

# Informe Mensual



NÚMERO 314

*África: la maldición de los trópicos* Pág. 11

¿Qué explica el persistente atraso económico de las economías del continente?

*Después de los tigres asiáticos... ¿Los leones africanos?* Pág. 21

Algunas economías africanas presentan resultados esperanzadores

*La teoría del crecimiento económico: más que la piedra filosofal, un pedregal* Pág. 35

¿Cómo hay que ayudar a los países pobres?

*África mediterránea: tan cerca, tan lejos* Pág. 64

El estrechamiento de los lazos económicos entre España y Marruecos es un ejemplo a seguir

# Previsiones

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

	2006	2007	2008	2007				2008	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	2,9	2,2	1,3	1,5	1,9	2,8	2,5	2,5	1,7
Japón	2,4	2,0	1,8	3,2	1,8	1,9	1,4	1,1	2,0
Reino Unido	2,9	3,0	1,9	3,0	3,2	3,1	2,8	2,5	2,0
Zona del euro	2,9	2,6	1,7	3,2	2,5	2,7	2,2	2,2	1,9
<i>Alemania</i>	3,1	2,6	1,9	3,7	2,6	2,5	1,8	2,6	2,0
<i>Francia</i>	2,4	2,1	1,6	2,1	1,7	2,4	2,2	2,2	1,7
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	3,3	2,8	3,4	2,5	2,5	2,4	4,0	4,2	3,6
Japón	0,2	0,1	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	1,0	0,3
Reino Unido	2,3	2,3	2,6	2,9	2,6	1,8	2,1	2,4	2,7
Zona del euro	2,2	2,1	3,2	1,9	1,9	1,9	2,9	3,4	3,4
<i>Alemania</i>	1,6	2,3	2,6	1,8	2,1	2,3	3,1	2,9	2,7
<i>Francia</i>	1,7	1,5	2,7	1,2	1,2	1,3	2,3	2,9	2,8
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	3,7	3,1	1,7	3,5	3,4	3,1	2,7	1,8	1,7
Consumo de las AAPP	4,8	5,1	4,9	6,1	5,0	5,1	4,4	4,7	4,8
Formación bruta de capital fijo	6,8	5,9	0,3	6,3	6,7	5,8	4,8	3,2	0,3
<i>Bienes de equipo</i>	10,4	11,6	2,3	13,1	13,1	11,6	8,6	6,3	2,9
<i>Construcción</i>	6,0	4,0	-1,5	4,9	4,6	3,8	2,9	1,3	-1,8
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	5,1	4,6	2,0	5,1	4,9	4,5	3,9	3,0	1,9
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,3	3,6	3,6	4,7	7,7	5,1	5,0	3,9
Importación de bienes y servicios	8,3	6,6	2,8	6,0	6,7	8,4	5,4	5,0	3,0
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	3,2	3,0	0,9	3,3	3,1	3,0	2,5	1,7	0,9
Tasa de paro (% población activa)	8,5	8,3	9,9	8,5	8,0	8,0	8,6	9,6	9,7
Índice de precios de consumo	3,5	2,8	4,3	2,4	2,4	2,4	4,0	4,4	4,4
Costes laborales unitarios	2,3	2,7	3,0	2,6	2,6	2,7	2,8		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-8,8	-10,0	-10,3	-10,1	-9,0	-10,2	-10,7	-12,1	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-8,1	-9,5	-9,9	-9,5	-8,7	-10,1	-9,8	-11,3	
Saldo público (% PIB)	1,8	2,2	0,2						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
				Previsiones				Previsiones	
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	5,0	5,0	2,2	5,3	5,3	5,1	4,5	2,8	2,0
Repo BCE	2,8	3,9	3,9	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Bonos EEUU 10 años	4,8	4,6	3,9	4,7	4,8	4,6	4,1	3,5	3,9
Bonos alemanes 10 años	3,8	4,2	4,2	4,0	4,4	4,3	4,2	3,9	4,2
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,26	1,38	1,53	1,32	1,35	1,39	1,46	1,53	1,55

## África, ¿próxima sorpresa global?

### Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Estados Unidos
- 11 **África: la maldición de los trópicos**
  - 14 Japón
  - 16 China
  - 18 México
  - 20 Materias primas
- 21 **Después de los tigres asiáticos... ¿Los leones africanos?**
- 25 Unión Europea
  - 25 Previsiones Comisión Europea
  - 27 Zona del euro
  - 29 Alemania
  - 31 Francia
  - 32 Italia
  - 34 Reino Unido
- 35 **La teoría del crecimiento económico: más que la piedra filosofal, un pedregal**
- 38 Mercados financieros
  - 38 Mercados monetarios y de capital
- 47 Coyuntura española
  - 47 Actividad económica
  - 52 Mercado de trabajo
  - 56 Precios
  - 61 Sector exterior
- 64 **África mediterránea: tan cerca, tan lejos**
- 68 Ahorro y financiación

África se considera la cuna de la humanidad, puesto que allí yacen los vestigios más antiguos de la presencia humana en la Tierra, que se remontan a varios millones de años. Pero si la especie humana surgió en África, no es en ese continente donde más se distingue su desarrollo y progreso. Casi la mitad de la población del mismo vive en condiciones de pobreza extrema mientras que África acoge alrededor de las tres cuartas partes de los países más pobres del mundo.

No siempre fue así. A mediados del siglo XX, el producto interior bruto per cápita de América Latina o Asia no era muy distinto del africano. De hecho, el continente asiático ostentaba el farolillo rojo del atraso económico. Sin embargo, desde entonces, ambas regiones han crecido notablemente mientras que África, en especial la subsahariana, apenas se ha movido. ¿Por qué?

En los artículos que acompañan este Informe Mensual se pone de manifiesto que muchas teorías tratan de responder a la pregunta anterior, pero ninguna consigue perfilar una explicación convincente. Lo que sí se hace patente es que muchos factores juegan en contra del progreso del continente africano. Uno de los más importantes es el geográfico. En una época, hará unos 12.000 años, el actual desierto del Sahara fue un valle fértil con abundantes lluvias, pero la progresiva desertización situó las tierras al sur del Sahara muy lejos de los centros políticos y económicos que han marcado la historia de las civilizaciones. El clima tropical, que afecta a buena parte del continente, no suele ser tampoco el mejor aliado para el desarrollo de la productividad y no favorece el cultivo de cereales, clave para conseguir una mínima suficiencia en la producción de alimentos. Otro factor que entorpece el desarrollo africano es la escasa calidad de las instituciones (mecanismos de orden social y cooperación). El pasado colonial puede explicar el fracaso de unos estados que se diseñaron de forma artificial y caprichosa, respondiendo a intereses ajenos a la realidad del territorio. Buena parte de los conflictos bélicos que han asolado al continente en tiempos recientes se explican por este motivo, que se combina con la persistencia de gobiernos dictatoriales y la codicia que despierta la abundancia de recursos naturales.

Quizás en parte por la mala conciencia colonial de los países ricos, desde los años sesenta éstos han intentado ayudar al progreso de los países en desarrollo a través de la ayuda internacional y los programas de cooperación. En el caso africano, los resultados han sido escasos. En el año 2000, las Naciones Unidas decidieron modificar la estrategia de ayuda, estableciendo los ocho «objetivos de desarrollo del Milenio», que abarcan desde reducir a la mitad la pobreza extrema hasta detener la propagación del virus del sida y conseguir la enseñanza primaria universal para el año 2015. Se trata de galvanizar esfuerzos y recursos para ayudar de forma más eficaz a los más pobres del mundo, dentro de los cuales, como se ha comentado, se encuentran buena parte de los países africanos.

A pesar de todo lo anterior, África es hoy un continente que se mueve. En 2007, las economías africanas crecieron un 6%, según el Fondo Monetario Internacional, consolidando una trayectoria de varios años de expansión económica elevada, exportaciones al alza y progresos tangibles. Con la ayuda de los altos precios de las materias primas, una serie de países africanos están consiguiendo avances destacables y empiezan a recibir fondos de inversores privados, principalmente asiáticos. Puede que en un futuro no tan lejano, algún país africano se convierta en una historia de éxito, en un emergente que rivalice con las economías que, como China, India o Brasil, están moviendo la economía mundial. ¿Por qué no?

## RESUMEN EJECUTIVO

**La situación económica, lejos de clarificarse, se complica al deteriorarse las expectativas inflacionistas.**

**El barril de petróleo supera los 130 dólares y los precios de los alimentos básicos se disparan.**

**Escaso crecimiento con inflación elevada, ¿volvemos a la estanflación?**

### **La inflación añade más incertidumbre a la economía internacional**

La situación económica mundial, lejos de clarificarse, parece complicarse algo más. Hasta hace poco, la preocupación primordial era el alcance de la crisis *subprime* global y sus efectos sobre la actividad económica real. Se especulaba –y se especula– con un impacto más acusado en Estados Unidos y las dudas están en el *decoupling*, o desenganche, del resto de economías del declive americano. Las grandes prioridades eran salvar el crecimiento y esquivar una crisis bancaria de imprevisibles consecuencias. Los indicadores más recientes son esperanzadores. Las tensiones en los mercados financieros han remitido, si bien están lejos de considerarse controladas, mientras que los datos de actividad del primer trimestre han sido mejores de lo esperado.

Pero en apenas un mes la situación se ha complicado notablemente, al hacerse patentes las tensiones en los mercados de materias primas que, si bien no son nuevas, en las últimas semanas han alcanzado unos niveles inesperados. El petróleo, que hace un año se movía en la zona de los 70 dólares por barril, había saltado en dos fases, hasta más allá de los 110 dólares. Parecía difícil que esta tendencia se mantuviese con la misma intensidad. Por ello, el ascenso de un 17% adicional en mayo ha descolocado a muchos analistas. Con el petróleo por encima de los 130 dólares por barril el escenario futuro se vuelve complicado e incierto. Y no es sólo eso. Los precios de muchas materias primas alimentarias, como el arroz, trigo, soja y otras, han escalado hasta el punto que han desencadenado importantes conflictos de orden público en zonas de países pobres, allí donde una subida, siquiera leve, del precio

del alimento básico condena al hambre a muchos de sus habitantes.

De ahí que en muchos países en desarrollo los índices de precios estén en los niveles más elevados de los últimos años, debido al peso de la alimentación en sus cestas de la compra. En los países desarrollados, las subidas han sido más moderadas, pero los índices se hallan en niveles excesivamente elevados para los objetivos de los responsables de la política económica. Además, la preocupación ha descendido a la calle, y colectivos afectados por el encarecimiento del combustible –transporte terrestre y aéreo, pesca– están haciendo oír sus protestas en varios países europeos. Las encuestas de opinión reflejan la desconfianza de los consumidores en que la inflación se mantenga baja. En definitiva, la evolución de las materias primas en lo que llevamos de año ha conseguido que la inflación haya pasado al primer plano en el listado de problemas económicos, sumándose a la crisis financiera y al riesgo de desaceleración intensa o recesión.

Una coyuntura inflacionista en un contexto de desaceleración de la actividad plantea un reto muy relevante para los bancos centrales. Si tratan de luchar contra la inflación restringiendo la política monetaria y subiendo los tipos de interés, agravan la desaceleración; si pretenden favorecer el crecimiento y mantienen la relajación de los tipos, los agentes económicos pueden llegar a pensar que la inflación futura será más alta y tratarán de anticipar esta eventualidad, presionando para subir más los salarios, por ejemplo. De ahí que vuelva a hablarse del riesgo de estanflación, o estancamiento con inflación, a semejanza de lo ocurrido en los años setenta (véase el Informe Mensual del mes pasado). ¿Qué hacer?

El ejemplo más inmediato es el dilema que el Banco de Inglaterra tiene planteado ante sí. En las islas británicas, la inflación presenta unas perspectivas preocupantes. Al mismo tiempo, los indicadores muestran inequívocamente la acusada pérdida de ritmo de crecimiento. Hasta hace poco, el banco emisor ha proporcionado un apoyo notable a la actividad mediante tres descensos consecutivos del tipo de interés. Ahora ha abierto un compás de espera para calibrar el alcance de la crisis y el mundo económico se pregunta cuál debería ser el próximo paso del Banco de Inglaterra.

Otros bancos centrales se encuentran en situaciones parecidas. La Reserva Federal ha dado a entender que los recortes de su tipo de interés de referencia han terminado y que se abre una fase prolongada de tipos de interés bajos. La inflación subyacente —la que excluye alimentos y energía— parece controlada, pero los mercados ya anticipan subidas de tipos de interés en unos meses. El Banco Central Europeo, por su parte, siempre con un sesgo más antiinflacionista, no ha modificado sus tipos de interés de referencia en lo que llevamos de crisis financiera y ahora redobla su mensaje tensionador.

Otra fuente de preocupación es el financiero. Algunas señales parecen apuntar a mejoras en la crisis crediticia que se desencadenó a partir de mediados del pasado año, pero en general las tensiones siguen. Así, la evolución de las bolsas durante gran parte del mes de mayo —subida de los índices y descenso de la volatilidad— podía interpretarse como una señal de que los actores del mercado asumían que gran parte de las noticias corporativas negativas que habían de producirse ya han salido a la luz. Sin embargo, en la última fase del mes las realizaciones de beneficios han predominado, laminando buena parte de las ganancias. En el mercado interbancario, las tensiones han menguado en Estados Unidos pero persisten en la eurozona, como lo atestigua la subida del euríbor a un año hasta el 5%, el nivel más alto

de la década. Los bancos más afectados por la crisis *subprime* están consiguiendo recapitalizar sus balances, pero la restricción del crédito a empresas y familias se deja sentir. Las primas de riesgo en los mercados de bonos se han moderado algo, pero la normalidad está todavía lejos.

La nota positiva del mes la han aportado, paradójicamente, los datos de crecimiento conocidos del primer trimestre. En Europa, los indicadores de actividad de inversión y demanda externa del periodo ya se consideraron positivos. Pero los datos publicados, especialmente los relativos a Alemania, batieron las expectativas más optimistas. Así, la primera economía europea aceleró su crecimiento hasta el 2,6% interanual, mientras que la eurozona repetía en un satisfactorio 2,2%. El caso estadounidense siguió un patrón similar. Cuando muchos daban por segura la caída del producto interior bruto en los tres primeros meses, la estimación preliminar muestra un avance del 0,9% intertrimestral anualizado. Entre los países emergentes, China anunció una desaceleración apenas perceptible, al crecer un notable 10,6% interanual. En general, los datos del segundo trimestre de las principales economías muestran un ritmo de actividad a la baja, aunque la situación de partida, la que arroja el primer trimestre, es de momento favorable.

### **Economía española: frenazo en el primer trimestre**

La economía española no ha participado de los datos positivos del primer trimestre como otras economías europeas. Los indicadores del periodo apuntaban a una desaceleración intensa de la actividad, y el Instituto Nacional de Estadística (INE), en efecto, certificó el frenazo. El producto interior bruto creció un 2,7% interanual en enero-marzo, lejos del 3,5% del trimestre final de 2007. Respecto al trimestre anterior, el crecimiento fue de sólo el 0,3%, es decir, por debajo del registrado en la eurozona, un resultado insólito en muchos años.

**Los bancos centrales deben resolver el dilema de si dar prioridad a la lucha contra la inflación o apoyar el crecimiento.**

**Los mercados apuntan a que lo peor de la crisis financiera ya ha pasado, pero la normalización va para largo.**

**El crecimiento económico español se frena en el primer trimestre, debido al menor impulso de consumo e inversión.**

**El mercado de trabajo se está ajustando de forma rápida e intensa a la etapa de menor dinamismo económico.**

¿Por qué se frena la economía? Fundamentalmente porque los hogares están ajustando su ritmo de gasto y porque la inversión en vivienda está experimentando un notable ajuste. Los consumidores se muestran pesimistas en su evaluación de la situación económica, un resultado previsible en un contexto de descenso del empleo y de subida de los precios. La compra de viviendas viene experimentando una desaceleración desde el pasado año que la subida de los tipos de interés y el endurecimiento del mercado de crédito no han hecho más que agravar. Esta notable desaceleración de la demanda nacional no ha podido ser compensada por la ligera reducción del drenaje del sector exterior, gracias al sostenimiento de las exportaciones y a una ralentización de las importaciones de bienes y servicios.

Un elemento que suscita preocupación es el deterioro del mercado de trabajo. Los datos del INE correspondientes al primer trimestre del año 2008 arrojan un descenso de unos 75.000 empleos, frente a un crecimiento de 67.000 en igual periodo de 2007. En consonancia con el ajuste de la demanda de inversión en construcción, es precisamente este sector, junto con los servicios, uno de los que está adaptándose de forma más inmediata. En dicho primer trimestre, ambos sectores concentraron la práctica totalidad del empleo destruido. La desaceleración de la afiliación a la Seguridad Social, junto con el aumento de la tasa de paro en abril, un mes tradicionalmente benigno, completan un escenario laboral que transita lejos de la bonanza de otras épocas.

En este contexto, también es una mala noticia la trayectoria de la inflación en lo que llevamos de año. El ritmo de crecimiento de los precios de consumo, del 4,7% interanual, excede las previsiones. Además, las perspectivas inmediatas son más bien negativas, siendo poco probable una trayectoria bajista de cierto calado antes de finales de año. Otro elemento que ensombrece el registro de los últimos meses es que el

diferencial con la zona del euro se mantiene invariado. Ello implica que seguimos sin recuperar competitividad internacional vía menores crecimientos de los precios.

Éste sería un buen momento para mejorar en el campo de la competitividad, dada la evolución más magra de las variables internas. Los datos del sector exterior de marzo son, con todo, menos negativos de lo que parecen. Las cifras de los intercambios comerciales con el exterior muestran que ciertamente el déficit comercial sigue ensanchándose, y que lo hace a un ritmo creciente. No obstante, la falta de mejora del desequilibrio comercial es en gran medida fruto de la ampliación del desequilibrio del saldo de los productos energéticos, afectado negativamente por el fuerte ascenso del precio del petróleo y otros productos. El saldo no energético, por el contrario, muestra una tendencia continuada a mejorar desde finales de 2007.

Así las cosas, ¿qué cabe esperar de la política económica? En abril, en la primera convocatoria del Consejo de Ministros de la nueva legislatura se adoptaron una serie de medidas de corto plazo destinadas a paliar la crisis. La decisión más notoria es la deducción de 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, decisión que empezará a aplicarse en el mes de junio. Otras medidas apuntan a un mayor esfuerzo en investigación y desarrollo, educación e infraestructuras, simplificación del marco normativo de la actividad empresarial, reforma de la Seguridad Social, etc. A finales de mes, sin embargo, el responsable de Economía, Pedro Solbes, alertaba del rápido cambio de signo que puede sufrir el actual superávit público, como consecuencia de la caída de la recaudación fiscal y del aumento del gasto social. Por tanto, el margen de actuación de la política económica, privada de las vertientes monetaria y cambiaria, es cada vez más estrecho.

29 de mayo de 2008

**La inflación se acelera y el déficit comercial sigue ampliándose, aunque el desequilibrio energético es el principal responsable.**

**El margen de actuación de la política económica se estrecha.**

## CRONOLOGÍA

### 2007

- 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**.
  - 18 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,25%.
- abril**
- 18 El Gobierno aprueba un **Plan de medidas de estímulo económico**.
  - 23 El **euro** cotiza a 1,594 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única europea a principios de 1999.
  - 30 La **Reserva Federal** reduce el tipo de interés de referencia hasta el 2,00%.
- mayo**
- 22 El precio del **petróleo** calidad *Brent* a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 131,52 dólares por barril.

