebote de la inflación en los últimos meses está teniendo un cierto im-

pacto sobre los salarios. Así, en febrero el aumento salarial pactado en convenios colectivos resultó del 3,36%, sin incluir las cláusulas de revisión salarial, por encima del 2,9% del primer trimestre del año anterior.

En comparación con los países europeos, los costes laborales continuaron incrementándose a un ritmo superior. Así, en el cuarto trimestre de 2007 los costes laborales nominales por hora subieron en España el 4,5%, sensiblemente por encima del aumento del 2,7% del área del euro. Esta superior elevación, junto con un avance mediocre de la productividad, constituye una rémora para la competitividad de la economía española.

Precios

La remontada del IPC ya dura seis meses

En febrero continuó el rebote del índice de precios de consumo (IPC) iniciado en el último cuatrimestre de 2007 a raíz de la escalada de los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias. De este modo, la tasa de inflación anual del IPC se encaramó hasta el 4,4%, marcando la cota máxima desde noviembre de 1995. En este mes, no obstante, el crudo no fue el culpable directo del nuevo repunte del IPC, sino que el incremento se debió a la llamada inflación subyacente, el núcleo más estable, que pasó del 3,1% al 3,3% en términos interanuales.

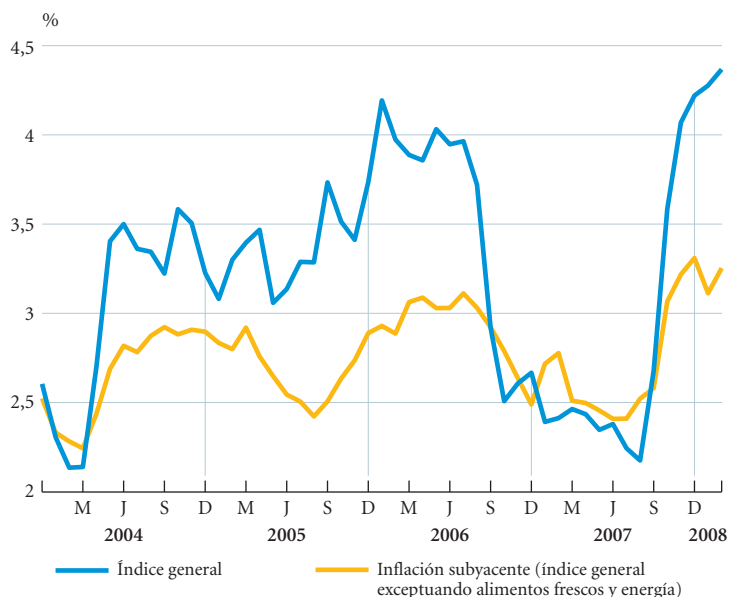
Uno de los componentes que más contribuyó al aumento de febrero fueron los alimentos elaborados, que aportaron más de media décima incluyendo al tabaco. Fue notable el impacto de los aceites y de los productos lácteos, aparte del tabaco. En cambio, el precio de la leche flexionó ligeramente a la baja en febrero, aunque presentaba un alza del 27,7% en relación con el mismo mes del año anterior. La variación interanual del pan, otro alimento básico, también bajó en el segundo mes del año, si bien se colocaba en un elevado 11,6%. Los alimentos frescos, por su parte, experimentaron un notable descenso en febrero y su tasa de variación interanual pasó del 5,5% al 5,2%.

La inflación de los precios de consumo marca la cota más elevada desde noviembre de 1995.

Notable impacto alcista en febrero de aceite, tabaco y productos lácteos...

REPUNTE 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	0,2	-0,5	4,4
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.

REBOTE DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS ELABORADOS EN FEBRERO

Variación interanual del precio de los alimentos elaborados



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

...así como de los seguros.

Otro grupo cuyo efecto alcista fue notable en febrero fueron los servicios, que al estar resguardados en general de la competencia internacional continúan presentando una persistencia inflacionaria. Así, su tasa de variación interanual subió una dé-

cima hasta el 3,8%. Esta subida se explica por los seguros, especialmente los del automóvil. Éstos, sin embargo, sólo mostraban un alza del 1,3% en los últimos doce meses, a causa de la acusada competencia en este segmento del mercado.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Febrero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,5	-0,2	-0,1	0,0	0,4	2,5	7,0
Bebidas alcohólicas y tabaco	110,8	0,2	1,0	5,2	3,1	12,4	3,9
Vestido y calzado	94,2	-1,2	-1,3	-12,7	-13,0	1,0	0,8
Vivienda	107,6	0,3	0,3	1,5	2,0	3,8	5,3
Menaje	103,8	0,0	0,1	-0,2	-0,1	2,6	2,6
Medicina	99,3	0,3	0,4	0,5	0,8	1,5	-1,8
Transporte	105,8	0,4	0,3	0,3	0,4	-0,1	7,3
Comunicaciones	100,2	-0,3	-0,1	0,2	0,3	-1,4	0,9
Ocio y cultura	98,3	0,4	0,3	-1,4	-1,1	-0,7	-0,5
Enseñanza	107,4	0,1	0,0	0,4	0,2	4,6	3,8
Hoteles, cafés y restaurantes	107,6	0,6	0,6	1,4	1,3	4,6	4,8
Otros	105,7	0,2	0,8	1,6	1,7	3,7	3,1
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	109,4	0,4	0,7	1,5	1,5	3,5	7,4
Alimentos sin elaboración	107,4	-1,3	-1,6	-1,2	-1,0	3,7	5,2
Conjunto no alimentario	103,7	0,1	0,2	-1,0	-0,8	2,0	3,6
Bienes industriales	101,3	-0,2	-0,1	-2,9	-2,6	0,3	3,4
<i>Productos energéticos</i>	109,1	0,2	0,0	-0,2	1,5	-1,8	13,3
<i>Carburantes y combustibles</i>	109,8	0,2	0,1	-1,1	0,9	-3,5	16,7
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,7	-0,3	-0,2	-3,8	-3,9	1,0	0,2
Servicios	106,2	0,4	0,5	1,0	1,1	3,8	3,8
Inflación subyacente (**)	104,1	0,2	0,3	-0,6	-0,6	2,8	3,3
ÍNDICE GENERAL	104,9	0,1	0,2	-0,6	-0,5	2,4	4,4

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Los precios de los bienes industriales no energéticos ascendieron el 0,2% en los últimos doce meses, una décima más que en enero, pero tuvieron una influencia muy escasa en el alza del IPC general. El impacto bajista en el vestido y calzado a causa de unas rebajas de febrero más acusadas que en el año anterior fue contrarrestado por leves elevaciones de los precios de otros productos, como los de menaje del hogar.