## AGENDA

### Junio

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo). PIB de la zona del euro (primer trimestre).
- 5 Índice de producción industrial (abril). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11 IPC (mayo).
- 16 IPC armonizado de la UE (mayo).
- 17 Encuesta trimestral de coste laboral (primer trimestre).
- 24 Ingresos y pagos del Estado (mayo).
- 25 Precios industriales (mayo). Comercio exterior (abril). Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 Avance IPCA (junio).
- 30 Balanza de pagos (abril).

### Julio

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 4 Índice de producción industrial (mayo).
- 11 IPC (junio).
- 16 IPC armonizado de la UE (junio).
- 22 Ingresos y pagos del Estado (junio).
- 23 Precios industriales (junio).
- 24 Encuesta de población activa (segundo trimestre). Comercio exterior (mayo).
- 25 PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).
- 31 Balanza de pagos (mayo). Avance IPCA (julio).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**El PIB de Estados Unidos crece un 2,5% en el primer trimestre, con un consumo que resiste pero con retrocesos en la inversión.**

### Estados Unidos: ¿Cuándo llegará la recuperación?

El producto interior bruto (PIB) estadounidense creció un 2,5% interanual en el primer trimestre de 2008, algo por encima de lo previsto. En términos interanuales anualizados el avance fue de 0,6%, repitiendo así el ritmo del periodo anterior. Entre los elementos que mostraron cierto vigor estuvo el consumo privado, el elemento que será clave para la economía en 2008 y 2009. Éste siguió desacelerándose pero con parsimonia, mostrando un avance del 1,9% interanual. También contribuyeron positivamente el sector exportador, cuyo cre-

cimiento se aceleró hasta el 9,5%, y la reposición de existencias, que pasó a sumar fuerzas al avance en vez de sustraerlas. En el lado negativo, a la continuada debilidad de la inversión residencial se le sumó el leve retroceso de la inversión en equipo y, especialmente, la caída de la construcción industrial.

La economía esquivó así los retrocesos, aunque sea por el momento. Sin embargo, la cuestión no está tanto si en recesión sí o recesión no, sino en cuál va a ser la duración de este periodo de debilidad económica. Las perspectivas son de seguir creciendo por debajo del potencial, tal como se refleja en las últimas previsiones

### 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	Abril
PIB real	2,9	2,2	1,5	1,9	2,8	2,5	-	2,5	-	-
Ventas al por menor	5,8	4,0	3,3	4,0	3,9	4,7	3,9	2,7	2,0	2,0
Confianza del consumidor (1)	105,9	103,4	109,9	106,7	105,7	91,2	87,3	76,4	65,9	62,3
Producción industrial	2,2	1,7	1,3	1,4	1,8	2,2	2,6	1,1	1,4	0,2
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	50,5	53,0	51,3	49,6	50,7	48,3	48,6	48,6
Venta de viviendas unifamiliares	-18,0	-26,3	-24,6	-21,2	-26,6	-33,5	-31,8	-31,5	-36,6	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,6	4,5	4,5	4,7	4,8	4,9	4,8	5,1	5,0
Precios de consumo	3,2	2,9	2,4	2,6	2,4	4,0	4,4	4,1	4,0	3,9
Balanza comercial (3)	-758,5	-708,5	-747,4	-734,3	-707,6	-708,5	-710,1	-713,6	-708,8	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	5,2	5,3	5,4	5,4	5,4	4,9	3,1	3,1	2,7	2,9
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	82,5	77,9	81,9	79,3	77,0	73,3	73,1	72,6	70,3	70,5

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.



de la Reserva Federal para 2008 y 2009, el 0,7% y el 2,4%, respectivamente. En definitiva, la debilidad actual no se caracteri-

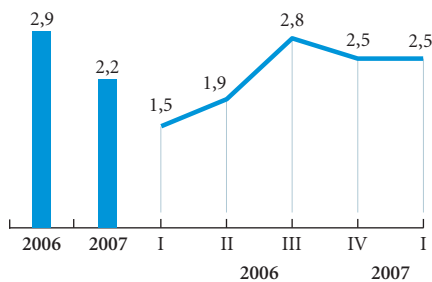
za tanto por una recesión brusca e intensa sino, por el contrario, por una persistente debilidad que dura ya dos años.

**La debilidad económica alcanza los dos años de duración.**

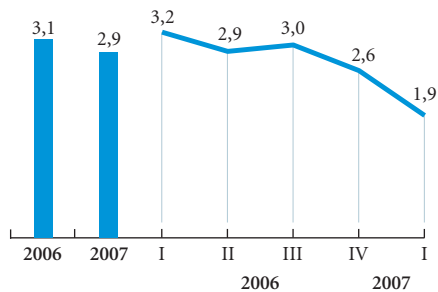
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

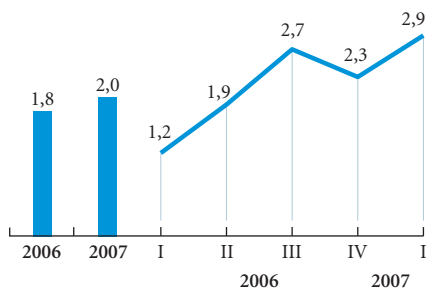
PIB



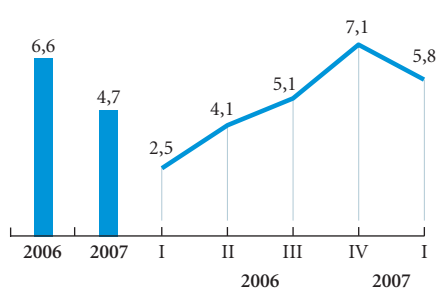
Consumo privado



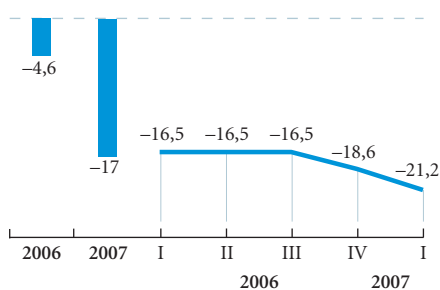
Consumo público



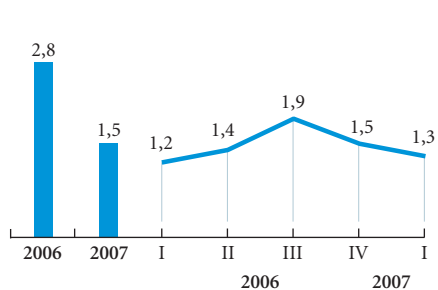
Inversión no residencial



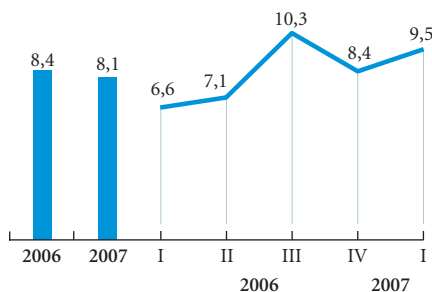
Inversión residencial



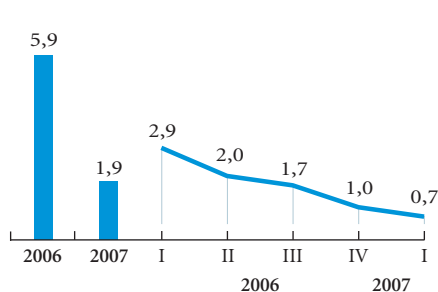
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

**Los consumidores, con menos acceso al crédito, menos riqueza inmobiliaria y menos empleo, son pesimistas.**

El consumo privado, que es un 71,6% del PIB, viene aquejado por una pérdida de poder adquisitivo del americano medio que hasta ahora se había compensado por el efecto riqueza de los activos inmobiliarios y por el fácil acceso al crédito. En los últimos dos años, con unos inmuebles cuyo valor va a la baja, y con un crédito más difícil las cosas han cambiado. A esto se le suma un mercado de trabajo débil y el encarecimiento del petróleo, que contribuye a reducir el presupuesto de compras del endeudado consumidor.

Con este panorama, no es extraño que el índice de confianza del consumidor del Conference Board descendiera en abril desde 65,9 hasta el nivel de los 62,3 puntos. La extrema debilidad de las expectativas, que están en unos mínimos que no se alcanzaban desde 1973, ya se deja sentir también en la percepción de la situación actual, que acumuló su tercer mes consecutivo de deterioro descendiendo de 90,6 hasta el nivel de los 80,7 puntos. Por su parte, las ventas minoristas, ex-

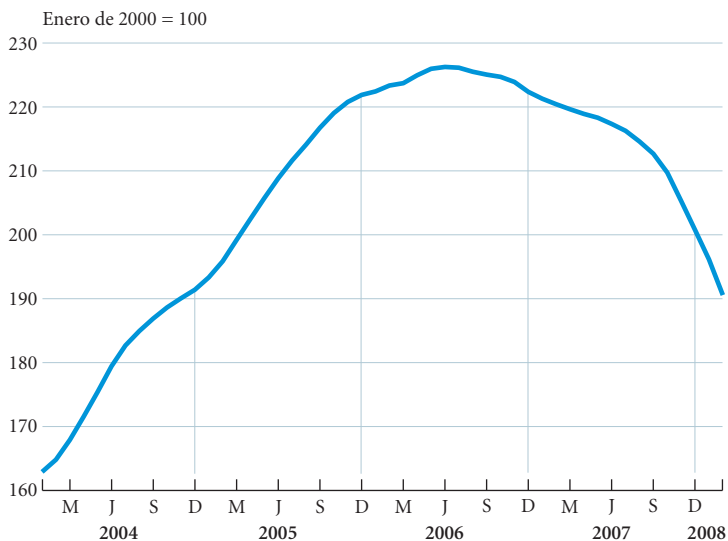
cluidos los fluctuantes automóviles y la gasolina, siguieron en abril con su lenta desaceleración avanzando un 2,6% interanual que, descontando las variaciones de precios, quedó en el 0,3%, un estancamiento que, sin embargo, mejora el retroceso de marzo.

En el sector de la vivienda, por el lado de la oferta, sigue sin verse el fondo de la crisis. El gasto en construcción del primer trimestre disminuyó un 26,6% respecto al periodo anterior en términos anuales y, aunque en abril se iniciaron más viviendas que en marzo, aun así cayeron un 30,6% interanual. Apuntando en igual dirección, los permisos de construcción, que vienen a ser un indicador adelantado del anterior, descendieron un similar 34,3%.

Por el lado de la demanda, las cosas tampoco van boyantes. El precio de los inmuebles es la variable que más influencia tiene sobre la economía, aumentando o disminuyendo la riqueza percibida de mu-

## ESTADOS UNIDOS: EL PRECIO DE LOS INMUEBLES INTENSIFICA SUS DESCENSOS

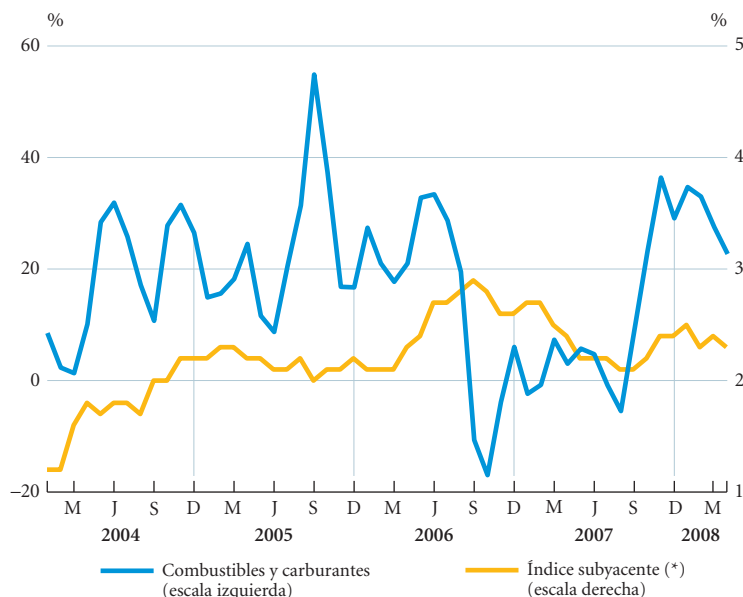
Valor del índice Case-Shiller del precio de la vivienda



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

## ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN ENERGÉTICA NO TIRA DEL RESTO

Variación interanual de componentes del índice de precios de consumo



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

chos consumidores, y su índice más representativo, el Case-Shiller, siguió en febrero intensificando descensos y acumula un retroceso del 15,8% respecto al máximo de junio de 2006, un descenso que, si se añade a la subida del IPC, alcanza el 20%. Por su parte, la venta de viviendas de segunda mano de marzo cayó un 19,3% interanual, y la de viviendas nuevas, haciendo gala de su mayor volatilidad, cedió un 36,6%.

El segundo elemento que actúa sobre el consumo, el mercado de trabajo, también sigue una evolución bajista. En abril se perdieron 20.000 empleos, una cifra que no es excesiva pero que supone ya el cuarto mes consecutivo con retrocesos. Al igual que la evolución general de la economía, los descensos son menos intensos que en desaceleraciones previas, de manera que, en abril, el empleo todavía se situaba un 0,3% por encima del mismo mes del año previo. Por otra parte, la tasa de desempleo de abril disminuyó ligeramente del

5,1% al 5,0% de la población activa, un valor inferior al del trienio 2002-2004.

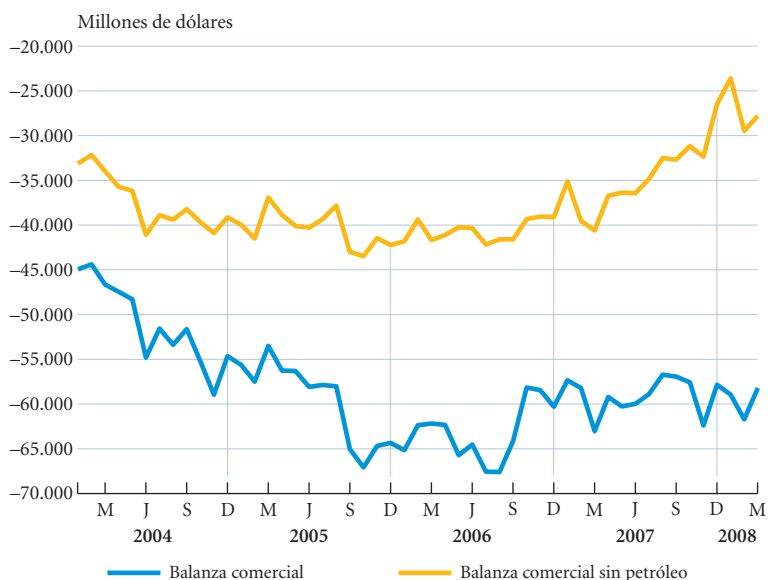
Los empresarios siguen teniendo una percepción más sosegada de la desaceleración que los consumidores, aunque sin olvidar un breve paréntesis de preocupación en enero. La evolución de abril del índice de actividad empresarial del Institute for Supply Management en el sector de servicios bajó de 52,2 a los 50,9 puntos. Dicho nivel, al estar por encima de 50, indica que las respuestas optimistas ganan la partida a las pesimistas, aunque sea por poco. En manufacturas el índice se quedó algo por debajo, en los 48,6 puntos. En ambos casos, se detecta un peligro de subidas importantes de precios. En servicios, los componentes de empleo y nuevos pedidos siguen también por encima de 50, mientras que en manufacturas el perfil es más bajo, con el empleo por debajo del nivel de equilibrio y con los pedidos de exportación más fuertes que los de origen nacional.

**El mercado laboral evoluciona lentamente a la baja.**

**Los empresarios consideran que sus expectativas empeoran de forma moderada.**

## ESTADOS UNIDOS: EL DÉFICIT COMERCIAL MEJORA

Saldo mensual de la balanza comercial de bienes y servicios



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

**La inflación baja del 4%, a pesar del encarecimiento del petróleo.**

Esta debilidad manufacturera también queda patente en la producción industrial, que en abril se estancó respecto al mismo periodo del año anterior, y en la utilización de la capacidad productiva, que con un 79,7%, quedó en el nivel más bajo desde el mínimo de septiembre de 2005, tras los efectos del huracán Katrina.

En este proceso de desaceleración, los precios dieron un respiro. El índice de precios al consumo (IPC) de abril se moderó hasta crecer a una tasa del 3,9% interanual, después de haber llegado al 4,4% en noviembre y en enero. Más significativa fue la moderación del componente subyacente, que pasó del 2,4% al 2,3%. Sin tener en cuenta el alquiler de la vivienda, el avance del índice subyacente fue del 2,0%, el mismo avance que el deflactor del consumo privado del PIB sin alimentos ni energía, un indicador seguido de cerca por la Reserva Federal. Estos valores razo-

nables ilustran la escasa influencia que están teniendo en el resto de la economía los precios energéticos, cuyo componente del IPC subió un 22,5% interanual.

Por su parte, la balanza comercial de bienes y servicios arrojó en marzo un déficit de 58.210 millones de dólares, un descenso del 7,7% interanual fruto de la aceleración de las exportaciones, que avanzaron un robusto 15,5%, y de la ralentización de las importaciones, que redujeron su ritmo de crecimiento hasta el 7,9%. El déficit sin incluir el petróleo se situó un 36% por debajo del máximo de octubre de 2005. Esta evolución positiva del desequilibrio comercial no debe hacer olvidar que las exportaciones no podrán suplir la desaceleración del consumo. Otra duda sobre la corrección del déficit está en si ésta podría continuar con un dólar menos débil y un consumo interno más robusto.

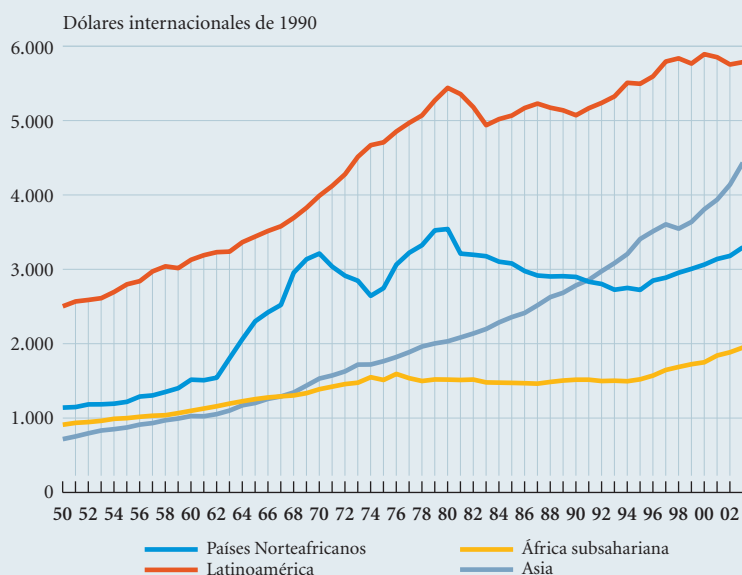
**El déficit comercial vuelve a mejorar gracias a la débil demanda interna y a un dólar depreciado.**

## África: la maldición de los trópicos

«¡Hubiera cambiado una mina de diamantes por un vaso de agua pura!». La cita, del célebre *Viaje al centro de la Tierra* de Jules Verne, resume perfectamente la trágica ironía que vive África. Con sus minerales, sus paisajes, sus plantas, su fauna y su gente, África es un continente rico en recursos. Sin embargo, muchos de sus habitantes sufren de hambruna y pobreza extrema. La paradoja es todavía más acusada si se tiene en cuenta que, en el resto del mundo, el nivel de vida no ha dejado de aumentar. A mediados del siglo XX, el PIB per cápita en América Latina y Asia no era muy distinto al africano; ¡Y era Asia, y no África, el farolillo rojo! Pero, desde entonces, ambas regiones han crecido notablemente mientras que África –en especial, la subsahariana– apenas logra mantener el nivel (véase gráfico adjunto). Son muchos los que atribuyen el pobre crecimiento africano a su geografía y a cómo ésta ha condicionado la historia del continente.

### ÁFRICA SUBSAHARIANA SE QUEDA SOLA EN LA COLA

Evolución del PIB per cápita



FUENTE: Angus Madison «Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD».

Para explicar por qué África ha prosperado menos que el resto de países en desarrollo, lo natural es examinar primero sus factores productivos –fuerza de trabajo, tierra y capital (físico y humano)–. Economistas expertos en la economía africana como Jeffrey Sachs –director entre 2002 y 2006 del Proyecto del Milenio de las Naciones Unidas– sostienen que la productividad en África es, en efecto, muy baja y que ello se debe, en gran medida, a la localización poco afortunada del continente vecino.

Gran parte de África, sobre todo su región más pobre, se encuentra entre los dos trópicos. Ello tiene consecuencias no poco trascendentes sobre la productividad de la tierra y la población y acaba repercutiendo sobre su capacidad de acumular capital. En primer lugar, el clima tropical, cálido y húmedo, es el hábitat ideal de varias enfermedades potencialmente mortales. La malaria, por ejemplo, es responsable del 17,5% de la mortalidad

infantil en el continente e infecta a muchos adultos varias veces al año. Aunque no siempre conduzcan a la muerte, la persistencia y la elevada morbilidad de ciertas enfermedades –a las que desde finales del siglo pasado se suma el virus del sida– merman la fuerza de trabajo y disminuyen enormemente su productividad. El capital humano también se resiente de ello, puesto que la menor esperanza de vida disminuye los incentivos de la población a invertir en educación. En cuanto al factor tierra, los trópicos tampoco favorecen el cultivo de cereales, clave para conseguir una mínima suficiencia en la producción de alimentos. En general, pocos cultivos comunes se adaptan al clima y al suelo africano. Por último, la mayoría de la población vive en zonas semiáridas, con pocos ríos y sujetas a precipitaciones cíclicas e impredecibles. Ello agrava los riesgos de la agricultura, de modo que las familias se ven obligadas a reservar sus ahorros para cubrirse de futuros episodios de necesidad en lugar de invertirlos en actividades productivas.

### LA GEOGRAFÍA AFRICANA ES MARCADAMENTE DISTINTA A LA DEL RESTO DE PAÍSES EN DESARROLLO

	Países subsaharianos	Resto de países en desarrollo
<b>Distribución de la población</b>		
Proporción de la población a 100 km de la costa	24,9%	66,3%
Proporción de la población en los trópicos	62,0%	34,9%
Proporción de la población en ecozonas áridas y subhúmedas	81,9%	38,7%
<b>Agricultura</b>		
Suelo irrigado como % suelo cultivable	0,5%	10,6%
Rendimiento de los cereales (kg/ha)	1.102	2.365
Consumo de fertilizantes (100 g/ha de tierra cultivable)	95	1.606

FUENTE: Adaptado de Sachs *et al.* (2004), «Ending Africa's Poverty Trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:2004.

Además del impacto directo de la geografía sobre el crecimiento, varios estudios defienden la existencia de otra vía de impacto no menos importante: la calidad de las instituciones. Es decir, el conjunto de leyes y organismos normativos de un país que proporcionan la infraestructura reguladora necesaria para desarrollar la actividad económica. Según esta línea de pensamiento, la localización de África entre los dos trópicos determinó la adopción de unas instituciones deficientes que frenaron la inversión y redujeron así su capacidad de adaptarse a una geografía poco favorable. Para entender la base de dichas hipótesis es preciso hacer un poco de historia y recordar la colonización.

De la colonización europea nacieron países exitosos –como EEUU, Canadá o Australia–, pero también países pobres –como algunos en América Latina y muchos en África–. Algunos investigadores han encontrado la explicación a tanta diversidad en las distintas estrategias de colonización seguidas. En regiones donde la probabilidad de supervivencia del colono era elevada, los europeos crearon asentamientos permanentes y replicaron las instituciones de sus países de origen con el objetivo de garantizar la propiedad privada y controlar el poder del estado. Asimismo, en territorios como América del Norte, aptos para el cultivo de trigo o maíz, pudo desarrollarse una amplia clase media y dispersar el poder. Por el contrario, en territorios donde las enfermedades diezmaron de forma considerable a los primeros colonos, las instituciones se organizaron para garantizar la extracción eficiente de sus recursos naturales. Ello condujo a un sistema que fomentaba la concentración de poder en manos de una élite y la inversión en infraestructuras se limitó a comunicar las zonas de extracción con la costa. De este modo, la abundancia de recursos minerales marcó el destino de África tanto o más que las enfermedades tropicales.

Historiadores económicos como James Robinson explican como los efectos perniciosos de la colonización se perpetuaron en el tiempo a través de distintos mecanismos. Tras la independencia de las colonias, las instituciones perduraron, permitiendo que las élites de los nuevos estados siguieran en el poder. En aquellos países con abundantes recursos naturales, la existencia de dichas élites y su abuso del poder no hicieron más que agravar el denominado *Síndrome Holandés* –paradójica situación en la cual la abundancia de recursos acarrea un menor crecimiento económico–. El mecanismo es simple: la exportación de recursos naturales tiende a apreciar el tipo de cambio y penaliza al resto de sectores comerciables, reduciendo los medios que a ellos se destinan. Dado que estos sectores suelen ser el principal motor del progreso tecnológico, el potencial de crecimiento de la economía puede verse permanentemente reducido. En una autocracia, la escasez de medios para el resto de la economía es todavía mayor, puesto que la minoría que controla el poder tiende a desperdiciar las rentas de los recursos naturales en políticas dirigidas a perpetuar su estatus.

El pasado colonial de África ha contribuido también a otro de sus principales problemas: el elevado número de conflictos bélicos. Hay quien argumenta que la colonización dividió el continente en distintos países de forma totalmente artificial sin atender a su composición étnica. Como consecuencia, los estados africanos suelen estar más fraccionados étnica y lingüísticamente que en el resto del mundo. La combinación de una elevada diversidad étnica, la abundancia de recursos naturales y la persistencia de gobiernos dictatoriales ha contribuido a los brotes de violencia que han azotado al continente.

Por último, la interacción entre geografía e historia ha obstaculizado otras dos fuentes de crecimiento: el comercio y la inversión extranjera directa. Ambos factores expanden el potencial económico de un país y difunden tecnología y conocimiento. Tanto la violencia como la baja calidad de las instituciones africanas han frenado la entrada de inversión directa. Por otra parte, los elevados costes de transporte en la mayor parte del continente han dificultado el comercio, excepto quizás en los países costeros. Los elevados costes se explican principalmente por una deficiente inversión en infraestructuras, pero también porque no existen ríos navegables y una proporción elevada de la población vive en terrenos montañosos –en gran medida, como reacción defensiva a la histórica «caza» de esclavos–. El Sahara constituye, además, una frontera natural importante para acceder a los mercados europeos, en especial para países sin costas y rodeados de países pequeños con los que no siempre mantienen buenas relaciones. Finalmente, las políticas comerciales que siguieron a la independencia, caracterizadas por fuertes aranceles entre países vecinos, entorpecieron la creación de mercados interiores alternativos al europeo.

En definitiva, aunque la lista de posibles explicaciones es interminable, geografía e historia parecen haber marcado el patrón de crecimiento en África. Sin duda, su efecto se ha visto reforzado por el mal gobierno de las élites dominantes y sus políticas orientadas a la preservación del poder. A pesar de todo, el repunte del crecimiento desde finales de los años noventa anima a pensar que algunos países han logrado liberarse del corsé que les venía impuesto. De confirmarse, el éxito de estos países debe ser motivo de esperanza para el resto, pues mostraría que el destino aún puede no estar escrito.

**El PIB de Japón crece un 1,1% gracias al consumo privado y a las exportaciones.**

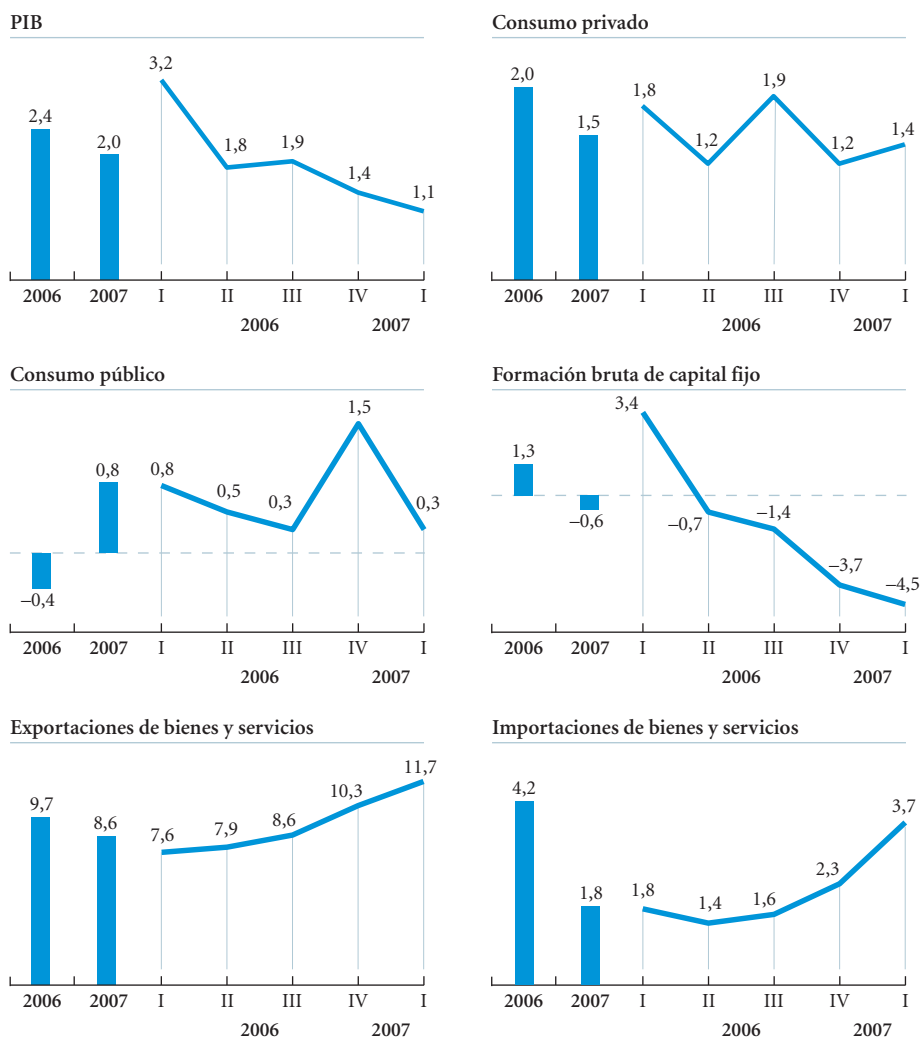
**Japón: una demanda interna algo más fuerte de lo previsto**

El PIB de la economía japonesa creció un 1,1% interanual en el primer trimestre de 2008, algo por encima de lo esperado. Sin embargo, respecto al trimestre anterior este resultado representa un sustancial avance del 3,3% en términos anualizados. Por tanto, la valoración de los resultados del primer trimestre es positiva, gracias

sobre todo a la fortaleza de las exportaciones, que aceleraron hasta incrementarse un 11,7% interanual, y en el consumo privado, cuyo repunte hasta un crecimiento del 1,4% fue la nota más favorable. La otra cara de la moneda estuvo en la debilidad de la inversión en equipo y del consumo público. Continúa, empero, la excesiva dependencia del sector exterior. Las exportaciones, que representan el 16,1% del PIB, contribuyeron en términos abso-

**EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES**

Porcentaje de variación interanual en términos reales



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



lutos al 90% del crecimiento del total de la economía respecto al cuarto trimestre. La evolución de ésta en 2008 y 2009 dependerá en gran medida de que continúe el dinamismo de las economías asiáticas.

La inversión en construcción ganó un 19,5% respecto al cuarto trimestre de 2007 en términos anuales, después de nueve meses con pérdidas importantes. Pero esta recuperación podría tener una vida corta, ya que las viviendas iniciadas cedieron en marzo un 15,6% interanual. El mercado inmobiliario tampoco está para muchas alegrías, con unas ventas que en abril retrocedieron un 40,3% en el área de Tokio. Los precios, eso sí, siguieron al alza, con un incremento interanual del 14,9%, en parte como consecuencia de que después de final de la burbuja inmobiliaria japonesa de inicios de los noventa, las subidas han sido mucho más moderadas que en otros países. Por esta misma senda, en el primer trimestre el precio del suelo de las seis principales ciudades subió un 7,3% interanual, un 23% por encima del mínimo de inicios de 2005.

La debilidad de la inversión en equipo del primer trimestre no vendrá seguida de una fuerte recuperación ya que los pedidos de maquinaria, que son un indicador adelantado de la demanda inversora, avanzaron en marzo un apático 4,6% interanual. Sin embargo, dada la dependencia japonesa del exterior, el elemento positivo vino por el lado de los pedidos destinados a atender la demanda interna que esta vez, con un incremento del 10,5% interanual, fueron los que mostraron más fuerza, en contraste con los destinados a la industria exportadora, que cedieron un 13,5%, en contra de lo que ha venido siendo norma en los últimos meses.

Con el índice Tankan de grandes empresas manufactureras que publica el Banco Central del Japón en el nivel de los 11 puntos en el cuarto trimestre, con la confianza de los consumidores del primer trimestre en un nivel de 36,5 puntos, por debajo del ya débil registro de 38,8 del cuarto trimestre y con una producción industrial que en marzo creció un magro 0,5% interanual, las perspectivas no son excesiva-

**La construcción se recupera y los indicadores de consumo compensan los malos datos del sector industrial.**

**Las perspectivas de la actividad no son excesivamente halagüeñas.**

## 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	Marzo	Abril
PIB real	2,4	2,0	3,2	1,8	1,9	1,4	-	1,1	-	-
Producción industrial	4,2	2,9	3,6	2,4	3,1	2,7	2,9	4,0	0,5	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	23,0	19,0	-	11,0	-	-
Viviendas iniciadas	4,5	-17,2	-1,9	-2,8	-36,9	-27,1	-5,7	-5,0	-15,6	...
Tasa de paro (2)	4,1	3,9	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	3,8	...
Precios de consumo	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,7	1,0	1,2	...
Balanza comercial (3)	9,4	12,5	10,3	11,1	12,3	12,5	12,4	12,2	11,7	...
Tipo interbancario 3 meses (1)	0,3	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	81,1	77,1	77,6	75,7	76,9	78,4	82,0	82,3	85,8	83,9

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

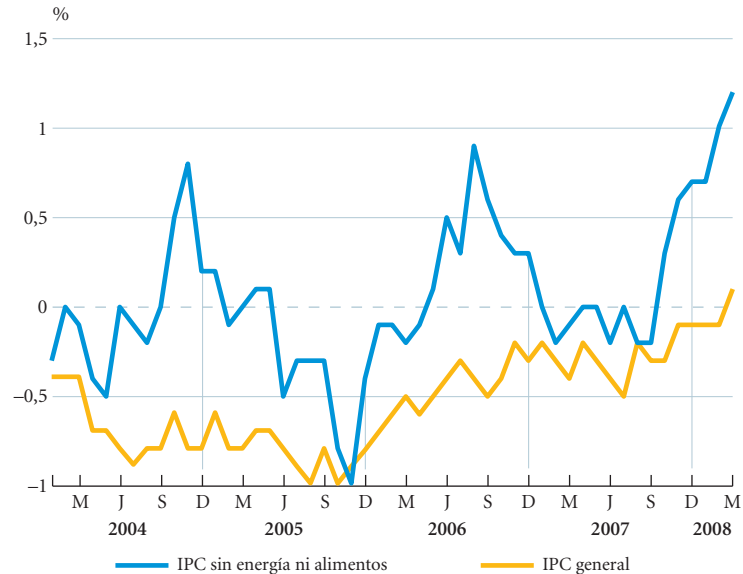
(3) Saldo acumulado de 12 meses. Billones de yenes.

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

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

## JAPÓN: VENCE LA DEFLACIÓN CON LA AYUDA DEL PETRÓLEO

Variación interanual del índice de precios al consumo



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

**Los precios, excluida la energía y los alimentos, suben por primera vez desde 1998.**

mente halagüeñas. Sin embargo, tras un buen primer trimestre el consumo interno podría tener algún recorrido, con un repunte de las ventas al por menor en marzo que fue acompañado de un buen dato de abril en la venta de automóviles, después de una larga serie de retrocesos.

También los precios al consumo ponen su grano de cal, con una deflación que empieza ya a alejarse. El IPC de marzo subió un 1,2% interanual, y el tradicionalmente seguido índice sin alimentos frescos otro tanto. Pero lo más significativo fue que el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, registró un incremento del 0,1% respecto al mismo periodo del año anterior, el primero desde agosto de 1998. La inflación viene de fuera, con unos precios de importación que en abril subieron un 9,4% interanual, pero a menudo no importa de donde vengan las ayudas mientras lo sean.

**La economía china crece un 10,6% pero presenta signos de desaceleración.**

También en el haber, la tasa de paro de marzo volvió a reducirse hasta el 3,8% de la

población activa, mientras que la balanza comercial siguió viento en popa con un superávit acumulado en los doce meses hasta marzo de 11,7 billones de yenes gracias a la continuada salud de las exportaciones, que por ahora resisten con éxito la debilidad de la demanda estadounidense. Así, las ventas a Estados Unidos, el 18% del total, disminuyeron en abril un 9,1% interanual. Sin embargo, las exportaciones a Asia, la mitad del total, crecieron un 7,2%, con las destinadas a China y la India mostrando incrementos del 14% y del 37%, respectivamente.

### China: cuidado con la inflación

La economía china creció en el primer trimestre un 10,6% interanual. Continúa así la moderada desaceleración que persigue el gobierno después del año con mayor crecimiento de la última década. Desde el lado de la oferta, el sector secundario sigue liderando los avances, con un incremento del 11,2% interanual, seguido de

## 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	Marzo	Abril
PIB real	10,7	11,6	11,7	11,9	11,5	11,2	-	10,6	-	-
Producción industrial	16,4	17,1	14,6	18,3	18,1	17,5	16,4	15,4	17,8	15,7
Producción eléctrica	14,7	15,7	12,4	17,7	16,3	16,1	12,7	18,8	17,2	13,7
Precios de consumo	1,5	4,8	2,7	3,6	6,1	6,6	7,1	8,7	8,3	8,5
Balanza comercial (*)	177,5	261,4	200,5	228,7	253,1	261,4	265,0	249,9	256,5	256,5
Tipo interbancario 3 meses (*)	2,8	3,6	2,8	3,4	3,5	4,7	4,8	4,5	4,7	4,6
Renminbi por dólar	8,0	7,6	7,7	7,7	7,5	7,4	7,2	7,1	7,0	7,0

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

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

los servicios, que subieron un 10,9%. El sector agrícola, sin embargo, pierde fuerza y sólo muestra un crecimiento del 2,8%, el más bajo desde 2002.