Como se ha comentado más arriba, los productos energéticos no se sumaron al alza del IPC en febrero, siendo su impacto

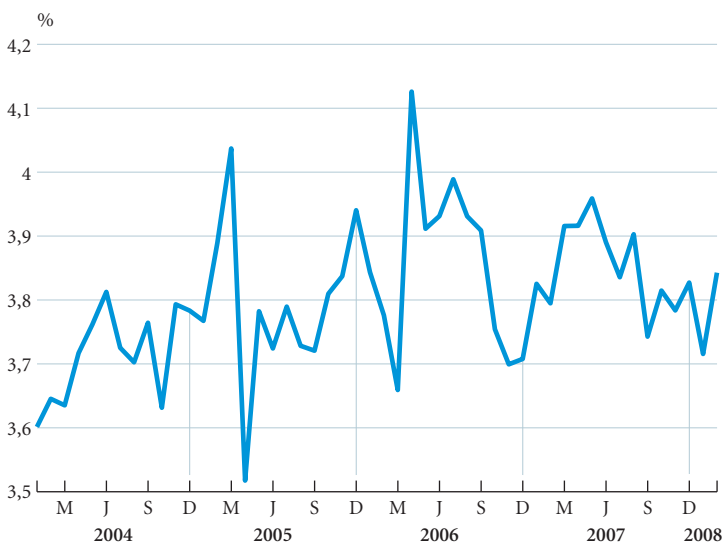
livianamente negativo. Esto se extiende a los carburantes, así como a los combustibles en general, puesto que su leve subida fue inferior a la registrada en el mismo mes de 2006.

La tasa de inflación en términos armonizados con la Unión Europea se mantuvo en el 4,4% en febrero. De esta forma, el diferencial de inflación con la eurozona también permaneció en el 1,2%, sensiblemente por debajo del máximo de principios de 2006, pero notablemente por encima del nivel de la primera mitad de 2007.

El diferencial de inflación con la eurozona se mantiene en 1,2 puntos porcentuales.

PERSISTENCIA DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS DE LOS SERVICIOS

Variación interanual de los precios de los servicios



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El remonte del petróleo y otras materias primas en marzo empeora las perspectivas inflacionistas.

El remonte del precio del petróleo y otras materias primas hasta nuevos récords en marzo ha empeorado el pronóstico para la inflación en los próximos meses. Las presiones provenientes de las materias primas alimenticias seguramente continuarán a corto plazo, debido a un mayor crecimiento de la demanda mundial que de la oferta. Así, la inflación de los precios de consumo probablemente aumentará un poco más en marzo y posiblemente no bajará del 4% hasta entrado el verano. No obstante, posteriormente la desaceleración económica debería moderarla hasta el entorno del 3%.

Las materias primas presionan los precios mayoristas

La reciente escalada de los precios del petróleo y otras materias primas en los mercados internacionales de materias primas continúa presionando sobre los precios mayoristas. De esta manera, se aprecia una cierta traslación de estas tensiones a los precios de los bienes finales.

Los precios de la industria de productos alimenticios y bebidas suben el 11% con relación a febrero de 2007.

La tasa de variación anual de los precios industriales se mantuvo en el 6,6% en febrero, manteniéndose en la mayor cota desde 1995. La mayor alza anual correspondía a los bienes energéticos, con un incremento del 13,3% en los últimos doce meses, una décima más que en el mes precedente. La tasa de variación interanual de los bienes intermedios también se elevó en una décima hasta el 6,0% en febrero, debido a la subida de los metales y las materias primas agrarias. Los bienes de consumo también se encarecieron un considerable 5,4% en el mismo periodo, a causa sobre todo de la remontada de las materias primas alimentarias. Así, los precios de la industria de productos alimenticios y bebidas ascendieron el 11,0% con relación a febrero de 2007. En cambio, la inflación anual de los bienes de equipo se redujo en dos décimas hasta el 2,5% gracias a la fuerte competencia global, a la apreciación del euro y a mejoras de productividad.

En cuanto a los precios de importación, en enero experimentaron un notable

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											
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	0,5	-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	0,1	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	5,8	-
Julio	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	-2,6	0,7	1,0	-0,1	4,1	-
Agosto	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	-2,9	0,7	1,5	0,4	3,9	2,9
Septiembre	12,1	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,3	3,0	-
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,1	0,7	0,1	2,0	-
Noviembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,1	0,9	-0,1	0,9	2,9
Diciembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	5,1	1,2	-0,1	1,0	-
2008											
Enero	...	6,6	5,4	2,7	5,9	13,2	7,1	1,1	0,3	2,0	-
Febrero	...	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	...	...	...	...	...

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

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

incremento hasta el 7,1% a pesar de la fortaleza del euro, impulsados por el remonte de los precios energéticos, que subieron el 41,4% en el último año. En cambio, el resto de componentes no superaban el 2% de inflación interanual.

En lo referente a los precios agrarios en origen, los precios percibidos por los agricultores se elevaron el 17,6% en 2007, en

contraste con la caída del 5,8% anotada el año anterior. No obstante, se apreciaba una notable diversidad atendiendo a las distintas clases. Así, mientras la leche ascendió el 39,8%, el ganado para abasto bajó el 0,7%. No obstante, los precios del ganado subieron el 11% en los mercados internacionales en febrero respecto a enero, lo que presagia futuros aumentos en el mercado interior.

Descenso en 2007 de los precios del ganado de abasto, pero suben más del 10% en febrero de 2008 en los mercados internacionales.