Entre los indicadores de actividad más recientes, la producción industrial avanzó en abril un 15,7% interanual, lo que también señala cierto enfriamiento si se compara con los registros de seis meses atrás. Los efectos del terremoto de Sichuan sobre el tejido industrial deberían ser limitados. Las ventas al por menor, descontando los incrementos de precios, aceleraron en cambio hasta el 12,5%. Sin embargo, incrementos del consumo son bienvenidos en un país donde éste aún queda muy por detrás de la inversión y la exportación. En comparación con el índice general, las ventas minoristas de alimentación sólo avanzaron un 2,5%, fruto principalmente de los incrementos de precios.

Y es que el principal problema de la economía China es, hoy por hoy, el aumento de la inflación. El IPC general volvió a repuntar en abril hasta un crecimiento del 8,5% interanual, el máximo de los últimos 12 años si se excluye el récord de febrero. En los alimentos, las subidas son más intensas: un 22,1%. Esto afecta principalmente a la China rural, que sigue acumulando importantes retrasos respec-

to al ámbito urbano. Las economías emergentes, a diferencia de las desarrolladas, que están experimentando una ralentización de sus demandas, tienen sus tejidos productivos funcionando mucho más cerca de su límite de capacidad. Además, por estar en una fase anterior en el proceso de desarrollo, presentan un consumo más intensivo en energía y alimentos, que son precisamente lo que más se ha encarecido este año.

En el caso de China se añade el factor monetario, ya que la fuerza de las exportaciones y de la inversión directa extranjera han provocado grandes entradas de flujos monetarios difíciles de compensar, llevando las reservas del banco central hasta los 1,5 billones de dólares. Para contrarrestar el consiguiente crecimiento de la masa monetaria, el Banco Popular de China subió los coeficientes de caja por cuarta vez en el año corriente: del 16,0% al 16,5%. Con esta medida se deberían congelar unos 28.000 millones de euros en el sistema financiero. Las previsiones son que, con la desaceleración de la actividad y el menor crecimiento de las exportaciones, los precios acaben volviendo a latitudes más templadas.

Más allá de las incertidumbres, China sigue siendo hoy el principal motor de la

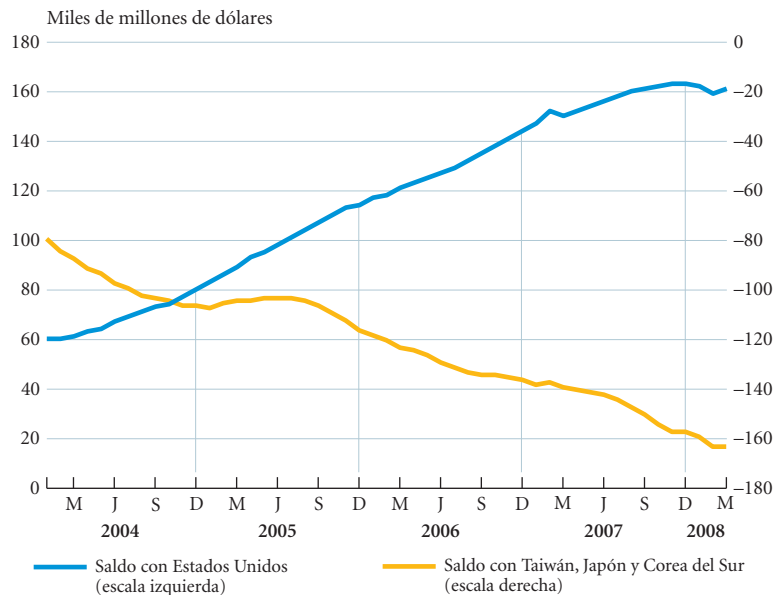
**La inflación general se acerca al 9% y la de alimentos supera el 22%.**

**La carestía de la alimentación aumenta la brecha entre campo y ciudad.**

**El superávit comercial bilateral con Estados Unidos se estanca, pero sigue creciendo el déficit con Japón, Corea y Taiwán.**

## CHINA: UN COMERCIO ASIMÉTRICO

### Balanza comercial de China



NOTA: Suma de los últimos doce meses.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

### México crece un 4,2% apoyándose en el consumo y la inversión privados.

economía mundial y, con la debilitada demanda estadounidense, muchas economías de Extremo Oriente, grandes y pequeñas, dependen del crecimiento chino. No extrañan así los recientes encuentros del presidente Hu Jingtao con el primer ministro japonés Yasuo Fukuda.

Corroborando lo anterior, el superávit exterior de los últimos doce meses hasta abril llegó a los 256.500 millones de dólares, 9.500 millones menos que el máximo de enero. En porcentaje del PIB nominal, esta moderación es más visible, con una estimación del 6,6% en abril frente al 7,4% de septiembre de 2007. Su principal causa es el estancamiento del superávit comercial bilateral con Estados Unidos, en torno a los 161.000 millones de dólares en los doce meses hasta marzo. Mientras, el superávit con Europa sigue creciendo y el déficit combinado con Taiwán, Corea del Sur y Japón ascendió hasta los 163.000 millones de dólares.

### México: un buen recorrido con síntomas incipientes de debilidad

La economía mexicana creció un 4,2% interanual en el cuarto trimestre, tras la última revisión gracias al consumo privado y a la inversión. Pese a la robusta demanda interna, la inflación sigue siendo moderada. Los puntos débiles están en la fuerte aceleración del consumo público y en un sector exterior que sigue evidenciando problemas de competitividad. Entre los indicadores de actividad más recientes, dominan las perspectivas bajistas, evidenciando la influencia del vecino estadounidense. En la oferta, la producción industrial general y la de manufacturas retrocedieron en marzo un 4,9% y un 4,1% interanual, respectivamente, el registro más bajo desde inicios de 2004. En el lado de la demanda, las ventas al por menor siguieron un patrón parecido, pasando de crecimientos del 6,0% a retrocesos del 0,5%.

## 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	Marzo	Abril
PIB real	4,9	3,2	2,5	2,6	3,4	4,2	–	...	–	–
Producción industrial	5,4	1,9	1,7	0,9	1,9	3,1	2,2	6,0	–4,9	...
Tasa de paro general (*)	3,6	3,7	4,0	3,4	3,9	3,6	4,1	3,8	3,8	...
Precios de consumo	3,6	4,0	4,1	4,0	4,0	3,8	3,7	3,7	4,2	4,5
Balanza comercial (**)	–6,1	–11,1	–9,3	–11,6	–11,5	–11,1	–11,6	–13,2	–12,2	...
Tipo interbancario 3 meses	7,3	7,2	7,2	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	10,7	10,5

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

En el frente de los precios, la inflación repunta, pero de forma moderada. En abril, tanto el IPC general como el subyacente, el general sin energía ni alimentos, avanzaron un 4,5% interanual, algo por encima de los incrementos de finales de 2007. México sufre aquí los efectos del encarecimiento global de las materias primas, con unos precios efectivos para los consumi-

dores que podrían estar subiendo por encima de lo que indica el índice general. En el lado positivo está el buen comportamiento de los costes salariales unitarios, que en febrero subieron un razonable 1,4% interanual, gracias a la aceleración de la productividad. Por su parte, la tasa de paro general de marzo permaneció en un bajo 3,8% de la población activa.

**La producción industrial y las ventas minoristas retroceden en abril.**

## MÉXICO: UNA INFLACIÓN BAJA... DE MOMENTO

Variación interanual del IPC



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

**Los precios suben al 4,5% pero la productividad aumenta.**

**El petróleo, por encima de los 130 dólares por barril...**

**...fruto de una complicada combinación de oferta insuficiente, demanda fuerte y apetito inversor.**

El deterioro del sector exterior continuó, con un déficit comercial acumulado en los últimos doce meses hasta marzo, que llegó a los 12.200 millones de dólares. Sin las exportaciones de petróleo, este déficit alcanzó los 59.525 millones de dólares, cerca del doble del valor del mismo periodo del año anterior.

### **Materias primas: el petróleo perfora nuevos máximos**

El petróleo ha alcanzado nuevas cotas máximas históricas durante mayo, pasando de los niveles de 110 dólares por barril de calidad *Brent* (entregas a un mes) de principios de mes a situarse por encima de los 130 dólares por barril en el tramo final de dicho periodo. El ascenso se ha producido en dos etapas; un primer tirón de 10 dólares a principios de mes, seguido de una fase de consolidación en la zona de los 121-124 dólares/barril en las dos semanas centrales del mes, y un nuevo episodio alcista a partir del día 20.

¿Cómo explicar este aumento de un 17% en un mes y del 87% en un año?

Por el lado de la oferta, es decir, la extracción pero también la distribución y el refinado, cabe señalar que, a pesar de estar creciendo (se estima un crecimiento anual del 2,4% en 2008), lo hace a un ritmo seguramente insuficiente para alejar el fantasma de la falta de suministro. En particular, preocupa el hecho de que la capacidad extractiva ociosa sea extremadamente limitada en los principales países productores, con la excepción de Arabia Saudí.

Una oferta con dificultades para crecer es crítica en una coyuntura de demanda en expansión, que crecerá un 1,4% en 2008, es decir, por debajo de la oferta. Las tensiones de oferta-demanda se han disparado debido a que el consumo de las economías emergentes está en claro ascenso y a que las economías industrializadas resisten los embates de la crisis mejor de lo esperado.

### **¿QUO VADIS, PETRÓLEO?**

Cotizaciones de barril de calidad *Brent* para entregas a un mes



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

Este hecho queda reflejado en la reducción de las existencias disponibles, que se encontraban en abril, en el caso de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, un 3,5% por debajo de las existentes hace un año. Finalmente, por lo que se refiere a los factores financieros, el petróleo sigue estando en condiciones de actuar como inversión alternativa en un entorno de turbulencias financieras internacionales y temores de inflación.

Frente a los embates del oro negro, la cotización de las restantes materias primas parece moderada. En su conjunto, las materias primas no han crecido en mayo, con la notable salvedad de ciertas materias agrícolas. Así, el arroz ha experimentado un fuerte ascenso, seguido a distancia por el café, el algodón y la soja. En cambio los metales, que habían registrado fuertes crecimientos en meses precedentes, han tendido como grupo a caer, destacando los descensos superiores a los dos dígitos de níquel y plomo.

**Las materias primas agrícolas siguen en ascenso.**

## Después de los tigres asiáticos... ¿Los leones africanos?

África, cuna de la humanidad, se ha convertido en el continente más rezagado, y a la vez más dispar, en términos de desarrollo económico y nivel de vida. Las diferencias entre África del norte y la mayor parte de países al sur del Sahara son sobradamente conocidas (véase recuadro «África: la maldición de los trópicos»). Sin embargo, las historias de éxito llegadas recientemente desde esa castigada región han alimentado un tímido optimismo. La duda que continúa inquietando a la mayoría de expertos es si se trata de historias meramente anecdóticas o si, por el contrario, nos sorprenderán algún día los leones africanos tal y como lo hicieron en su momento los tigres asiáticos.

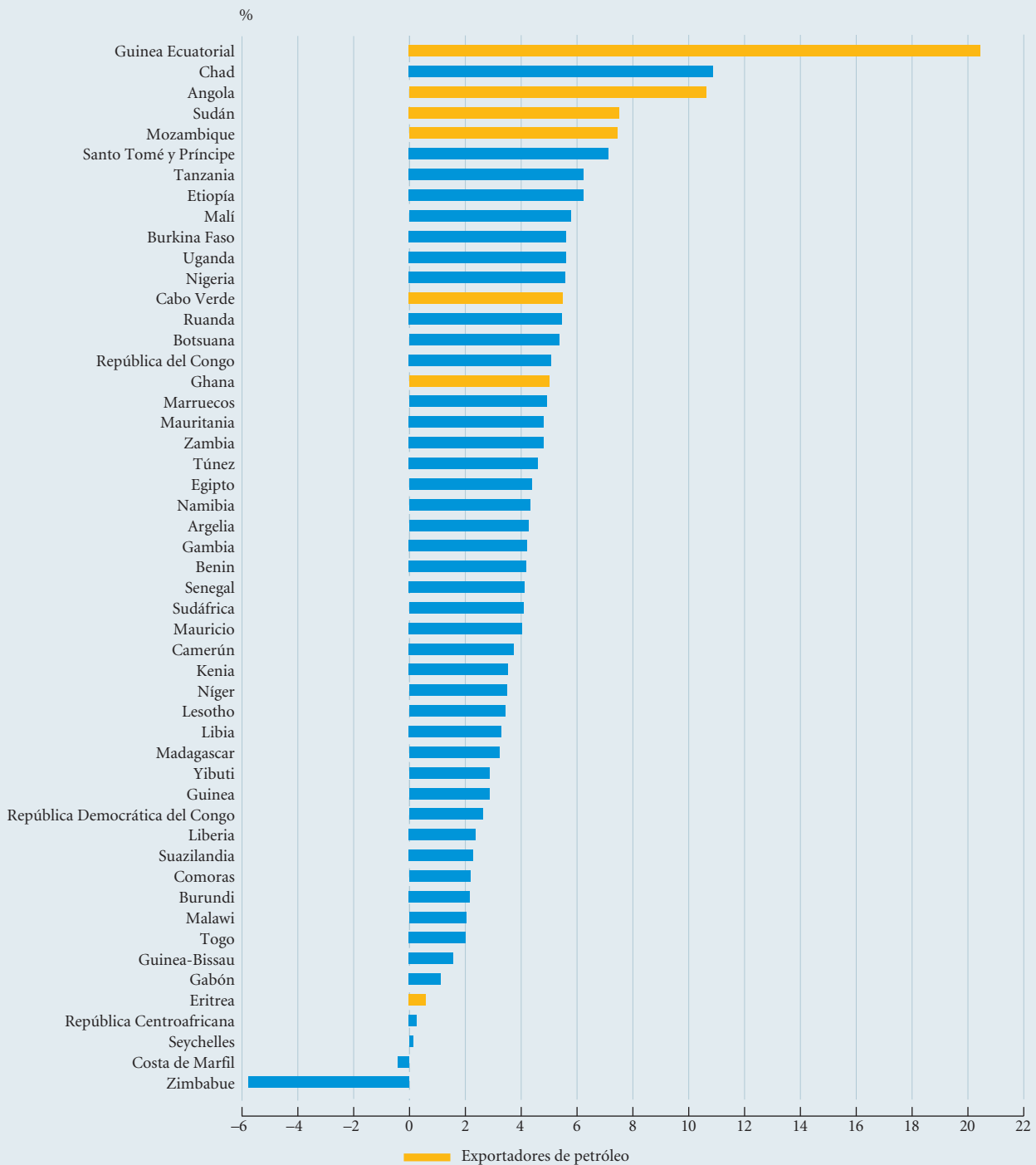
Dejando de lado los países exportadores de petróleo, cuyo PIB ha crecido de forma espectacular, un grupo de países, como Sudáfrica, Botsuana, Zambia, Mozambique, Ghana, Tanzania o Uganda, han crecido a un ritmo razonablemente alto. Sudáfrica, con una democracia más consolidada, gran independencia en su sistema judicial, políticas favorables a la economía de mercado y un razonable nivel de infraestructuras, es, quizás, el país subsahariano emergente más conocido. Sin embargo, la corrupción y la criminalidad impiden que el crecimiento sea aún mayor.

Entre los otros países, Botsuana, con un desarrollo sostenido desde su independencia en 1966, se erige en el gran triunfador y en el ejemplo a seguir. Su éxito es aún más destacable si tenemos en cuenta que no tiene salida al mar y que es rico en diamantes, dos de las cuatro maldiciones que, según el experto en economía africana Paul Collier, entorpecen el crecimiento de África.

En los últimos veinte años, el crecimiento medio de Botsuana ha sido superior al 7% y, en 2006, su PIB per cápita superaba los 5.700 dólares. Estas espectaculares cifras no son fruto de la casualidad sino que son, en gran medida, consecuencia de buenas políticas. En primer lugar, la determinación del gobierno botsuano por combatir la corrupción ha sido, y sigue siendo, feroz. Basta con leer los carteles que reciben al viajero cuando llega a alguno de sus aeropuertos: «Botsuana tiene tolerancia CERO a la corrupción. Es ilegal ofrecer o pedir soborno alguno». Ello les ha llevado no sólo a ser el país de África con menos corrupción, según los índices construidos por *Transparency International*, sino incluso a alcanzar niveles inferiores a los de Hungría, la República Checa o Italia.

## HISTORIAS DE CRECIMIENTO QUE VAN DEL ÉXITO AL FRACASO PASANDO POR LA MEDIOCRIDAD

Promedio de crecimiento anual del PIB 2000-2006



FUENTE: Banco Mundial.



En segundo lugar, la independencia del poder judicial en Botsuana, también bastante atípica en África, ha sido señalada por los expertos como otro elemento clave en su camino hacia el éxito. Combinada con la poca corrupción, dicha independencia ha evitado la apropiación, por parte de una minoría, de las elevadas rentas procedentes de los diamantes. Ello ha permitido generar importantes beneficios sociales para toda la población. Por otra parte, las inversiones en infraestructuras también han contribuido al éxito de Botsuana. Obviamente, queda mucho por hacer. La lucha contra el SIDA –cuyo virus en su vertiente más virulenta y contagiosa afecta a un 25% de la población adulta– se ha convertido en un reto de primera magnitud. Por otra parte, también es nece-

## EL LARGO CAMINO POR RECORRER



FUENTE: Banco Mundial.

sario diversificar las fuentes de un crecimiento que, hoy por hoy, continúa basándose en la explotación de los diamantes y otros minerales.

Un poco más al norte, Zambia y Mozambique también han crecido considerablemente en los últimos años. Ambos países suscitan un gran interés en Asia: Zambia, por sus yacimientos de cobre, y Mozambique, por su aluminio. Además, los inversores de China e India no han pasado por alto la idoneidad geográfica de Mozambique, cuyo acceso al Índico podría convertirle en la puerta de unión entre el continente africano y el este asiático. Mozambique tampoco ha obviado su ventajoso enclave y ya ha empezado a modernizar sus tres puertos principales, lo cual podría asegurarle un crecimiento sostenido además de permitirle diversificar su economía más allá del aluminio.

Zambia, por su parte, se ha beneficiado del elevado precio del cobre en los últimos tiempos pero, al carecer de acceso marítimo, necesita estrategias totalmente distintas a las mozambiqueñas para poder garantizar el crecimiento a largo plazo. Una de las vías seguidas pretende impulsar sucesivamente el avance económico de ciertas zonas del país, ofreciendo, por ejemplo, ventajas fiscales al inversor extranjero. Al mismo tiempo, se ha invertido en el cultivo de maíz, azúcar, soja y tabaco, aprovechando el declive de la producción en su vecina Zimbabwe, sumida en una profunda crisis económica y alimentaria.

La cruz de la presencia China en África es la feroz competencia que la entrada de baratísimos productos asiáticos impone sobre las empresas manufactureras locales, por ejemplo en Zambia o Mozambique. Por ello, aunque la interacción económica con Asia sea globalmente positiva, cabe recordar que hay quien pierde con ella. Asimismo, y a pesar de su empeño en continuar creciendo, ambos países se enfrentan todavía a serios impedimentos, como la elevada corrupción o la extensa incidencia del virus del SIDA.

Otro de los países con un futuro alentador es Ghana que, tras dos decenios de fracaso económico, ha emprendido la recuperación en el nuevo milenio. El elevado precio del oro, su principal exportación seguida por el cacao, explica en gran medida su notable progreso. El moderado nivel de corrupción en Ghana también ha evitado la apropiación, por parte de unos pocos, de las rentas generadas por la explotación del preciado metal. Asimismo, goza de un nivel de infraestructuras más que aceptable para los estándares africanos y, a diferencia de Botswana, se beneficia por ser costero y por tener un bajo nivel de incidencia del virus del SIDA —que se manifiesta en su vertiente menos virulenta, típica del oeste africano—. Por otro lado, le quedan aún por resolver, de forma más o menos inmediata, temas como la baja tasa de educación y la falta de acceso al agua potable.