El gasto de las familias: de la cocina al restaurante... y con el móvil

La composición del gasto de las familias españolas ha experimentado un profundo cambio en las últimas cuatro décadas (véase tabla siguiente). España se ha consolidado como una economía avanzada y el aumento del nivel de vida se ha reflejado en la cesta de la compra –no sólo en lo que gastamos, obviamente, sino en cómo lo gastamos–. La aparición de nuevos productos, el desarrollo del sector financiero, cambios socioeconómicos, y las variaciones de precios relativos son factores que, junto al aumento de la renta, han contribuido a la transformación del gasto de los hogares.

COMPOSICIÓN DEL CONSUMO DE LOS HOGARES

Porcentaje del consumo total

	1965	2006
Alimentos, bebidas y tabaco	43,2	17,4
Vestido y calzado	11,3	5,8
Vivienda (alquileres, agua, electricidad y gas)	16,1	17,5
Mobiliario y gastos corrientes conservación vivienda	9,0	5,5
Salud	3,2	3,6
Transporte	6,5	12,5
Comunicaciones	0,3	2,7
Ocio y cultura	3,6	9,4
Educación	1,8	1,5
Hoteles y restaurantes	3,0	14,1
Otros bienes y servicios	2,0	9,7

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de la Contabilidad Nacional de España, INE.

El cambio más notable en el patrón de consumo ha sido la disminución del peso relativo del gasto en comida y vestido, bienes de primera necesidad. Mientras más de la mitad del consumo iba dirigido a este tipo de bienes en 1965, su peso era de un 23% en 2006, el último año para el que los datos están disponibles. El peso del otro bien de primera necesidad por excelencia, la vivienda, ha aumentado, pero no muy significativamente. Tras esta caída de la importancia del consumo en bienes de primera necesidad está, principalmente, el aumento de renta de las familias.

Efectivamente, desde 1965, la renta per cápita en términos reales se ha más que triplicado y, en general, una mejora de los ingresos no se traduce en aumentos uniformes en la demanda de todos los bienes de consumo. Existen lo que los economistas denominan bienes superiores: aquellos en los que gastamos proporcionalmente más a medida que aumenta la renta. Un ejemplo típico es la categoría de hoteles y restaurantes, que ha pasado de representar el 3% del consumo de las familias en 1965 al 14% actualmente. Los sectores del ocio y la cultura así como el transporte también se han beneficiado sobremedida del aumento en el nivel de vida. Los alimentos y el vestido, por el contrario, no son categorías de bienes superiores y, por ello, su peso relativo en el consumo ha disminuido notablemente aunque ha habido bienes dentro de estas categorías que sí han ganado peso, como seguramente el jamón ibérico y los vestidos de más calidad. Aunque pueda extrañar que la proporción del gasto en educación no haya aumentado, ello se debe a que, al ser un bien producido en gran medida por las administraciones públicas, se contabiliza como consumo público y no privado (por la misma razón, el aumento del peso del gasto en salud no es muy significativo).

Además de la renta, los cambios sociológicos y demográficos también han contribuido a variar la composición del gasto. Por ejemplo, la progresiva incorporación de la mujer al mercado laboral ha reducido la importancia del gasto en alimentos frescos y ha aumentado, en contrapartida, el gasto en restaurantes. El envejecimiento de la población también ha empujado al alza el gasto en salud, una tendencia que se acentuará en los próximos años y decenios.

El progreso tecnológico también ha permitido la aparición de nuevos bienes y reducido el precio de muchos otros. En algunos casos, esa reducción del precio ha multiplicado la demanda de tal manera que el gasto total en ese bien ha crecido de manera significativa. La invención del teléfono móvil explica una buena parte del aumento en gastos de comunicación; la reducción de precios relativos, el mayor protagonismo del gasto en transporte. Un Seat 600, por ejemplo, costaba a mediados de los años sesenta alrededor de unas 75.000 pesetas, lo que ajustado por la inflación acumulada hasta el día de hoy, equivaldría a más de 10.000 euros, mucho dinero por aquel entonces... ¡y por un automóvil que podía alcanzar los 120 km/h sólo en bajada y con viento a favor! La disminución del precio relativo de los automóviles, la mejora de su calidad, y la mayor variedad de modelos disponibles son factores que explican la expansión del parque automovilístico y, con ello, parte del aumento de la importancia del gasto en transporte. Otra parte del aumento se debe a la subida del precio del combustible.

Por último, cabe notar que la disminución de los tipos de interés para los préstamos junto a una mayor disponibilidad del crédito para el consumo también ha facilitado el crecimiento del gasto en bienes duraderos. Esta categoría incluye, por ejemplo, vehículos, mobiliario y electrodomésticos. No es de extrañar entonces que el gasto en bienes duraderos haya crecido a una tasa promedio anual del 4,1% (en términos reales) desde 1965, por encima de la tasa a la que lo han hecho los bienes no duraderos (3,3%).⁽¹⁾

En definitiva, consumimos mucho más que hace cuarenta años pero también la composición de la cesta de consumo es muy distinta. El gran reto es imaginar cuál será la composición del consumo en cuarenta años más. ¿Protagonizarán el cambio los servicios médicos para una población cada vez más envejecida o será un nuevo producto cuyas prestaciones no podemos ni intuir hoy?

(1) Estas cifras de crecimiento se han calculado utilizando estimaciones de Estrada y Buisán (Estudio Económico del Banco de España número 65) para 1965-1996, y datos del INE para el periodo más reciente.

Sector exterior

Nueva aceleración del déficit comercial

viembre de 2007 parece haberse detenido. La tasa de cobertura fue, en ese mismo periodo de enero de 2007 a enero de 2008, el 64,5%.

El responsable del aumento en 1.528 millones de euros del déficit comercial de los doce meses hasta enero es el déficit energético, ya que ha empeorado en 1.833 millones de euros (en suma de doce meses) respecto al mes precedente. Por el contrario, el conjunto de bienes energéticos ha arrojado una reducción

El déficit comercial continúa creciendo y lo hace a un ritmo mayor.

Tras este mayor desequilibrio se encuentra el déficit de la balanza energética.