Por último, a Tanzania y Uganda también les ha ido bien en los últimos años pero pueden tener problemas para mantener su alto nivel de crecimiento. Tanzania ha crecido gracias al elevado precio del oro pero, al igual que Uganda, sufre un elevadísimo nivel de pobreza, unas infraestructuras deficientes, y una corrupción elevada. Todo ello puede frenar el incipiente arranque de ambos países. Uganda debe afrontar además el reto de asegurar un reparto provechoso de las rentas que generará el hallazgo de petróleo en el oeste del país.

En definitiva, África cuenta con un grupo de países que parecen estar en el camino correcto para alcanzar la senda del crecimiento a largo plazo, ya sea como recompensa a sus buenas prácticas o por el impacto dinamizador de China. Para el resto, el panorama no es tan alentador, pues sus carencias institucionales, y, en ciertos casos, sus desventajas geográficas, les complican la entrada en el grupo de los elegidos. Les queda la esperanza de que los nuevos leones africanos les empujen hacia un futuro mucho más prometedor.

# UNIÓN EUROPEA

## Previsiones de la Comisión Europea: menos crecimiento, más inflación

En sus previsiones de primavera la Comisión ha confirmado que la Unión Europea (UE) está transitando de una etapa de crecimiento robusto a otra de menor ritmo de actividad. Asimismo, la relativa contención de precios de los últimos ejercicios también queda en entredicho. El ejecutivo comunitario espera que la UE crezca un 2,0% en 2008, lejos del 2,8% de 2007, para después deslizarse hasta el 1,8% en 2009. Esta tendencia a la desaceleración también la exhibe la zona del euro, que caerá del 2,6% de 2007 al 1,7% en 2008 y al 1,5% en 2009.

Esta ralentización es tributaria, en gran medida, del complicado entorno interna-

cional y, más concretamente, del incierto impacto de la crisis financiera global en la economía real. El escenario que maneja la Comisión se construye bajo la hipótesis de que la incertidumbre sobre el alcance de las pérdidas de la crisis *subprime* se prolongará hasta fines de 2008, extendiéndose sus efectos a la primera mitad de 2009.

Todo ello conduce a un crecimiento mundial en moderación, que se ve, no obstante, paliado por la resistencia de los mercados emergentes. Un efecto directo del tono expansivo que seguirán exhibiendo las economías emergentes será que la demanda de materias primas, con el petróleo en posiciones destacadas, seguirá siendo fuerte, lo que a su vez complicará la corrección del notable crecimiento de los precios de estos productos.

**La Comisión Europea espera una desaceleración en 2008 y 2009 y un repunte de precios en 2008.**

### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ZONA DEL EURO (1)

	2005	2006	Previsiones actuales primavera 2008			Diferencia con el otoño de 2007 (2)	
			2007	2008	2009	2008	2009
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
Consumo privado	1,6	1,8	1,5	1,4	1,5	-0,7	-0,4
Consumo público	1,5	2,0	2,3	1,9	1,7	-0,2	-0,3
Inversión	3,0	5,0	4,3	2,0	1,2	-0,9	-1,4
Empleo	0,6	1,4	1,6	0,9	0,5	-0,1	-0,3
Tasa de paro (3)	8,8	8,2	7,4	7,2	7,3	0,1	0,2
Inflación (4)	2,2	2,2	2,1	3,2	2,2	1,1	0,2
Saldo público (% del PIB)	-2,5	-1,3	-0,6	-1,0	-1,1	-0,1	-0,3
Deuda pública (% del PIB)	70,2	68,5	66,4	65,2	64,3	0,2	0,9
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
<i>Crecimiento del PIB en la UE-27</i>	<i>1,9</i>	<i>3,1</i>	<i>2,8</i>	<i>2,0</i>	<i>1,8</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,6</i>

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

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

(3) Porcentaje de la población activa.

(4) Índice de precios de consumo armonizado.

FUENTE: Comisión Europea.

## PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Primavera 2008

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bélgica	2,7	1,7	1,5	1,8	3,6	2,3	7,5	7,3	7,5
Alemania	2,5	1,8	1,5	2,3	2,9	1,8	8,4	7,3	7,1
Irlanda	5,3	2,3	3,2	2,9	3,3	2,4	4,5	5,6	5,8
Grecia	4,0	3,4	3,3	3,0	3,7	3,6	8,3	8,3	8,0
España	3,8	2,2	1,8	2,8	3,8	2,6	8,3	9,3	10,6
Francia	1,9	1,6	1,4	1,6	3,0	2,0	8,3	8,0	8,1
Italia	1,5	0,5	0,8	2,0	3,0	2,2	6,1	6,0	5,9
Chipre	4,4	3,7	3,7	2,2	3,8	2,5	3,9	3,7	3,5
Luxemburgo	5,1	3,6	3,5	2,7	4,2	2,5	4,7	4,5	4,4
Malta	3,8	2,6	2,5	0,7	3,4	2,2	6,4	6,3	6,2
Países Bajos	3,5	2,6	1,8	1,6	2,7	2,9	3,2	2,9	2,8
Austria	3,4	2,2	1,8	2,2	3,0	1,9	4,4	4,2	4,3
Portugal	1,9	1,7	1,6	2,4	2,8	2,3	8,0	7,9	7,9
Eslovenia	6,1	4,2	3,8	3,8	5,4	3,3	4,8	4,7	4,7
Finlandia	4,4	2,8	2,6	1,6	3,4	2,3	6,9	6,3	6,1
<b>Zona del euro</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>

NOTAS: (\*) Porcentaje de variación real.

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

(\*\*\*) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

### La crisis *subprime* y su impacto en el crecimiento global constriñen la actividad en Europa.

Este conjunto de circunstancias exógenas a la Unión se reflejará en las vías a través de las cuales se materializará la desaceleración. El endurecimiento de las condiciones de crédito y el empeoramiento de la demanda esperada afectarán negativamente a la inversión, hasta la fecha uno de los motores de expansión principales. El segundo de los canales es el referido al sector exterior. A pesar de que las economías europeas han hecho un esfuerzo notable de redireccionamiento de sus flujos comerciales, en el sentido de primar la exportación a los emergentes, la demanda externa de la Unión va a sufrir por el menor crecimiento del comercio mundial.

Asimismo, parte del problema europeo en materia de inflación tiene causas que poca relación guardan con cuestiones internas. La subida del petróleo y las restantes materias primas afectará negativa-

mente a la inflación en 2008, hasta el punto que, en media anual, se situará en el 3,6% en la UE, y en el 3,2% en la eurozona. Se trata de niveles elevados, que hacía muchos años que no se veían. Pero, además, el peor comportamiento de otras categorías menos volátiles, como los servicios, contribuirá a incrementar la inflación subyacente. El ejecutivo comunitario espera que en gran medida este repunte inflacionista se haya reconducido en 2009, año en el cual la inflación de la UE se situará, de media, en el 2,4%. En la eurozona el registro esperado es del 2,2%.

Este escenario no está plenamente desprovisto de optimismo, especialmente por lo que se refiere a las previsiones de crecimiento. La propia Comisión Europea reconoce que el riesgo existe. Por ello, ha elaborado un escenario alternativo en el cual se considera un empeoramiento más

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

Primavera 2008

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bulgaria	6,2	5,8	5,6	7,6	9,9	5,9	6,9	6,0	5,4
República Checa	6,5	4,7	5,0	3,0	6,2	2,7	5,3	4,5	4,4
Dinamarca	1,8	1,3	1,1	1,7	3,3	2,3	3,7	3,1	3,2
Estonia	7,1	2,7	4,3	6,7	9,5	5,1	4,7	6,0	6,0
Letonia	10,3	3,8	2,5	10,1	15,8	8,5	6,0	6,4	6,9
Lituania	8,8	6,1	3,7	5,8	10,1	7,2	4,3	4,5	4,8
Hungría	1,3	1,9	3,2	7,9	6,3	3,7	7,4	8,3	7,8
Polonia	6,5	5,3	5,0	2,6	4,3	3,4	9,6	7,1	6,1
Rumanía	6,0	6,2	5,1	4,9	7,6	4,8	6,4	6,1	5,9
Eslovaquia	10,4	7,0	6,2	1,9	3,8	3,2	11,1	9,8	9,3
Suecia	2,6	2,2	1,8	1,7	2,4	1,9	6,1	6,2	6,5
Reino Unido	3,0	1,7	1,6	2,3	2,8	2,2	5,2	5,4	5,7
<b>Unión Europea</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,4</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>
EEUU	2,2	0,9	0,7	2,8	3,6	1,6	4,6	5,4	6,2
Japón	2,0	1,2	1,1	0,1	0,7	0,6	3,9	4,0	4,2

NOTAS: (\*) Porcentaje de variación real.

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

(\*\*\*) Porcentaje de la población activa.

FUENTE: Comisión Europea.

fuerte de lo previsto de la situación inmobiliaria en Estados Unidos y en la zona del euro y un aumento de los diferenciales de tipo de interés que afectase negativamente al crédito. En este nuevo escenario el crecimiento de la zona del euro en 2008 sería del 1,2% y del 1,4% en 2009.

### Zona del euro: un primer trimestre mejor de lo esperado

Los indicadores disponibles del primer trimestre apuntaban a que la actividad estaba resistiendo mejor de lo previsto sólo unos meses atrás. La primera estimación de crecimiento del producto interior bruto (PIB) ha confirmado esta percepción. Tras anotar un avance del 2,2% en el cuarto trimestre, en los tres primeros meses de 2008 la economía de la moneda única ha repetido ese mismo registro. Que el pulso reciente de la economía es vigoroso

lo muestra especialmente el crecimiento intertrimestral anualizado, que se situó en el 3,0%, más que doblando el del cuarto trimestre. Por países, los datos disponibles muestran que esta aceleración (en tasa intertrimestral) se ha debido al buen tono de las grandes economías, especialmente Alemania pero también Francia, bien secundadas por algunas economías medianas, como Austria o Grecia.

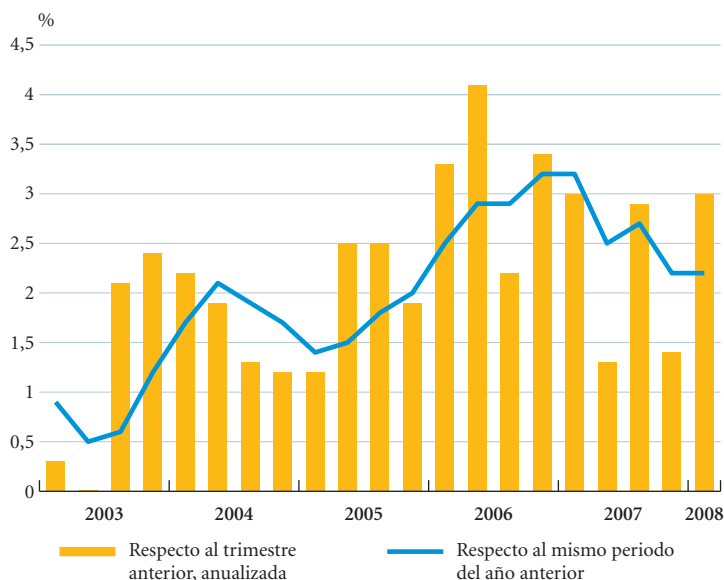
Aunque todavía no se dispone del desglose por componentes, es factible hacerse una idea revisando la evolución de los últimos indicadores. Entre las magnitudes de la demanda interna, la que probablemente habrá contribuido en mayor medida al sostenimiento de la actividad es la inversión, fundamentalmente la de bienes de equipo. Así lo sugiere, por ejemplo, la producción industrial de bienes de equipo, que creció un 6% interanual en el primer trimestre, superando el 5,3% del

**El riesgo es que el escenario se torne aún más negativo.**

**La zona del euro crece con dinamismo en el primer trimestre...**

## LA EUROZONA REGISTRA UN BUEN RITMO DE ACTIVIDAD EN EL PRIMER TRIMESTRE

Variación del producto interior bruto en términos reales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

**...gracias al mejor tono de la demanda interna.**

cuarto. También parece probable que el consumo de las familias se haya mostrado más dinámico. Aunque empeoraron en marzo, en el conjunto del primer trimestre las ventas al por menor batieron a las de los últimos tres meses de 2007. Finalmente, la demanda externa probablemente habrá contribuido positivamente al crecimiento. A pesar de que en marzo el superávit comercial se redujo en más de 10.000 millones de euros (en acumulado de doce meses), debido al efecto combinado de la ralentización exportadora y la aceleración de las importaciones, los dos primeros meses de 2008 fueron claramente positivos, lo que arroja un primer trimestre globalmente favorable.

¿Se va a prolongar el buen tono de los primeros tres meses de 2008? Probablemente, no. A pesar de que una economía que crece en gran medida gracias a la demanda interna se beneficia de una inercia apreciable, en distintos ámbitos el mes de marzo ha reflejado un súbito empeoramiento. Antes ya se han comentado la de-

bilidad de las ventas al por menor y de las exportaciones en el tercer mes del año. En una línea similar se ha movido la producción industrial, que cedió hasta el 2,0% interanual, frente al 3,2% de febrero. También apunta a futuras dificultades el hecho de que en ese mismo mes de marzo la tasa de paro siguiese anclada en el 7,1%.

Además de verificar esta ruptura de tendencias en el propio primer trimestre, disponemos ya de algunos indicadores que apuntan a un segundo trimestre en franca desaceleración. Por su importancia, cabe destacar las dificultades que va a encontrar el consumo para mantener su ritmo, según se desprende de la caída de la confianza del consumidor. Concretamente, dicho indicador retrocedió en abril hasta los 12,4 puntos negativos, su mínimo desde noviembre de 2005.

Estos datos, a caballo entre el final del primer trimestre y el inicio del segundo, arrojan un balance negativo. La salvedad a este diagnóstico la ofrecen los precios.

**Será difícil que la actividad no decaiga en el segundo trimestre.**

## 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	Marzo	Abril
PIB	2,9	2,6	3,2	2,5	2,7	2,2	–	2,2	–	–
Ventas al por menor	1,6	0,9	1,9	1,0	1,4	–0,4	0,8	1,3	–1,8	...
Confianza del consumidor (*)	–9,1	–4,9	–5,4	–2,6	–3,9	–7,7	–11,5	–12,0	–12,1	–12,4
Producción industrial	4,0	3,5	4,0	2,9	4,0	3,2	3,4	3,2	2,0	...
Sentimiento económico (*)	106,3	108,4	109,4	111,0	108,7	104,3	101,7	100,2	99,6	97,1
Tasa de paro (**)	8,3	7,4	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	7,1	7,1	...
Precios de consumo	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,3	3,6	3,3
Balanza comercial (***)	–10,4	20,1	–0,9	15,6	31,4	34,3	25,3	27,1	16,7	...
Tipo de interés										
Euríbor 3 meses	3,1	4,3	3,8	4,1	4,5	4,7	4,7	4,4	4,4	4,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	103,6	107,7	105,5	107,1	107,7	110,6	112,0	111,8	114,6	116,0

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

En abril, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado se desaceleró tres décimas porcentuales, hasta el 3,3% interanual. Idéntica frenada experimentó la inflación subyacente, que descuenta la energía y los alimentos frescos, al pasar del 2,7% de marzo al 2,4% de abril. Aunque los niveles actuales siguen siendo elevados –especialmente para el garante la estabilidad de precios, el Banco Central Europeo, que debe tratar de mantener un objetivo del 2% a medio plazo–, si las materias primas no experimentan alzas adicionales de calado, es probable que lo peor del episodio inflacionista quede atrás.

### Alemania: sorpresa mayúscula en el primer trimestre

Aunque los indicadores del primer trimestre habían sido favorables, los datos de contabilidad nacional del mismo periodo pueden calificarse de excepcionales. Cuando se esperaba una cierta ralen-

tización, el PIB se aceleró del 1,8% interanual del cuarto trimestre al 2,6% en dicho primer trimestre. En tasa intertrimestral anualizada, una medición que registra la tendencia más reciente, el crecimiento ascendió al 6,3%, una cifra inusualmente elevada que no se producía desde 1996. A pesar de que no disponemos del detalle de componentes, la Oficina Federal de Estadística ha anticipado que el tirón de actividad se ha debido a la importante mejora de la formación bruta de capital fijo, bien secundada por una cierta aceleración del consumo y por la continuada contribución positiva del sector exterior.

La contundencia de esta buena noticia sobre el crecimiento económico condiciona en cierta manera la lectura de los últimos indicadores, cuya evolución no era tampoco totalmente clara. Así, por ejemplo, las ventas al por menor volvieron en marzo a la zona de las caídas interanuales por primera vez desde diciembre pasado, pero

**La inflación ofrece un respiro.**

**La economía alemana crece mucho más de lo esperado en el primer trimestre.**

## ALEMANIA: 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	Marzo	Abril
PIB	3,1	2,6	3,7	2,6	2,5	1,8	–	2,6	–	–
Ventas al por menor	6,1	–7,7	–6,2	–7,7	–7,5	–9,0	1,6	2,5	–6,3	...
Producción industrial	6,0	5,9	7,8	5,4	5,6	5,0	6,3	5,7	4,6	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	107,5	108,0	105,5	103,7	103,4	104,1	104,8	102,4
Tasa de paro (**)	10,7	9,0	9,5	9,2	8,9	8,5	8,2	8,0	7,9	7,9
Precios de consumo	1,6	2,3	1,8	2,1	2,3	3,1	2,9	2,8	3,0	2,5
Balanza comercial (***)	151,5	183,5	165,5	178,3	192,0	198,1	199,9	201,9	201,6	...

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.

### Datos mixtos al avanzar el año, una indicación de que el ciclo puede estar cambiando.

este dato debe contraponerse al ascenso de la confianza del consumidor registrada en marzo y abril. Una tasa de paro en niveles relativamente contenidos (por debajo del 8% de la población activa en marzo y abril) podría contribuir a sostener la confianza de los consumidores en los próximos meses.

Otro dato de interpretación confusa es la producción industrial. En marzo, ésta se desaceleró 1,1 puntos porcentuales. Con todo, la tendencia reciente, cercana al 5%, similar al que exhiben los pedidos industriales, sugiere que el sector industrial está aguantando el tipo razonablemente bien. Esta evolución de la industria se puede vincular al buen tono exportador que, a pesar del peaje de un euro fuerte, se sigue manteniendo. Así, en marzo, el superávit comercial (en saldo acumulado de doce meses) se mantuvo prácticamente estable respecto a un mes atrás.

Incluso la evolución de los precios no está exenta de cierto ruido. Tomada individualmente, la tasa de avance del IPC de abril fue buena, ya que se situó en el 2,5% interanual, cediendo medio punto por-

centual respecto a marzo y en línea con los registros de finales del verano pasado, cuando el alza de la energía y de los alimentos todavía no se había desbocado. No obstante, el fuerte crecimiento de los precios de producción y de los precios al por mayor nos recuerdan que existe un potencial inflacionista que no se ha acabado de enjugar. Incluso la reciente caída del indicador IFO de actividad empresarial, que retrocedió en abril 2,4 puntos respecto a marzo, quedó parcialmente paliada por el ascenso de mayo.