En el acumulado de los doce meses que finalizan en enero de 2008, el déficit exterior se situó en los 100.481 millones de euros, una cifra un 10,8% superior a la registrada un año antes. Esta evolución implica que respecto a un mes atrás la ampliación del desequilibrio comercial se ha acelerado levemente, con lo que el proceso de menor crecimiento del déficit anotado entre mayo y no-

COMERCIO EXTERIOR

Acumulado 12 últimos meses hasta enero de 2008

	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	43.873	7,9	15,5	8.169	9,6	4,5	-35.703	18,6
Bienes de consumo	76.778	5,8	27,1	65.003	2,3	35,6	-11.775	84,7
<i>Alimenticios</i>	15.937	8,5	5,6	21.086	4,9	11,6	5.150	132,3
<i>No alimenticios</i>	60.841	4,8	21,5	43.917	-2,7	24,1	-16.924	72,2
Bienes de capital	29.320	3,4	10,4	16.867	0,1	9,2	-12.453	57,5
Bienes intermedios no energéticos	132.948	10,6	47,0	92.399	11,0	50,6	-40.550	69,5
Por áreas geográficas								
Unión Europea	165.940	7,8	58,7	127.713	5,1	70,0	-38.227	77,0
<i>Zona del euro</i>	138.880	8,6	49,1	102.466	5,4	56,2	-36.414	73,8
Otros países	116.979	8,4	41,3	54.725	10,4	30,0	-62.253	46,8
<i>Rusia</i>	8.131	9,9	2,9	2.140	36,9	1,2	-5.991	26,3
<i>EEUU</i>	10.179	18,6	3,6	7.522	-0,1	4,1	-2.658	73,9
<i>Japón</i>	6.063	2,9	2,1	1.324	-2,0	0,7	-4.739	21,8
<i>América Latina</i>	14.874	1,3	5,3	9.983	-3,6	5,5	-4.891	67,1
<i>OPEP</i>	22.693	-0,3	8,0	5.624	18,7	3,1	-17.069	24,8
<i>Resto</i>	55.039	13,2	19,5	28.133	17,1	15,4	-26.906	51,1
TOTAL	282.919	8,1	100,0	182.438	6,6	100,0	-100.481	64,5

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

de su déficit de 305 millones de euros. El encarecimiento del crudo, incluso en un momento en que un euro fuerte abarata la factura energética exterior, está, por tanto, pasando su factura a la economía española.

En términos más generales, cabe señalar que, en los últimos doce meses, tanto exportaciones como importaciones han seguido mostrándose muy dinámicas. En valor, las exportaciones crecieron un 6,6% interanual, mientras que las importaciones lo hicieron un 8,1%. Esto representa una leve ralentización exportadora y una cierta aceleración de las importaciones respecto a un mes antes.

Por grupos de productos, los que exhibieron mayor dinamismo exportador fueron los bienes intermedios no energéticos, una categoría que representa más de la mitad de la exportación española. En franco contraste, las exportaciones de bienes de consumo no alimenticios cayeron un 2,7% interanual. Esta tendencia no deja de ser preocupante, ya que este grupo es prácticamente un 25% de las ventas exteriores españolas. Por lo que se refiere a las importaciones, bienes de consumo alimenticios y productos energéticos ofrecieron aumentos del orden del 8% interanual, reflejo del fuerte encarecimiento en origen del petróleo y los alimentos.

La distribución geográfica de los flujos comerciales exteriores no ha ofrecido cambios de consideración. La Unión Europea sigue siendo nuestro mercado de referencia, ya que es el destino del 70% de las exportaciones españolas y el origen del 60% de las importaciones. Por lo que se refiere a los mercados extracomunitarios, destaca el progresivo aumento de la importancia de América Latina, Rusia y de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Similarmente, Rusia y

la OPEP también ven incrementada su importancia como compradores de los bienes españoles.

Balanza de pagos: fuerte aumento del déficit corriente en 2007

La balanza por cuenta corriente registró un déficit de 9.304 millones de euros en diciembre, un nivel que triplica el de un año antes. Este sensible aumento del desequilibrio corriente se debió fundamentalmente al mayor déficit de la balanza comercial y de rentas. Menor importancia tuvo el incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes y la reducción de superávit de servicios. En este contexto, la mejora del superávit de la balanza de transferencias se quedó corta para compensar los empeoramientos anteriores.

Cuando pasamos a una perspectiva de más largo plazo, la que proporcionan las cifras acumuladas de doce meses, se constata que el ritmo de crecimiento del déficit corriente se está acelerando, rompiendo con la tendencia reciente que era a la desaceleración. En los dos últimos meses el grueso de la ampliación del déficit de la balanza corriente se ha debido al aumento del déficit de rentas, seguido a distancia por el mayor déficit comercial. Así, aunque el déficit de rentas representa aproximadamente un 37% del desequilibrio comercial, su aumento anual es superior en un 43% al registrado por la balanza comercial.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, la nota destacada es que continúa un mes más la disminución (en términos de acumulado de doce meses) de las entradas de inversión en cartera, situándose en términos interanuales en niveles un 48% menores a los de un año antes. Por su parte, las salidas netas de inversión directa se situaron en los

Europa mantiene su papel de mercado de referencia.

El déficit corriente escala posiciones de forma imparable.

Los flujos financieros se frenan, reflejo del endurecimiento de las condiciones financieras globales.

BALANZA DE PAGOS

Año 2007

	Saldo en millones de euros	Variación anual	
		Absoluta	%
Balanza corriente			
Balanza comercial	-88.459	-8.317	10,4
Servicios			
<i>Turismo</i>	27.841	396	1,4
<i>Otros servicios</i>	-5.470	-168	3,2
Total	22.371	228	1,0
Rentas	-32.913	-11.930	56,9
Transferencias	-7.200	-1.446	25,1
Total	-106.201	-21.465	25,3
Cuenta de capital	4.812	-1.363	-22,1
Balanza financiera			
Inversiones directas	-40.894	14.637	-26,4
Inversiones de cartera	103.094	-95.220	-48,0
Otras inversiones	25.347	60.859	-
Total	87.547	-19.724	-18,4
Errores y omisiones	-480	2.429	-83,5
Variación de activos del Banco de España	14.322	40.122	-

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.

40.894 millones de euros, una cifra un 26% menor a la de un año antes. Estas tendencias están reflejando las difi-

cultades de financiación externa de la economía española en el contexto de la crisis financiera global.

Sector público

Reducción del superávit del Estado en el primer bimestre

La desaceleración económica empieza a notarse en las cuentas públicas. Después de un brillante resultado en el ejercicio 2007, impulsado por la expansión de los ingresos tributarios, las entradas no financieras en las arcas del Estado sólo subieron el 1,2% en los dos primeros meses de 2008 con relación al mismo periodo del año anterior, incluyendo los ingresos cedidos a las administraciones autonómicas y locales según el sistema de financiación actual. Así, en el primer bimestre los ingresos del Estado crecieron a un ritmo inferior al del producto interior bruto (PIB) nominal e incluso a la inflación.

Los impuestos directos experimentaron un avance notable, con un ascenso inter-anual del acumulado hasta febrero del 10,5%, si bien resultó sensiblemente inferior al registrado en 2007. El impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) aumentó el 9,5% debido al crecimiento de las retenciones del trabajo y sobre todo del capital. El impuesto sobre sociedades se incrementó todavía más, el 25,2%.

Pero donde más se apreció la ralentización económica fue en los impuestos indirectos, que cayeron el 6,1% en enero-febrero con relación al mismo periodo del año anterior. La recaudación del impuesto sobre el valor añadido (IVA) bajó el 8,2%. Este descenso se explica por la con-

La desaceleración económica empieza a hacerse notar en las cuentas públicas...

...especialmente en los impuestos indirectos, que caen el 6% en enero-febrero en relación con el mismo periodo del año anterior.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Febrero 2008

	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	18.801	-5,3	31.634	-1,3
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	4.968	9,4	16.495	9,5
Impuesto de sociedades	6	-	1.252	25,2
IVA	15.768	-7,6	16.924	-8,2
Impuestos especiales	1.788	19,4	3.333	5,6
Resto	774	-6,4	2.636	4,7
Total	23.304	-2,6	40.640	1,2
Pagos no financieros	9.680	-2,0	27.803	7,7
Saldo de caja	9.121	-8,5	3.831	-38,5
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	7.947	-20,8	9.381	-27,5

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

(**) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Los pagos no financieros suben a un ritmo mayor al de los ingresos, debido a las operaciones corrientes.

tracción de la actividad en los sectores de construcción y promoción inmobiliaria, la aminoración del ritmo de crecimiento del consumo, así como el impacto de la introducción a partir de enero de 2008 del régimen de consolidación fiscal para grupos de entidades, según la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal.

En cambio, los impuestos especiales se elevaron el 5,6%, tasa sólo ligeramente inferior a la anotada en 2007. El mayor aumento interanual, del 18,3%, fue el de labores del tabaco. La partida más importante de este grupo, los hidrocarburos, no obstante, descendió el 2,2% a consecuencia del efecto negativo sobre el consumo de los mayores precios de los carburantes. Los impuestos sobre alcohol y bebidas alcohólicas ascendieron el 2,4%, menos que la inflación.

En cuanto al resto de los ingresos del Estado, experimentaron una moderada alza del 4,7% en los dos primeros meses del año respecto al mismo periodo de 2007. Cabe destacar que el capítulo de las tasas subió el 49,8%. Sin embargo, los intereses de la cuenta corriente del Tesoro se redujeron el 5,6% y los ingresos procedentes de las transferencias de capital de

la Unión Europea llegaron a un menor ritmo.

Los pagos no financieros del Estado acumulados hasta febrero aumentaron a un ritmo significativamente superior al de los ingresos, con un aumento interanual del 7,7%. De ellos, los corrientes se elevaron el 8,7%. Así, los gastos de personal se incrementaron el 9,9%, los pagos por bienes y servicios el 4,0% y los financieros el 12,6%.

Por su parte, los gastos de capital sólo ascendieron el 0,8% en el primer bimestre en relación con el mismo periodo del año precedente. No obstante, la inversión civil, notablemente en carreteras, aumentó el 13,9%. En cambio, la inversión militar disminuyó el 17,5% y las transferencias de capital, el 2,1%.

La resultante de la evolución de los ingresos y gastos del Estado fue un superávit, que en términos de contabilidad nacional, es decir, atendiendo a los derechos y obligaciones generados, totalizó 9.381 millones de euros, el 27,5% menos que en el mismo periodo del año anterior. Esta cifra representa el 0,84% del PIB, 0,39 puntos porcentuales menos que en el mismo periodo de 2007.

La capacidad de financiación del Estado se reduce al 0,8% del PIB en el primer bimestre.

Ahorro y financiación

La demanda de crédito se modera, pero todavía crece al 15%

Los tipos de interés de los préstamos y créditos a las empresas y las familias flexionaron levemente a la baja en enero después de subidas en los dos años anteriores. Así, en promedio, los tipos de interés de la financiación al sector privado se colocaron en el 6,0%, 3 puntos básicos por debajo de diciembre. Por su parte, el euríbor a un año, ampliamente utilizado como referencia, bajó en febrero por segundo mes consecutivo y se situó en el 4,35% en media mensual, si bien en marzo ha vuelto a subir, alcanzando la cota del 4,7%.

La evolución de los tipos de interés interbancarios y crediticios en los dos últimos meses reflejan las tensiones en los mercados financieros en un periodo de tur-

bulencias desencadenadas en verano a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos. También incorporan expectativas de un recorte del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo más avanzado el ejercicio, si bien éste ha mantenido un discurso antiinflacionista.

En este marco, la desaceleración de la financiación al sector privado perdió intensidad en enero de 2008 y su tasa de variación anual se cifró en el 15,1%, una décima menos que en el mes anterior. No obstante, este crecimiento continúa siendo superior al del conjunto de la eurozona.