Estamos, por tanto, en un contexto bastante típico en los cambios cíclicos, caracterizado por señales a veces aparentemente incongruentes entre sí. Nuestra lectura de estas tendencias dispares es que en el segundo trimestre la actividad va a perder ritmo. El fuerte crecimiento intertrimestral no parece sostenible ni por la demanda interna ni por el sector exterior. Las expectativas de los consumidores, que han sorprendido favorablemente, pueden empezar a seguir la senda más contenida de los empresarios. Todo ello debería empezar a ajustarse en breve, aunque sin revertir una intensidad excesiva.

### Es plausible una mayor desaceleración en el segundo trimestre.



## Francia: crecimiento balsámico en el primer trimestre

La economía francesa ha crecido un 2,2% interanual en el primer trimestre, más de lo esperado. Se trata de una cifra buena por sí misma, pero que además ha servido para que el alicaído sentimiento galo de estar inmersos en una permanente crisis económica se haya visto paliado. Ello explica, por ejemplo, que tras conocerse el dato de crecimiento el presidente Nicolas Sarkozy haya rápidamente indicado

que la Comisión Europea debería revisar a la baja el déficit público previsto para 2008, una previsión que de mantenerse podría dar lugar a una embarazosa advertencia del ejecutivo comunitario sobre una situación de déficit excesivo.

Volviendo a las cifras, el crecimiento del 2,2% interanual del primer trimestre, idéntico al registrado en el trimestre precedente, se ha debido principalmente a que la mejora del sector exterior ha permitido compensar la desaceleración de la

**Francia estabiliza su crecimiento en el 2,2% en el primer trimestre.**

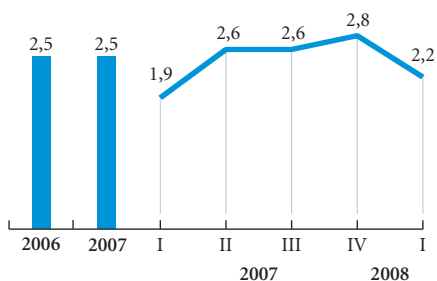
### EVOLUCIÓN DEL PIB DE FRANCIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

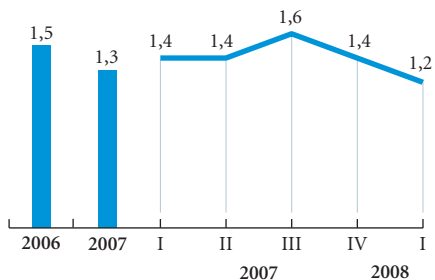
#### PIB



#### Consumo privado



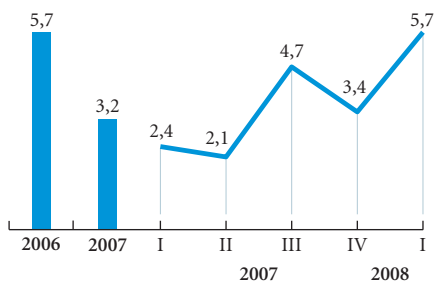
#### Consumo público



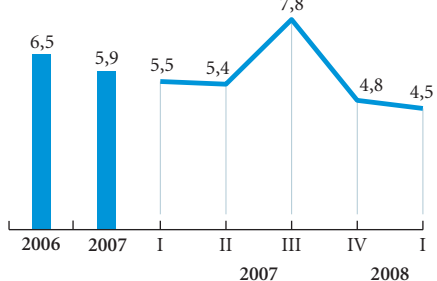
#### Formación bruta de capital fijo



#### Exportaciones de bienes y servicios



#### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: INSEE y elaboración propia.

## 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	Marzo	Abril
PIB	2,4	2,1	2,1	1,7	2,4	2,2	–	2,2	–	–
Consumo de los hogares	2,7	3,4	3,6	2,8	4,1	3,2	2,3	3,8	1,2	...
Producción industrial	1,0	1,7	1,1	0,3	2,2	2,6	2,8	2,3	1,0	0,4
Tasa de paro (*)	9,2	8,3	8,7	8,5	8,2	7,9	7,9	7,8	7,8	...
Precios de consumo	1,7	1,5	1,2	1,2	1,3	2,3	2,8	2,8	3,2	3,0
Balanza comercial (**)	–26,9	–32,7	–28,9	–30,7	–33,4	–37,7	–40,5	–40,4	–42,7	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### Tanto la demanda interna como la externa muestran síntomas de debilidad.

demanda interna. Así, aunque la inversión se ha prácticamente mantenido sin desaceleración, sí que se han frenado el consumo público y el consumo privado, lo que junto al mayor drenaje de las existencias, ha provocado que la demanda interna sólo creciese un 1,6% interanual en el primer trimestre (2,5% en el cuarto trimestre). Por el contrario, la demanda externa, que restó cinco décimas porcentuales a la variación del PIB en el cuarto trimestre, ha pasado a contribuir positivamente con tres décimas porcentuales en estos tres primeros meses de 2008.

### La inflación se modera pero la tasa de paro deja de caer.

Este alivio puede ser, no obstante, transitorio. De forma similar a lo acaecido en otras economías de la eurozona, ya en el final del primer trimestre se han enfriado los indicadores, una tendencia que afecta tanto a la demanda como a la oferta. En el primero de estos ámbitos la fuerte desaceleración del consumo de los hogares y el incrementado descenso interanual de la producción industrial en bienes de consumo de marzo sugieren que el gasto de los hogares encuentra resistencia para seguir avanzando. Una senda similar se aprecia en la inversión, a tenor de la frenada del componente de bienes de equipo de la producción industrial. La demanda externa, tras dos meses en que

parecía que el déficit comercial se estabilizaba, volvió en marzo a ampliarse.

Desde la perspectiva de la oferta cabe señalar que la producción industrial creció en marzo a un ritmo inferior a la mitad del registrado en febrero, para después volver a ralentizarse en abril. Asimismo, los indicadores de construcción flexionaban a la baja en ese mismo mes. Aunque el sector servicios parecía escapar a esta tendencia en marzo, la acabó siguiendo un mes después. Otros indicadores de oferta referidos a ese mes de abril reiteran el diagnóstico, siendo el más relevante el de sentimiento económico, que cayó dos puntos y medio. Por lo que se refiere a precios y paro la evolución es dispar. Mientras la inflación retrocede en abril hasta el 3,0% interanual (3,2% interanual en marzo), la tasa de paro se ancló en el 7,8% de la población activa en febrero y marzo, con lo que parece haber frenado su tendencia reciente a reducirse.

### Italia: en horas bajas

La coyuntura italiana continúa presentando numerosos flancos débiles. A diferencia de lo sucedido en las restantes grandes economías de la moneda única, la activi-

### Italia pierde fuelle en el primer trimestre.

## 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	Marzo	Abril
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	2,7	...	...
Producción industrial	2,4	0,0	1,3	0,7	0,8	-3,0	-1,6	-1,1	-1,5	...
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	3,3	3,3
Balanza comercial (**)	-17,6	-13,7	-19,1	-15,4	-11,3	-8,9	-9,9	-8,4	-8,9	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

dad ha mostrado preocupantes síntomas de debilidad en el primer trimestre que, además, se han intensificado al avanzar el año. En este sentido, cabe mencionar la evolución del indicador de sentimiento económico, que afina el pulso del conjunto de la economía. Dicho indicador se situó en el nivel de los 99,8 puntos en el cuarto trimestre de 2007 para después ceder hasta los 95,7 puntos en el primer trimestre y caer, de nuevo, hasta los 92,1 puntos en abril. Se trata de una senda de caída rápida indicativa de un proceso de desaceleración que gana en intensidad.

¿Dónde radican los problemas de la economía transalpina? Desde un punto de vista coyuntural, el lastre que representa una demanda interna que no acaba de funcionar es excesivo. A pesar de que la inversión en equipo se ha comportado bien en los últimos tiempos –como lo atestigua la suavización de la senda de descensos interanuales de la producción industrial de bienes de equipo hasta marzo–, su recuperación adolece de suficiente falta de intensidad para compensar la atonía del consumo privado. En este sentido, la señal positiva que dan las ventas al por menor de febrero (avance del 2,7% interanual), puede ser engañosa porque otros indicadores como la ma-

triculación de vehículos o la confianza del consumidor caen notablemente en marzo y abril.

Una segunda dificultad se refiere a la combinación de exportación y actividad industrial. En saldo acumulado de doce meses, el déficit comercial se situó en marzo en los 8.900 millones de euros, un aumento de 500 millones que se debe a que las exportaciones se desaceleran en mayor medida que las importaciones. Esta cesión del ritmo exportador está comprometiendo la capacidad de mejora de la actividad industrial. En marzo, la producción industrial cayó un 1,5% interanual, empeorando el de por sí débil dato de febrero (descenso interanual del 1,1%). El hundimiento de los pedidos industriales en el primer trimestre, agravado en abril, compromete las posibilidades de futuro del sector secundario.

A pesar de esta tónica general de debilidad, la inflación se mantiene en un ritmo de crecimiento apreciable. A diferencia de en el conjunto de la zona del euro, el IPC italiano no se desaceleró en abril, mes en el cual repitió en el 3,3% interanual. Finalmente, cabe mencionar que la tasa de paro también se mantuvo sin

**La demanda interna se ve falta de apoyo por parte del consumo.**

**La debilidad exportadora incide negativamente en la industria.**

**La tenaza de menor crecimiento y mayor inflación crea un dilema al Banco de Inglaterra.**

cambios en el cuarto trimestre (6,0% de la población activa), lo que indica una cierta falta de progreso en la reducción del paro.

tres consecutivos a la baja. Esta pérdida de ritmo ya fue anticipada por el descenso del sentimiento económico en dicho primer trimestre, periodo en el cual el indicador se dejó 9,3 puntos. En este contexto, el descenso de abril, de 9,1 puntos adicionales, preocupa por su intensidad.

### Reino Unido: entre Escila y Caribdis

Escila y Caribdis eran dos monstruos mitológicos que habitaban supuestamente en el estrecho de Mesina y que los navegantes debían esquivar si osaban atravesarlo. La leyenda nos explica que Odiseo prefirió enfrentarse a Escila aunque sacrificase a parte de su tripulación antes de perder el buque entero con Caribdis. El Banco de Inglaterra, como un moderno Ulises, está prefiriendo atenuar la posibilidad de una crisis importante aunque la inflación se mantenga en zonas de peligro. Así, el Caribdis de la recesión tiene unos visos de materializarse que preocupan hasta el punto que la Escila de la inflación parece un mal menor. Los datos del primer trimestre son efectivamente poco esperanzadores, no sólo porque el crecimiento se haya desacelerado hasta el 2,5% interanual (2,8% en el cuarto trimestre) sino porque son ya tres trimes-

La desaceleración se está reflejando tanto en los indicadores de demanda como de oferta. Entre los primeros cabe destacar que las ventas al por menor se han desacelerado 1,5 puntos porcentuales en marzo y abril, hasta el 4,2%. Dado que la tasa de paro se mantiene en niveles históricamente bajos (anclada en el 2,5% entre noviembre y abril), lo más probable es que el apoyo del mercado laboral tienda, en todo caso, a reducirse en el futuro próximo. Desde la dimensión de oferta el dato más reseñable es la producción industrial. Tras amagar una cierta recuperación en febrero, en marzo se situó en niveles de avance mínimos, del 0,3% interanual.

La Escila de la inflación no es trivial. El dato de abril, cuando el IPC creció un 3,0%, sorprendió por su intensidad. Pa-

**Súbito empeoramiento en el principio del segundo trimestre.**

## 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	Marzo	Abril
PIB	2,9	3,0	3,0	3,2	3,1	2,8	–	2,5	–	–
Ventas al por menor	3,1	4,4	4,6	4,1	4,8	3,9	6,3	5,7	4,7	4,2
Producción industrial	0,3	0,3	–0,4	0,8	0,1	0,7	0,4	1,2	0,3	...
Tasa de paro (*)	2,9	2,7	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	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	2,4	3,0
Balanza comercial (**)	–74,1	–82,2	–78,4	–80,1	–83,2	–87,0	–88,9	–89,4	–89,5	...
Tipo de interés Libor 3 meses	4,6	5,3	5,3	5,6	6,0	6,3	6,0	5,6	5,8	6,0
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra	98,0	103,9	103,9	104,0	104,3	102,2	97,6	96,3	94,3	92,6

NOTAS: (\*) 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.

recía que la inflación se había estabilizado en un rango de entre el 2,2%-2,5% entre enero y marzo, pero el ascenso hasta el 3,0%, máximo desde marzo de 2007 y más de un punto por encima del objetivo de inflación del Banco de Inglaterra.

A pesar de ello, el Banco de Inglaterra ha optado por reducir tres veces el tipo de interés desde diciembre pasado, priorizando paliar la crisis de actividad y confiando en que el repunte inflacionista sea temporal.

**La inflación repunta hasta el 3%.**

## La teoría del crecimiento económico: más que la piedra filosofal, un pedregal

Durante siglos, los alquimistas buscaron la piedra filosofal, a la que se le suponían virtudes maravillosas como transformar los materiales en oro u otorgar la inmortalidad. De forma similar, la teoría del crecimiento ha sido durante decenios la piedra filosofal de la economía: aquel que encontrase la fórmula mágica del crecimiento económico, además de ganar el premio Nobel y un buen salario el resto de su vida, conseguiría sacar de la pobreza a centenares de millones de personas. Entre ellos, millones de ciudadanos africanos que viven con menos de un dólar al día.

De hecho, durante años algunos economistas creyeron tener la piedra filosofal: la teoría de Harrod y Domar. Según ésta, el crecimiento económico sostenido de un país depende exclusivamente de la cantidad de capital y la fuerza laboral. En los países en vías de desarrollo, el factor limitante era la tasa de inversión: un aumento de ésta generaría más capital y reduciría el paro, con lo que aumentaría el crecimiento. La receta era clara y fácil de aplicar: se debía proveer a cada país con la diferencia entre su capacidad de ahorro y la inversión necesaria para conseguir la tasa de crecimiento deseada. Esta diferencia se conoce como el déficit de financiación, o *financing gap*. Durante años, la ayuda que se destinó a los países en vías de desarrollo se calculó utilizando esta fórmula. La ayuda internacional prácticamente se dobló entre los años sesenta y noventa (véase gráfico siguiente), pero en la mayoría de países en vías de desarrollo, y muy especialmente en África, el milagro del crecimiento sostenido nunca ocurrió.

Otro de los factores que parecía explicar por qué los países africanos no conseguían salir de la pobreza era el bajo nivel de educación. También en este campo se dedicaron muchos recursos y hoy en día el nivel de educación ha aumentado notablemente, aunque queda, sin duda, camino por recorrer (véase la tabla siguiente). Este gran esfuerzo tampoco ha dado muchos frutos. De hecho, numerosos estudios han mostrado que un aumento de los niveles educativos de la población no es condición suficiente para garantizar el despegue económico. Por ejemplo, mientras en Botsuana el crecimiento de los años de educación fue acompañado de un aumento del PIB per cápita, en países como Senegal, Madagascar o Ghana ocurrió lo contrario.<sup>(1)</sup>

### LA TASA DE ESCOLARIZACIÓN EN ÁFRICA AÚN PUEDE AUMENTAR

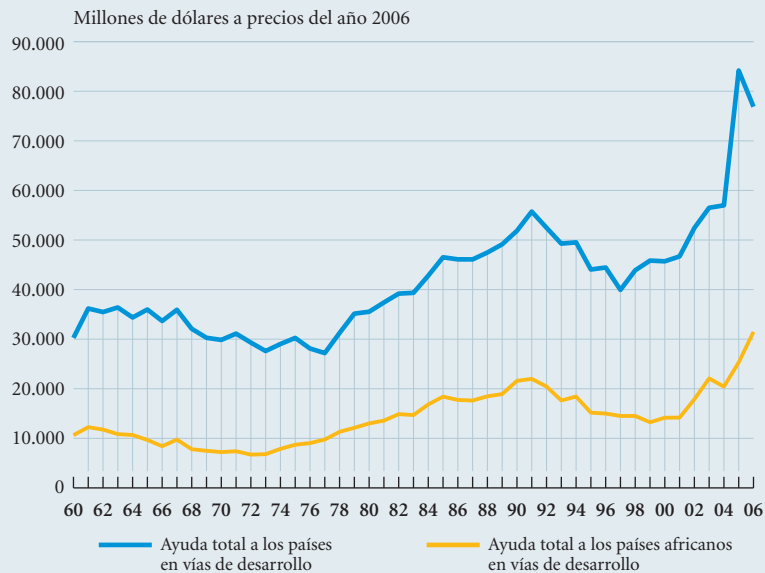
	Tasa de matrícula en primaria	Tasa de matrícula en secundaria
África Subsahariana	66	24
Oriente Medio y África del Norte	90	65
Asia	90	56
América Latina	95	67

NOTA: (\*) Datos para el último año disponible.

FUENTE: Banco Mundial y elaboración propia.

(1) William Easterly, «The Elusive Quest for Growth».

## LA AYUDA OFICIAL A LOS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO SE HA TRIPLICADO



FUENTES: OCDE y elaboración propia.

Tras muchos años con escasos resultados, pocos economistas aún creían que existía el elixir del crecimiento eterno. Sin embargo, la acción coordinada de los países desarrollados continuaba viéndose como imprescindible. Ello quedó reflejado en los ocho «Objetivos de Desarrollo del Milenio», acordados en la cumbre de las Naciones Unidas del año 2000.

La elaboración del plan estratégico para alcanzarlos se encargó a Jeffrey Sachs, catedrático de economía de la Universidad de Columbia. El plan se presentó en el año 2005 y confirmó un cambio de rumbo en la forma que las organizaciones internacionales canalizan la ayuda al desarrollo. Sachs hace hincapié en que los proyectos de ayuda deben responder a la idiosincrasia de cada país y deben ser desarrollados e implementados con la estrecha colaboración de las autoridades locales. Otro de los aspectos a los que se hace especial referencia es la necesidad de reducir la corrupción. Además, Sachs considera imprescindible que los países desarrollados abran sus mercados a las exportaciones de los países en vías de desarrollo para que éstos puedan desarrollar al máximo su capacidad productiva.

El profesor Sachs estimó que para poder alcanzar los objetivos del milenio los países desarrollados debían incrementar progresivamente la ayuda a los más pobres hasta el 0,54% de su renta. A pesar de haber aumentado ligeramente durante los últimos años, aún estamos lejos de alcanzar dicha meta (véase gráfico siguiente). El profesor Sachs considera que si no se consigue reunir la suficiente ayuda para que los países africanos desarrollen una industria sostenible, todo el esfuerzo hecho hasta ahora puede resultar en vano.