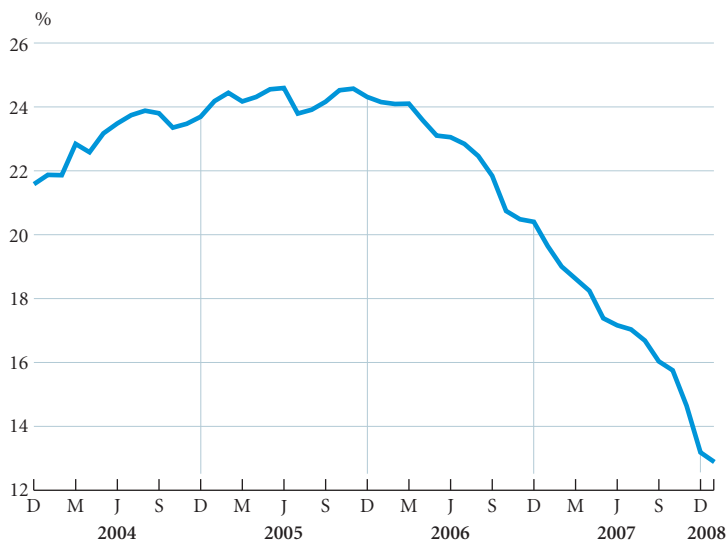
La financiación a las empresas no financieras moderó ligeramente su ritmo de crecimiento en febrero hasta el 16,9%, de acuerdo con la coyuntura económica. Los arrendamientos financieros, que se

El euríbor a un año vuelve a subir en marzo.

Las empresas siguen recurriendo al crédito bancario...

CONTINÚA LA RALENTIZACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS PARA VIVIENDA

Variación interanual de la financiación a las familias para vivienda



FUENTE: Banco de España.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Enero 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
Crédito comercial	89.281	-1.537	-1,7	6.523	7,9	5,0	
Deudores con garantía real (*)	1.071.831	3.458	0,3	137.771	14,7	60,6	
Otros deudores a plazo	502.107	4.186	0,8	79.284	18,8	28,4	
Deudores a la vista	41.155	580	1,4	7.494	22,3	2,3	
Arrendamientos financieros	46.658	365	0,8	6.452	16,0	2,6	
Créditos dudosos	18.338	2.102	12,9	6.862	59,8	1,0	
TOTAL	1.769.369	9.154	0,5	244.386	16,0	100,0	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

...pese al fuerte frenazo de la financiación a las actividades inmobiliarias a lo largo de 2007.

destinan a la inversión empresarial, aumentaron el 16,0% en los doce últimos meses hasta enero, 2,3 puntos más que en diciembre. El crédito comercial, utilizado para la financiación del capital circulante, mostraba un ritmo de expansión mucho más bajo, del 7,9%.

Ligero repunte de la tasa de morosidad, si bien se halla sensiblemente por debajo de la media europea.

Se puede realizar un análisis por sectores económicos con los datos recientemente publicados por el Banco de España del crédito por finalidades, aunque sólo alcanzan hasta diciembre. En 2007, destacó la deceleración del crédito a la construcción, que pasó de crecer el 33,3% en 2006 al 14,2% en 2007. Los servicios también se ralentizaron, si bien debido principalmente a la financiación a las actividades inmobiliarias. Ésta pasó de un aumento anual superior al 50% en 2006 al 24% en diciembre de 2007. En cambio, el crédito a la industria se incrementó el 18,5% en 2007, 4,4 puntos más que un año antes.

En 2007 el número de hipotecas constituidas disminuye un 5%.

El endeudamiento de las familias frenó su ralentización en enero, manteniendo un ritmo de expansión del 12,7%. Esto fue el resultado de una menor desaceleración de los préstamos para la compra de vivienda y de un cierto impulso del resto de financiación a los hogares, que creció el 12,0% en los doce últimos meses. La canalizada a

bienes de consumo duradero como automóviles, motocicletas, muebles, etc., que constituye aproximadamente un tercio de ésta, subió el 9,9% en 2007, un poco menos que en el año precedente, afectada por el alza de los tipos de interés.

Por otro lado, se aprecia un ligero repunte de la morosidad, en concordancia con el cambio de fase del ciclo económico. La ratio de dudosidad se colocó en enero en el 1,04%, 0,28 puntos por encima del nivel de doce meses antes. No obstante, se halla en una cota reducida y sensiblemente por debajo de la media europea. Además, las entidades financieras españolas ostentan un elevado nivel de provisiones. Con más detalle, aunque con datos hasta diciembre, se observa que la tasa de morosidad de los préstamos para la adquisición de vivienda con hipoteca se colocaba en un nivel inferior, en el 0,72% al final de 2007.

Por otra parte, en 2007 se constituyeron 1.768.198 hipotecas sobre fincas rústicas y urbanas, con una baja del 5,1% con relación al año anterior, de acuerdo con datos del Instituto Nacional de Estadística. El importe medio por hipoteca sobre una vivienda fue de 149.007 euros, con un aumento del 6,2% en relación con 2006. Las

cajas de ahorros fueron las entidades que concedieron el mayor número de préstamos hipotecarios en 2007, el 59,2% del total, seguidas de los bancos, con el 31,7%. El plazo medio registrado de las hipotecas fue de 26 años, uno más que en el año anterior. La mayor parte de las hipotecas se firmó con un tipo de interés variable y sólo el 2% a tipo fijo.

En cuanto a la distribución geográfica de las hipotecas, las comunidades autónomas con más hipotecas constituidas por habitante en 2007 fueron Murcia y Baleares. No obstante, los mayores crecimientos tuvieron lugar en Extremadura, el 18,6%, y Castilla-La Mancha, 8,2%.

Los ahorradores prefieren los depósitos de alta remuneración

Por el lado de los activos financieros del sector privado, se constata que en enero

de 2008 los depósitos bancarios anotaron una variación anual igual a la de diciembre de 2007, del 15,6%. Se trata de una considerable expansión, superior a la registrada en la zona del euro. Con todo, es insuficiente para financiar el volumen de créditos concedido por las instituciones financieras, por lo que éstas han debido recurrir también a la emisión de valores y al Banco Central Europeo. Dadas las tensiones en los mercados de capitales desencadenadas a partir del último verano a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo norteamericanas, las entidades financieras se volcaron a obtener depósitos del sector privado, con lo que los tipos de interés pasivos experimentaron una tendencia alcista, sobre todo los de las cuentas a plazo, que se elevaron hasta el 4,5% en enero, superando a la tasa de inflación.

De esta manera, las imposiciones a plazo hasta dos años fueron la modalidad de depósito que experimentó el mayor in-

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Cuarto trimestre de 2007

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Financiación de actividades productivas						
Agricultura, ganadería y pesca	25.245	2.231	9,7	2.231	9,7	
Industria	141.571	22.083	18,5	22.083	18,5	
Construcción	153.453	19.136	14,2	19.136	14,2	
Servicios	622.818	117.993	23,4	117.993	23,4	
Total	943.086	161.443	20,7	161.443	20,7	
Financiación a personas físicas						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	618.212	73.823	13,6	73.823	13,6	
Adquisición de bienes de consumo duradero	56.576	5.115	9,9	5.115	9,9	
Otras financiaciones	114.462	10.017	9,6	10.017	9,6	
Total	789.250	88.955	12,7	88.955	12,7	
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	6.089	384	6,7	384	6,7	
Resto sin clasificar	21.788	805	3,8	805	3,8	
TOTAL	1.760.213	251.587	16,7	251.587	16,7	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Enero 2008

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista y de ahorro (*)	422.853	-15.204	-3,5	-3.322	-0,8	32,1
A plazo hasta 2 años	367.083	14.377	4,1	109.411	42,5	27,8
A plazo a más de 2 años	398.421	-3.553	-0,9	59.139	17,4	30,2
Cesiones temporales	86.369	758	0,9	4.295	5,2	6,6
Total	1.274.725	-3.623	-0,3	169.522	15,3	96,7
Depósitos en monedas no euro	43.536	-308	-0,7	8.762	25,2	3,3
TOTAL	1.318.261	-3.931	-0,3	178.284	15,6	100,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

En febrero continúa la racha de reembolsos netos de participaciones de fondos de inversión mobiliaria.

cremento anual en enero, del 42,5%. Por el contrario, las cuentas a la vista y de ahorro sufrieron un liviano retroceso, afectadas por bajas remuneraciones.

Por lo referente a otros productos financieros, las participaciones en fondos de inversión mobiliaria continuaron en febrero la racha de retiradas netas de dinero, aunque fueron menores que en el mes anterior. Se apreció aversión al riesgo entre los ahorradores, destacando las suscripciones netas positivas de los garantizados de renta fija. La rentabilidad media anual de los fondos de inversión mobiliaria fue levemente negativa en febrero a consecuencia de las minusvalías de los fondos de renta variable. No obstante, los fondos de renta variable de mercados emergentes lucían unas ganancias anuales del 14,2%. En el polo opuesto, la renta variable japonesa tenía unas pérdidas del 26,1%.

Dinamismo del ramo de seguros de salud en 2007.

Por su parte, los *hedge funds*, fondos alternativos o libres, continúan elevando su patrimonio. En su corta vida en el mercado español acumulaban activos por valor de 1.194 millones de euros al final de febrero, a pesar de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales.

Finalmente, en el ámbito de los seguros las primas del ramo de vida totalizaron 22.934 millones de euros en 2007, con una elevación del 2,1% con relación al año anterior. Las de los otros ramos del seguro directo se cifraron en 31.714 millones de euros, con un aumento anual del 5,3%. El ramo más dinámico fue el de salud, con un aumento de las primas del 9,6%, seguido del multirriesgos, con un ascenso del 7,9%. El ramo más importante por volumen, el automóvil, sólo subió el 2,7%, debido a que la fuerte competencia presionó los precios de las primas.

Las familias españolas soportan su deuda

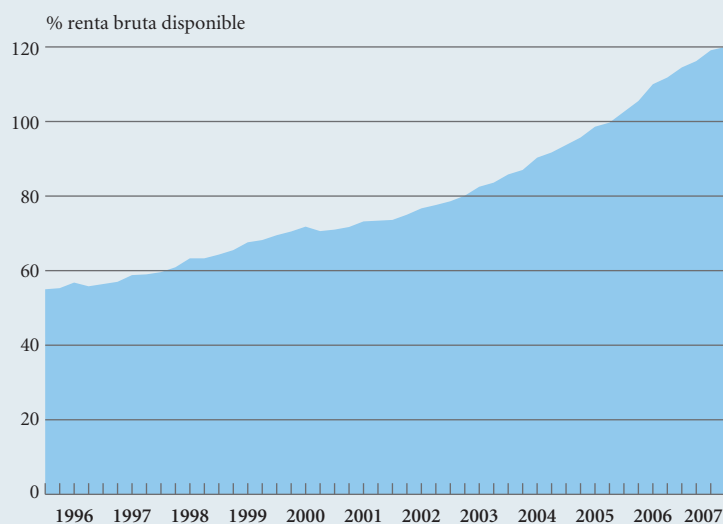
La deuda de los hogares españoles ha crecido significativamente en los últimos diez años, más que duplicándose en proporción a su renta disponible (véase gráfico siguiente). Su fuerte aumento se ha debido fundamentalmente a la disminución de los tipos de interés reales, gracias en buena parte a la adopción del euro; a la expansión del parque inmobiliario y al aumento del precio de la vivienda; y, también, al desarrollo del sector financiero en un contexto altamente competitivo. A pesar de esta evolución, la ratio entre deuda y renta en España, que alcanzó el 120% en 2007, estaba todavía por debajo de los niveles en otras economías avanzadas como Canadá (127%), Estados Unidos (138%) o el Reino Unido (164%). Además, la situación financiera de las familias es, en su conjunto, más sólida de lo que podría parecer aunque es cierto que ha sufrido el aumento de los tipos de interés en los últimos dos años.

Una de las características más significativas del endeudamiento de las familias españolas es, sin duda, su finalidad principal: la compra de inmuebles, en su mayoría primera vivienda. Así, cerca del 80% de la deuda familiar tiene como propósito la adquisición de bienes inmobiliarios, un porcentaje superior al de Estados Unidos o Canadá, donde la deuda para financiar bienes de consumo tiene un mayor peso. Resulta curioso que en España es más probable que un hogar sea propietario de la vivienda donde reside que de un automóvil. Según la última Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada por el Banco de España en 2005, los inmuebles representaban alrededor de un 90% de los activos totales de los hogares.