Hay, sin embargo, otros economistas que auguran un futuro no muy brillante al plan de Sachs, y no por la falta de recursos precisamente. Uno de los más críticos es el catedrático de la Universidad de Nueva York William Easterly, que discrepa principalmente de las formas a través de las cuales la ayuda se quiere llevar a cabo. Para él, el principal problema es que las agencias de ayuda internacional (incluyendo el FMI y el Banco Mundial) son poco transparentes y no tienen ni el conocimiento ni los incentivos para identificar los proyectos que cada país

## OBJETIVOS DE DESARROLLO DEL MILENIO PARA EL AÑO 2015

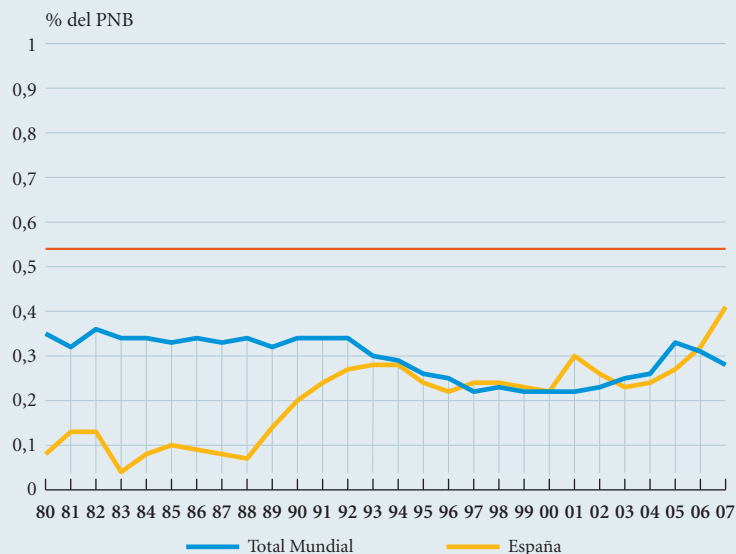
1 Erradicar la pobreza extrema y el hambre	5 Mejorar la salud materna
2 Lograr la enseñanza primaria universal	6 Combatir el virus del sida, el paludismo y otras enfermedades
3 Promover la igualdad de género y la autonomía de la mujer	7 Garantizar la sostenibilidad del medio ambiente
4 Reducir la mortalidad infantil	8 Fomentar una asociación mundial para el desarrollo

FUENTE: ONU.

necesita. Otro prestigioso economista, Paul Collier, considera que los organismos internacionales deberían trabajar para que cada país sea capaz de gestionar adecuadamente sus recursos. Para ello, Collier centraría los esfuerzos en que los derechos de propiedad estén bien definidos y sean respetados, y en que la explotación y gestión de los recursos naturales se haga de forma transparente. Ello daría a los países africanos muchos más recursos de los que jamás obtendrán a través de la ayuda internacional.

Parece que después de tantos años en busca de la piedra filosofal sólo nos hemos puesto de acuerdo en que la receta para salir de la pobreza es distinta para cada país. La búsqueda, sin embargo, debe continuar. El impacto del aumento del precio de la energía y los alimentos sobre millones de ciudadanos sumidos en la pobreza pone de relieve, una vez más, la urgencia de la situación.

### LA AYUDA OFICIAL AL DESARROLLO AÚN ESTÁ LEJOS DE ALCANZAR EL 0,54%



FUENTES: OCDE y elaboración propia.

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### La inflación acecha a los bancos centrales

El pasado 30 de abril, en su reunión de política monetaria, la Reserva Federal decidió recortar el tipo de referencia 0,25 puntos básicos para dejarlo en el 2%. En la nota de prensa posterior, justificó la decisión por la debilidad de la actividad económica. Ésta se refleja en el mercado laboral, en el debilitamiento del gasto de las familias y en las tensas condiciones del mercado financiero. Por otra parte, en el mismo comunicado, si bien reconoció que el último dato publicado sobre la inflación subyacente indica que ésta modera su crecimiento, no dejó de constatar el

aumento de las expectativas de inflación por parte de los agentes económicos.

Existen varias encuestas que se realizan para obtener la opinión de los consumidores sobre las perspectivas de inflación para los próximos 12 meses. Entre las más prestigiosas, seguidas con gran interés por los mercados financieros, se encuentran los índices de confianza de la Universidad de Michigan y la del Conference Board.

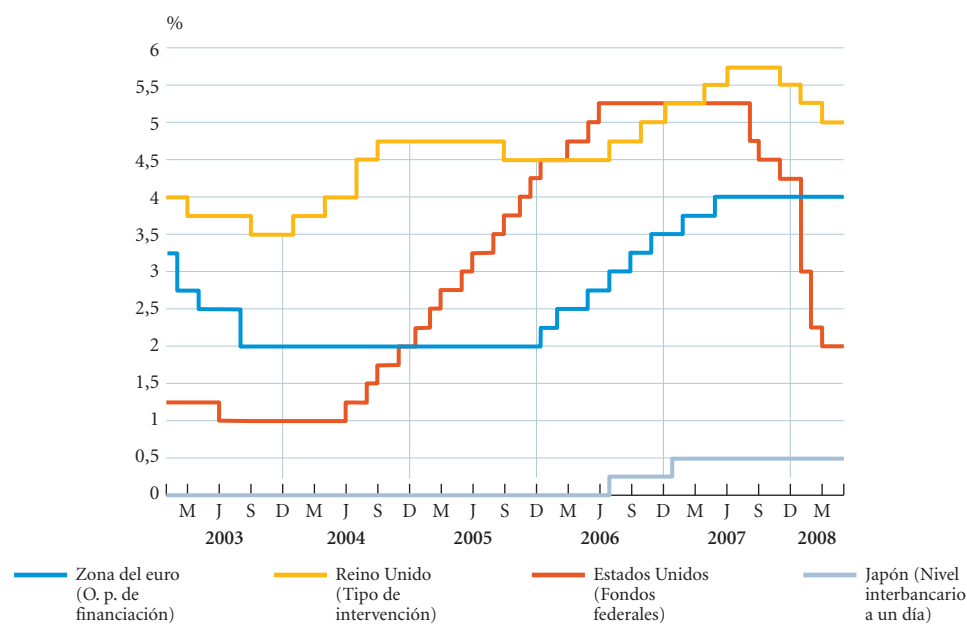
En el siguiente gráfico puede observarse que, aunque la metodologías de cálculo varíen, en ambos casos los consumidores afirman que sus expectativas de inflación se han deteriorado, es decir, que esperan

**La Fed baja el tipo de interés de referencia hasta el 2%, aunque advierte sobre el riesgo de inflación.**

**Se deterioran las expectativas de inflación de los consumidores norteamericanos.**

### ¿ES ÉSTE EL ÚLTIMO RECORTE DEL TIPO DE REFERENCIA DE LA RESERVA FEDERAL?

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTE: Bancos centrales.



que la inflación aumente en los próximos 12 meses. Un resultado así no se daba desde hace 28 años.

¿Por qué le preocupa tanto a la Fed esta situación? Por el riesgo de que los incrementos de precios alcancen un carácter más permanente que complique al banco emisor la consecución de uno de sus dos mandatos principales: la estabilidad de precios. Por este motivo en su nota de prensa hace hincapié en que deberá seguir con gran atención la evolución de la inflación dada la elevada incertidumbre sobre su evolución futura. Un mensaje que varios miembros de la Fed, junto al ex-gobernador Volcker, que luchó contra la fuerte inflación de principios de los años ochenta, han recalcado en sus discursos individuales durante este último mes. De forma similar, en las actas de la reunión del 30 de abril, la Reserva Federal revisó sensiblemente a la baja la previsión de crecimiento para este año y además subió la previsión de inflación alrededor de un punto porcentual.

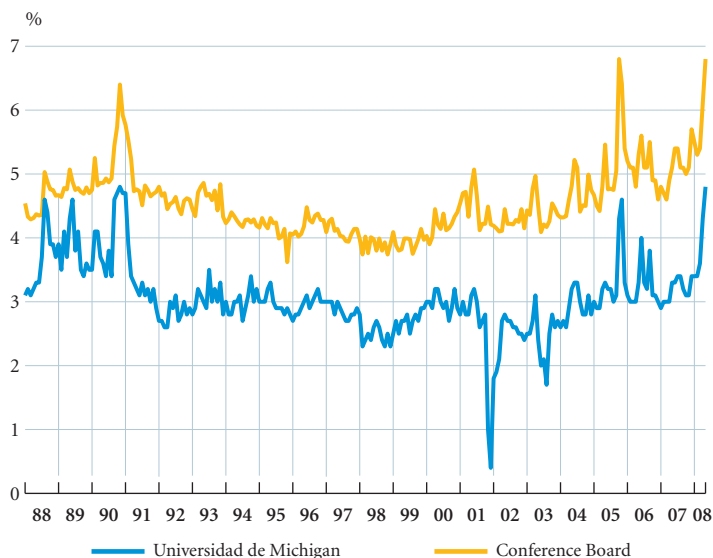
La perspectiva del mantenimiento de la debilidad en el crecimiento de la economía, unida a la necesidad de evitar que estas expectativas de mayor inflación se hagan realidad, induce a pensar que, tras el recorte del tipo de interés realizado el 30 de abril, se abre un periodo de pausa en la actuación de la Reserva Federal. Así lo interpretan los mercados de futuros, que asignan una probabilidad de alrededor del 80% a que el banco emisor mantenga el tipo de interés oficial al nivel actual durante las próximas reuniones mensuales. Sin embargo, esta situación podría terminar en la última reunión de política monetaria del año, en diciembre. El mercado asigna una probabilidad superior al 50% de subidas del tipo de referencia a causa del precio del petróleo y del deterioro de las expectativas de inflación.

La situación en la eurozona es diferente. El presidente del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, en su comparecencia tras la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de mayo, ratificó la posi-

**Estas expectativas hacen que el mercado empiece a descontar una subida del tipo oficial en Estados Unidos a final de año.**

## LOS CONSUMIDORES ANTICIPAN MAYOR INFLACIÓN

Expectativas de inflación de los consumidores norteamericanos



FUENTES: Conference Board y Universidad de Michigan.

**El BCE espera crecimientos algo más bajos de la actividad, pero con una inflación superior al 2% en los próximos trimestres.**

**Las empresas europeas utilizan las líneas de crédito bancarias porque les cuesta financiarse en los mercados de capitales.**

**Con la inflación en el 3%, y a pesar de la desaceleración económica, el Banco de Inglaterra descarta nuevos recortes del tipo de interés oficial.**

ción del banco emisor de mantener el tipo de referencia en el 4%, nivel que en junio cumplirá un año. Si no se hubiera desencadenado la crisis *subprime* en agosto del año pasado, probablemente el tipo de interés de referencia hubiera alcanzado el 4,5%. Pero ante las turbulencias de los mercados financieros los miembros del BCE decidieron interrumpir el proceso de subidas iniciado en diciembre de 2005.

El gobernador volvió a repetir los tres mensajes centrales expuestos en las últimas reuniones de política monetaria. En primer lugar, que sigue preocupado por la evolución de la inflación de la eurozona debido a la presión del precio del petróleo y de las materias primas de alimentación. Confirmó así que los riesgos inflacionistas siguen al alza. En segundo lugar, que se mantienen los fundamentos económicos que apoyan un crecimiento moderado en la eurozona. Esta idea pareció confirmarse con los datos de crecimiento en Alemania y Francia del primer trimestre, que sorprendieron al alza. Con todo, reconoció que esperaba un empeoramiento del crecimiento en el segundo trimestre de este año. Y, finalmente, que se mantiene la fortaleza en la concesión de crédito empresarial en la eurozona.

Sin embargo, en este último caso reconoció que se había producido una aparente paradoja. Si bien el dato de concesión de crédito empresarial sigue a tasas muy altas, la última encuesta cualitativa sobre las prácticas de concesión de crédito indica que los bancos están endureciendo sensiblemente las condiciones. Según el gobernador, esto se debe a que a las empresas les está costando más conseguir financiación a través de emisiones de bonos en los mercados de capitales, debido a la retirada de los inversores. Como consecuencia, tienden a pedir prestado al sistema financiero, utilizando para ello las

líneas de crédito contratadas en los bancos. Las empresas suelen pagar una comisión para contratar este servicio de disponibilidad de una línea de crédito, que es un préstamo disponible con un límite global a disposición de la empresa para hacer uso del mismo cuando más convenga.

En definitiva, con un crecimiento todavía por encima del que puede considerarse como potencial y con una desaceleración que se espera sea suave en un entorno de inflación muy superior al objetivo del BCE, cabe descartar recortes inmediatos en el tipo de interés oficial.

Más difícil lo tiene el Banco de Inglaterra, que se enfrenta a la peor situación para un banquero central: desaceleración económica intensa y aumento de la inflación. La inflación en el Reino Unido alcanzó el 3% interanual y el banco emisor indicó en su informe trimestral sobre la inflación, que se descartaba la posibilidad de seguir bajando el tipo de referencia en los próximos dos años. El motivo principal es que sus previsiones apuntan a que la inflación se situará por encima del 3% durante los próximos meses, por encima de su objetivo del 2%. El gobernador Mervyn King reconoció que quizá el Reino Unido tenga un par de trimestres de crecimiento negativo, aunque la recesión no es el escenario central del banco. El problema es que las simulaciones indican que la inflación no volverá a situarse por debajo del 2% hasta el año 2010, lo que no deja margen de manobra para seguir reduciendo el tipo de interés oficial.

El resurgir de la inflación es un fenómeno global al que no escapan los bancos centrales de Asia. Así por ejemplo, el Banco Central de China, ante el aumento de la inflación a una tasa del 8,5% interanual y un crecimiento de la masa monetaria de alrededor del 17% interanual, no ha tenido

más remedio que volver a ordenar un nuevo incremento en el coeficiente de reserva de medio punto porcentual, del 16% al 16,5%. Sin embargo, tras el fuerte terremoto que ha asolado a una extensa región china, el banco central ha eximido de la medida a los bancos de la zona, para evitar endurecer la política monetaria mientras se están llevando a cabo las labores de reconstrucción.

Por su parte, el Banco de Japón decidió en su reunión de política monetaria mantener el tipo de interés oficial en el 0,5%. El gobernador Masaaki Shirakawa comentó los cuatro principales riesgos que la economía nipona tiene ante sí, según su criterio. En primer lugar, la volatilidad de los mercados financieros. En segundo lugar, la desaceleración de la economía norteamericana. Otro elemento es el aumento de los precios del petróleo, que eleva los riesgos inflacionistas. Finalmente, está el riesgo de una debilidad en los beneficios empresariales, que se traduce en una menor inversión en capital. Pero no todo es negativo, pues el responsable de la política monetaria cree que el impacto de las posibles pérdidas por activos financieros afectados por la crisis *subprime* de Estados Unidos es pequeño y que los bancos tienen la suficiente fortaleza financiera para cubrir las pérdidas sin poner en riesgo sus ratios de capital.

### **Los tipos de interés miran hacia arriba**

Los tipos de interés en el mercado de la eurozona han alcanzado niveles que hacía mucho tiempo no se veían. Por ejemplo, el tipo de interés euríbor a un año ha alcanzado el 5,0%, un nivel que no había tocado desde enero del año 2000. El euríbor a tres meses se mantiene en el 4,86%, a pesar de las subastas a tres meses del Banco Central Europeo.

¿Qué está sucediendo? Los bancos centrales están inyectando liquidez en el sistema. Los bancos afectados han anotado las provisiones para cubrir las pérdidas producidas por el aumento de la morosidad *subprime* en los Estados Unidos. Además, estos bancos están realizando ampliaciones de capital para reforzar sus fondos propios. Estos elementos parecen suficientes para calmar las tensiones que vive el mercado interbancario.

Sin embargo, dos factores impiden la normalización a corto plazo. El primero tiene que ver con el aumento de la morosidad. En una situación como la actual, por prudencia, los bancos suelen reducir la oferta de crédito. Pero las empresas que solían acudir a los mercados de capitales, a través por ejemplo de emisiones de bonos para conseguir financiación, se encuentran con dificultades para colocarlos. Por este motivo están utilizando las líneas de crédito como ha comentado el gobernador del BCE. En una situación en la que desean reducir el crédito pero que, contractualmente, tienen la obligación de concederlo, los bancos han decidido recortar el crédito discrecional. El mercado interbancario reúne esta característica, pues los bancos no tienen obligación de prestarse entre sí. Es decir, los bancos no tienen ninguna obligación de acudir a este mercado con un fuerte cargamento de liquidez.

Un segundo factor que impide la normalización a corto plazo se ha añadido en las últimas semanas: el incremento del precio del crudo y el tono de mayor preocupación en los mensajes de los bancos centrales sobre la trayectoria de la inflación. Esto resta capacidad a los bancos emisores para bajar el tipo de referencia. Así, aunque el tipo de interés Libor a tres meses en Estados Unidos ha bajado en el último mes desde el 2,85%, a finales de abril, hasta el 2,66%, ayudado por la baja-

**El Banco de Japón cita las turbulencias financieras, la desaceleración de la economía de Estados Unidos, el aumento del precio del petróleo y la debilidad de la inversión en capital como los mayores riesgos para Japón.**

**El euríbor a un año alcanza el 5%...**

**...mientras que los tipos interbancarios han bajado en EEUU gracias a la actuación de la Fed.**

## 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						
<b>2007</b>									
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
<b>2008</b>									
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	4,00	4,73	4,73	2,25	2,69	0,91	5,25	6,00	2,78
Abril	4,00	4,86	4,96	2,00	2,85	0,92	5,00	5,84	2,86
Mayo (1)	4,00	4,86	5,00	2,00	2,66	0,92	5,00	5,85	2,70

NOTAS: (1) Día 21.

(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: 11-12-2007 (4,25%), 22-01-2008 (3,50%), 30-01-2008 (3,00%), 18-03-2008 (2,25%), 30-04-2008 (2,00%).

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

da del tipo de referencia de la Reserva Federal, del 2,25% al 2,0%, como puede verse en el cuadro adjunto, el acta de la reunión apunta a que el banco central no va a recortar más el tipo de interés oficial.

Pero los bancos no sólo restringen el crédito en el mercado interbancario sino que están endureciendo las condiciones de concesión de crédito, como pone de manifiesto la última encuesta realizada por

## CONDICIONES DE CONCESIÓN Y DEMANDA DE CRÉDITO BANCARIO EN LA EUROZONA

	OFERTA				DEMANDA			
	Empresas		Hogares		Empresas		Hogares	
	Grandes	PYMES	Vivienda	Consumo	Grandes	PYMES	Vivienda	Consumo
1er. Trim. de 2008	Endurecimiento intenso	Endurecimiento	Endurecimiento	Endurecimiento	Descenso intenso	Descenso	Descenso intenso	Descenso
2º Trim. de 2008	Endurecimiento intenso	Endurecimiento	Endurecimiento intenso	Endurecimiento intenso	Descenso intenso	Descenso	Descenso intenso	Descenso

FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

## 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	Abril	8 mayo (*)
Estados Unidos	4,39	4,70	4,59	4,02	3,73	3,81
Japón	3,31	1,69	1,69	1,51	1,59	1,62
Eurozona	1,48	3,95	4,33	4,33	4,12	4,27
Reino Unido	4,10	4,74	5,01	4,51	4,67	4,88
Suiza	1,97	2,52	3,01	3,05	3,12	3,03

NOTA: (\*) Día 21.

FUENTE: Bloomberg.

el Banco Central Europeo y que se resume en la tabla anterior. En gran medida, el endurecimiento de las condiciones de concesión se debe, entre otros factores, a la dificultad de los bancos para acceder a la financiación en el mercado interbancario y a los impedimentos para titularizar activos que permiten obtener financiación y al mismo tiempo sacar el riesgo fuera del balance.

Según los bancos que han participado en la encuesta del BCE, los factores que endurecen la restricción del crédito a los hogares para la adquisición de vivienda en la eurozona son, sobre todo, las malas perspectivas del mercado inmobiliario y el deterioro de las expectativas sobre la actividad económica, así como la menor competencia bancaria. En este último caso se percibe un movimiento de retraimiento por parte de todo el sector que favorece el que no se presenten productos con precios muy agresivos.

En cuanto a los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, éstos mantienen su trayectoria alcista impulsada por dos elementos. En primer lugar, la consolidación de los niveles de las bolsas tras las subidas experimentadas desde mediados de marzo ha deshecho el fenómeno de huida hacia la calidad, por el que los inversores salían de activos con riesgo y se refugiaban en la deuda pública, de mayor calidad

crediticia. Al aumentar la demanda de los bonos, su precio subía y la rentabilidad de los mismos descendía. Ahora el proceso se ha invertido. En segundo lugar, el deterioro de las expectativas de inflación ha ayudado a aumentar la prima de riesgo que se exige a la deuda pública. En definitiva, el inversor desea una rentabilidad mayor que proteja su dinero de una mayor inflación potencial.