El hecho de que la deuda se haya destinado a adquirir bienes inmobiliarios, en combinación con el alza de sus precios y la revalorización de otros activos como la bolsa, ha contribuido al aumento de la riqueza neta de los hogares en el último decenio. La riqueza neta no es más que la suma de la riqueza financiera neta —el valor de los activos financieros menos la deuda— y la riqueza inmobiliaria. En lo que respecta a la riqueza financiera, aunque la deuda ha aumentado, el valor de los activos financieros (depósitos bancarios, acciones, fondos de

LA DEUDA DE LAS FAMILIAS HA CRECIDO CON FUERZA

Deuda de los hogares



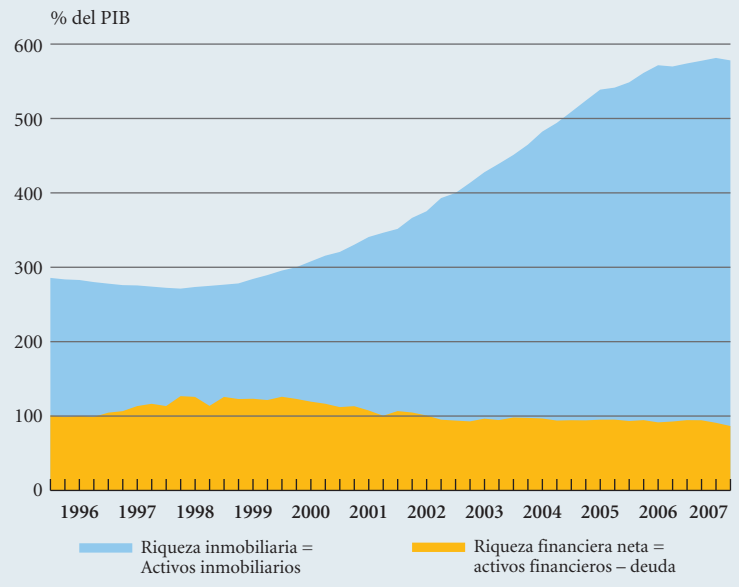
FUENTE: Banco de España.

pensiones, etc.) también lo ha hecho y, por ello, la riqueza financiera neta no ha caído tanto como lo que ha aumentado la deuda. Por otro lado, la riqueza inmobiliaria ha aumentado muy significativamente gracias al aumento del parque inmobiliario y a la apreciación del precio de la vivienda. De hecho, la riqueza inmobiliaria ha subido tanto que la riqueza neta total también lo ha hecho. Aunque parezca una contradicción, no lo es: nos hemos endeudado más pero también somos más ricos.

Los datos agregados sintetizan, sin embargo, situaciones muy diversas. En este sentido, la EFF indica que la mitad de los hogares no tenía ninguna deuda. Los grupos con menor probabilidad de tener deudas eran los hogares con rentas más bajas y los mayores de 64 años. En cambio, más del 70% de los hogares con un cabeza de familia de entre 35 y 44 años estaban endeudados. Los mayores volúmenes de deuda se observaban, típicamente, entre los más jóvenes, los empleados por cuenta propia y los hogares con dos miembros trabajando. Entre aquellos hogares que tenían alguna deuda, ésta representaba un 17% del valor de sus activos; sólo el 11% de los hogares tenía deudas por un valor superior al 75% de sus activos. En general, se puede afirmar que la mayor parte de los hogares tienen un balance financiero relativamente sólido.

Además, a pesar del aumento de su pasivo, la carga financiera de las familias no ha aumentado en la misma medida. Según estimaciones del Banco de España, la carga por intereses en 2007 suponía poco más del 6% de la renta bruta disponible de los hogares, en comparación a poco más de 4% que dedicaban diez años atrás; los pagos por amortizaciones, a su vez, absorbían el 11% de la renta en 2007, cuatro puntos por encima de 1997. En algunos casos, sin embargo, el esfuerzo que requiere el endeudamiento es mayor: según la EFF de 2005, un 12% de las familias endeudadas destinan más del 40% de su renta bruta al pago de sus deudas. En general, dos factores han contenido el alza en la carga financiera: por un lado, la disminución de los tipos de interés, de un rango entre 5,5% y 10% en 1995-1997 a otro entre 2% y 5% en 2005-2007; por el otro, el alargamiento en los plazos típicos de amortización. A modo de ejemplo, el plazo medio de amortización al que se contrataba una hipoteca hace diez años era de unos 18 años mientras que el año pasado se acercaba a los 28 años.

AUNQUE LA DEUDA AUMENTA, LA RIQUEZA TAMBIÉN



FUENTE: Banco de España y elaboración propia.

Una muestra adicional de la relativa solidez de la situación financiera de las familias es la baja tasa de morosidad. Si bien es cierto que esta tasa ha repuntado en los últimos trimestres, coincidiendo con el aumento de los tipos de interés, lo ha hecho desde niveles extremadamente bajos. En el caso de créditos a los hogares para adquisición de vivienda, la tasa de morosidad para el conjunto del sistema financiero español ha pasado de 0,43% en 2006 a 0,73% a finales de 2007. Aunque cabe esperar que esta ratio continúe aumentando algo más durante este año, como consecuencia de un menor ritmo de crecimiento económico, la estabilización de los tipos de interés por debajo de los niveles que se alcanzaron a fines del año pasado, e incluso la posibilidad de una rebaja de tipos durante 2008, debería contribuir a limitar este deterioro.

En suma, el aumento de la deuda de las familias en los últimos años ha sido muy fuerte pero la mayor parte se ha utilizado para acumular riqueza en forma de activos inmobiliarios. Ello ha contribuido a mantener el balance financiero de las familias relativamente sólido. Si bien es cierto que el alza en los tipos de interés ha aumentado la presión financiera sobre los hogares más endeudados, los tipos parece que tocaron techo a finales de 2007. Sin duda, todo un respiro.

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
9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal
3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual
5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

- 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

Abril 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...):
publicacioneseestudios@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	Millones €
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.