### Doble cambio en las expectativas euro-dólar

Se entiende por juego malabar el arte de manipular y ejecutar espectáculos con uno o más objetos a la vez, volteándolos, manteniéndolos en el aire y recogiendo-los antes de que caigan al suelo. ¿Quién no ha jugado nunca con un yo-yo o con bolas o mazas? Pues ésta es una buena imagen de lo que ha sido el comportamiento del dólar con respecto al euro durante el último mes.

Como puede observarse en el siguiente gráfico, tras alcanzar el euro un máximo de 1,60 dólares el 22 de abril, el euro se despreció un 4% para cotizar a 1,53 dólares, y posteriormente recuperarse y volver a visitar la cota de 1,58. ¿Qué ha provocado este doble cambio repentino de las expectativas de los inversores con respecto a ambas divisas?

**La banca restringe la concesión de crédito a empresas y hogares.**

**Los tipos de interés de la deuda a largo plazo tienden a subir.**

## EL DÓLAR EN UN VIAJE DE IDA Y VUELTA

Tipo de cambio euro-dólar



FUENTE: Bloomberg.

**Un doble cambio de expectativas sobre crecimiento e inflación produce un movimiento de ida y vuelta en la cotización del euro contra el dólar.**

Tras haber alcanzado el 1,60 parecía normal un cierto repliegue del euro por la toma de beneficios, pues el movimiento desde finales de febrero de 1,48 a 1,60 había sido de aproximadamente un 8%. Por un lado, los datos económicos que se iban conociendo confirmaban las expectativas de que la Reserva Federal, tras el recorte del tipo de referencia hasta dejarlo en el 2%, había alcanzado un suelo. La expectativa era que ahora empezaba el turno de los recortes del tipo oficial del Banco Central Europeo.

Por otro lado, cuando se producen bajadas de tipos de interés debido a un debilitamiento de la actividad también se deteriora la divisa de esta economía. El motivo es que los bonos emitidos en esta divisa ofrecen menor rentabilidad. Así, la renta variable se hace menos atractiva, pues la atonía económica suele transformarse en menores beneficios empresariales. Es decir, hay menor demanda de esta divisa para comprar activos emitidos en la misma. Por consiguiente, su valor relativo de intercambio cae, es decir, se produce una depreciación de la misma.

Pero cuando parecía que existían las condiciones para un debilitamiento del euro, se produjeron dos hechos cruciales que hicieron cambiar las percepciones de los inversores sobre el billete verde. En primer lugar, un vertiginoso incremento del precio del petróleo y otras materias primas que apuntaban a mayor riesgo inflacionista. Es decir, en este contexto se reducía la capacidad del BCE para recortar el tipo de referencia. El segundo elemento fue la publicación del crecimiento en la eurozona, que sorprendió por su fortaleza y coincidió con la rebaja de las previsiones de crecimiento para los Estados Unidos por parte de la Reserva Federal. Con toda esta información económica, los inversores llegaron a la conclusión de que la eurozona crecía mucho más de lo que esperaban y que además el riesgo de inflación era creciente. Éste último riesgo era compartido por Estados Unidos, pero con una trayectoria de crecimiento económico mucho más débil.

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

22-05-08

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2007	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	103,1	0,0	-8,4	-17,9
Libra esterlina	0,506	1,0	0,5	0,0
Franco suizo	1,025	2,1	-10,6	-20,0
Dólar canadiense	0,985	-2,4	-1,4	-10,3
Peso mexicano	10,374	-1,0	-5,2	-4,0
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,580	-1,2	8,3	17,5
Yen japonés	162,9	-1,1	-0,1	-0,4
Franco suizo	1,619	0,9	-2,1	-2,1
Libra esterlina	0,800	-0,2	8,9	17,5
Corona sueca	9,326	-0,1	-1,2	1,5
Corona danesa	7,459	0,0	0,0	0,1
Zloty polaco	3,414	0,1	-5,3	-9,8
Corona checa	25,15	0,5	-5,2	-10,9
Forint húngaro	244,2	-2,9	-3,5	-1,6

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

FUENTE: Bloomberg.

### Siguen los vaivenes bursátiles

Excepto la bolsa de Milán y el índice de bolsa Dow Jones de Nueva York, ambos con una caída inferior al 1% en el último mes, el resto de bolsas de los países desarrollados no sólo han consolidado los niveles del mes anterior, sino que han experimentado alzas desde el 1% del DJ Eurostoxx 50 hasta el 4,3% del índice de bolsa alemán. A pesar de las recuperaciones que se han producido desde mediados de marzo, las bolsas siguen en números rojos desde el inicio de año. Las dos únicas excepciones son las bolsas de Buenos Aires y la de São Paulo.

Quizá el cambio más espectacular se ha producido en la bolsa brasileña. El índice Bovespa de São Paulo ha tenido una variación mensual del 10,5%. Varios motivos explican en parte este movimiento. Entre ellos cabe destacar el buen compor-

tamiento de las empresas exportadoras, apoyadas por un plan de rebaja fiscal de alrededor de 12.800 millones de dólares. Además, el índice se ha visto beneficiado por el incremento del precio del petróleo y por descubrimientos importantes de nuevos campos de extracción del oro negro. Hay que recordar que muchas empresas que cotizan en el índice de Brasil son extractoras de materias primas y que la compañía más importante del índice, con un peso del 16,5%, se dedica a la exploración y producción de petróleo y en el último mes y medio ha subido más de un 50%.

Finalmente, la agencia de *rating* S&P subió el *rating* de Brasil de BB+ a BBB-. Es decir, le otorgó un *rating* de *investment grade*. La política de selección de activos de muchas carteras de inversión excluyen riesgo por debajo de dicha calificación. Ahora, en cambio, Brasil puede ya formar

### La bolsa de Brasil aumenta su atractivo.

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-05-08

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.601,2	-0,9	-5,0	-6,9
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.390,7	1,1	-5,3	-8,8
<i>Nasdaq</i>	2.448,3	3,0	-7,7	-5,4
Tokio	13.978,5	3,2	-8,7	-20,9
Londres	6.193,6	2,6	-4,1	-6,3
Zona del euro	3.772,3	1,0	-14,3	-15,6
<i>Francfort</i>	7.020,8	4,3	-13,0	-8,3
<i>París</i>	4.999,1	2,6	-11,0	-17,9
<i>Amsterdam</i>	483,6	3,8	-6,2	-10,5
<i>Milán</i>	33.216,0	-0,8	-13,8	-23,3
<i>Madrid</i>	13.715,2	0,9	-9,7	-9,0
Zurich	7.478,9	2,0	-11,9	-20,1
Hong Kong	25.043,1	0,4	-10,0	20,1
Buenos Aires	2.221,1	3,5	3,2	1,3
São Paulo	72.294,8	10,5	13,2	38,5

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.

### Las empresas que cotizan en el mercado continuo español aumentan beneficios a pesar del complicado entorno económico.

parte de sus inversiones, por lo que también se habrá producido un aumento de la demanda de activos de bolsa de Brasil.

Regresando a mercados más cercanos, cabe señalar que en este último mes el IBEX 35, en comparación con las cuatro grandes bolsas de la eurozona, lo ha hecho mejor que la italiana, pero peor que la francesa y la alemana. Es un comportamiento normal, pues hay que pensar que, a nivel relativo, desde principios de año el selectivo español sigue superando al resto de bolsas. Por otra parte, en la bolsa española tienen un fuerte peso los sectores financiero e inmobiliario, dos sectores que

han sido muy castigados desde el inicio de la crisis *subprime*.

Ciertamente, las empresas españolas que cotizan en el mercado continuo han presentado un beneficio neto que se elevó un 6% en el primer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, cuando el año pasado presentaron un incremento interanual del 28%. Pero hay que tener en cuenta que estos resultados, que pueden parecer discretos, se producen a pesar del fuerte incremento de los costes energéticos y de financiación y en un contexto de turbulencias financieras internacionales.



## Actividad económica

### Consumo privado y vivienda frenan la economía

La actividad económica experimenta una brusca desaceleración, que deja atrás definitivamente un prolongado ciclo expansivo. Las cifras de la contabilidad trimestral elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística ratifican lo que los indicadores económicos han venido apuntando en los últimos meses. En el primer trimestre, la variación interanual del producto interior bruto (PIB) fue del 2,7%, frente al 3,5% registrado en el cuarto trimestre de 2007. El crecimiento intertrimestral sólo resultó del 0,3%, una cifra sensiblemente por debajo de la estimada para el conjunto de la eurozona.

El menor crecimiento proviene de la ralentización de la expansión de la demanda nacional, que pasó de una aportación de 3,9 puntos porcentuales al aumento del PIB a sólo 3 puntos. Esto, a su vez, es atribuible mayormente a la caída de la inversión en viviendas, con el consiguiente desfavorable efecto de arrastre sobre otros sectores como los de materiales de construcción y pinturas, y a una pérdida de vigor del consumo. Por su parte, el sector exterior continuó mejorando levemente, y su aportación negativa se redujo a 0,3 puntos.

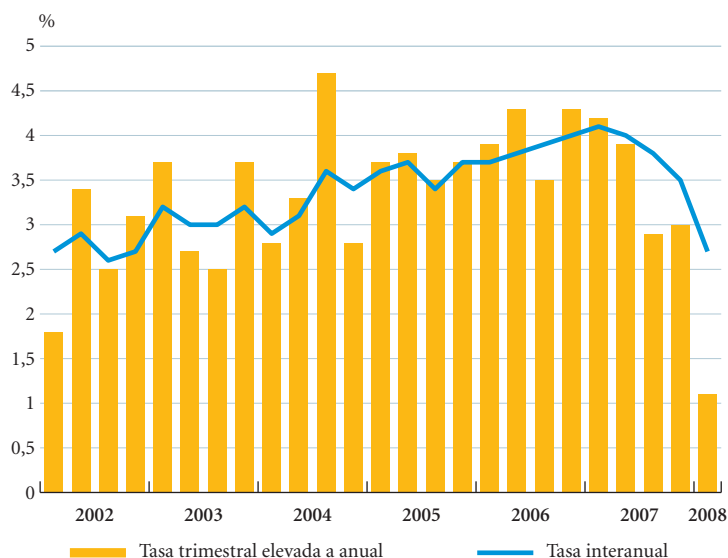
El consumo de los hogares, el principal componente de la demanda, experimentó una ralentización hasta presentar un aumento interanual del 1,8%, 9 décimas me-

**El PIB aumenta el 2,7% en el primer trimestre en relación con el mismo periodo de 2007, crecimiento superior al de la eurozona.**

**Moderación de la demanda nacional y leve mejora de la aportación negativa del sector exterior.**

### LA DESACELERACIÓN SE ACENTÚA

Variación del PIB



FUENTES: INE y elaboración propia.

**Ralentización del consumo de las familias sólo parcialmente compensado por un mayor impulso del consumo público.**

**La inversión también aminora su ritmo de crecimiento.**

nos que en el trimestre anterior. En esta evolución influyó negativamente la pérdida de confianza de los consumidores, afectada a su vez por el deterioro del mercado laboral. En cambio, el consumo público compensó parcialmente esta evolución al acelerarse hasta el 4,7% anual debido a unas mayores adquisiciones de bienes y servicios por parte de las administraciones públicas.

En cuanto a la inversión, sus tres grandes componentes se desaceleraron. Los bienes de equipo presentaban la tasa de variación interanual más alta, del 6,3%, pero con tendencia menguante. La inversión en otros productos como *software* y prospecciones mineras y petroleras, también mostraba una notable expansión del 5,2% anual. En cambio, la construcción, que hasta hace poco tiempo era el pilar fundamental del crecimiento económico español, sólo experimentó un modesto incremento anual del 1,3%.

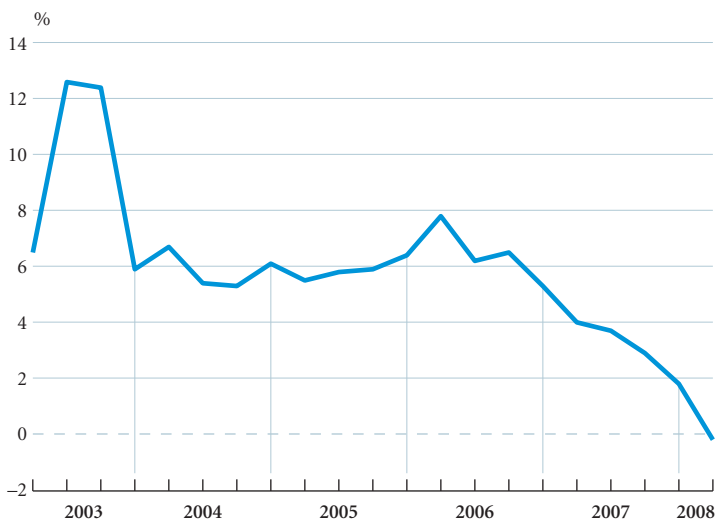
El subsector de la construcción que experimentó el peor comportamiento fue la vivienda, cuya inversión anotó una caída

interanual por primera vez desde 2002. El crecimiento trimestral ya había sido negativo en el cuarto trimestre de 2007, pero la caída trimestral se intensificó en el primer trimestre de 2008 hasta el 1,1%. Esto responde a un menor volumen de obra en edificación a consecuencia de una reducción de las viviendas iniciadas en 2007 debido a una atenuación de la demanda. Probablemente esta tendencia continuará a juzgar por indicadores como la caída interanual de las transacciones de viviendas del 26% en el primer bimestre o los fuertes descensos del número de visados de obra nueva en los primeros meses del ejercicio. Por el contrario, la inversión en otras construcciones se aceleró, con un aumento trimestral del 1,2%, gracias al dinamismo de las infraestructuras de ferrocarriles y la construcción de carreteras.

Por lo referente al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones se deceleraron, pero éstas en mayor medida. De esta manera, como se ha comentado más arriba, mejoró livianamente la aportación negativa del sector exterior al

#### PRIMERA CAÍDA DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDAS DE LOS ÚLTIMOS SEIS AÑOS

Variación interanual de la inversión en viviendas, datos corregidos de estacionalidad y calendario

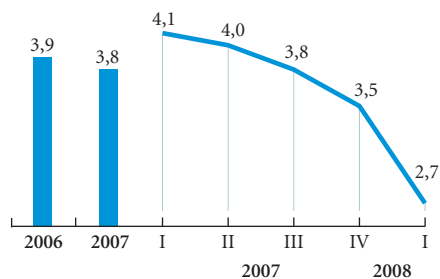


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

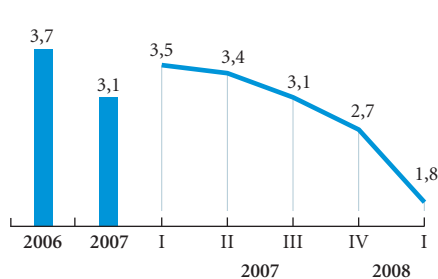
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)

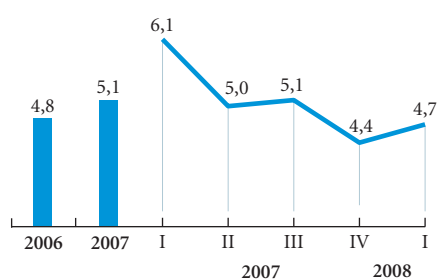
PIB



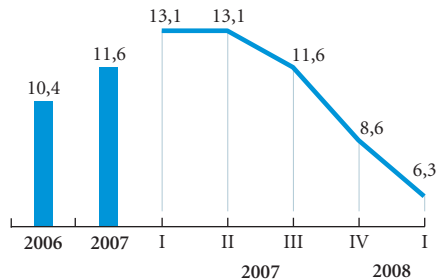
Consumo de los hogares



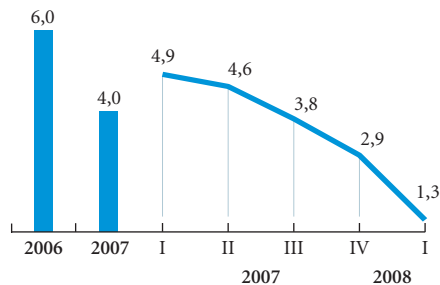
Consumo público



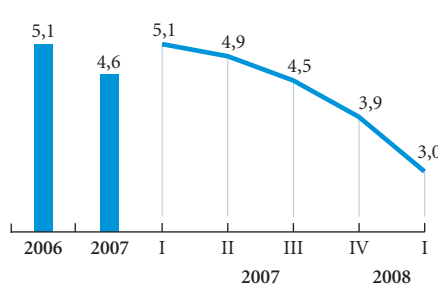
Inversión en bienes de equipo



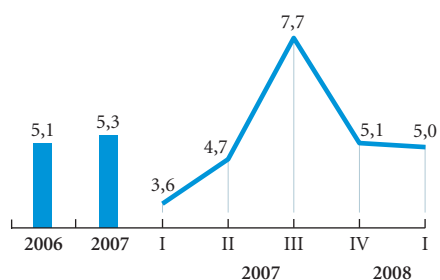
Inversión en construcción



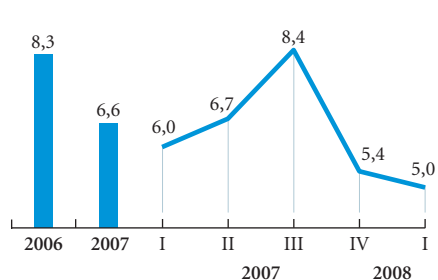
Demanda nacional (\*\*)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(\*\*) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**El déficit corriente con el exterior continúa elevándose hasta el 12% del PIB.**

**Retroceso interanual del valor añadido de la industria manufacturera por primera vez desde el cuarto trimestre de 2004.**

crecimiento del PIB. Sin embargo, el déficit corriente con el exterior continuó aumentando en relación con el PIB hasta el 12,1% debido, entre otros factores, al inflamiento de la factura energética y de los pagos por rentas.

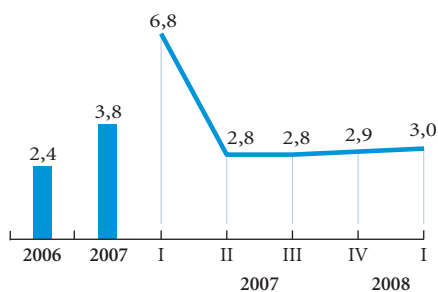
Desde el lado de la oferta, el valor añadido de la industria manufacturera retrocedió en relación con el primer trimestre del año precedente por primera vez desde el cuarto trimestre de 2004. El comportamiento

más desfavorable fue experimentado en las ramas de bienes de consumo, sobre todo duraderos, de acuerdo con la evolución de la demanda. La atonía industrial también refleja los problemas de competitividad que se han acumulado desde la incorporación al euro, a consecuencia de una mayor inflación que nuestros socios comunitarios, y también por la fuerte apreciación de la moneda única. A corto plazo las perspectivas industriales no son muy optimistas si nos atenemos a un mo-

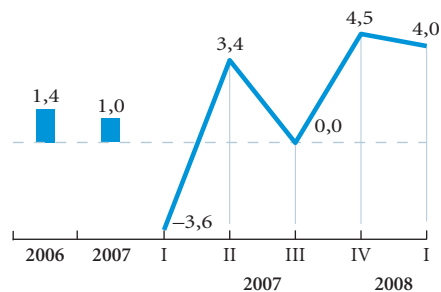
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (\*)

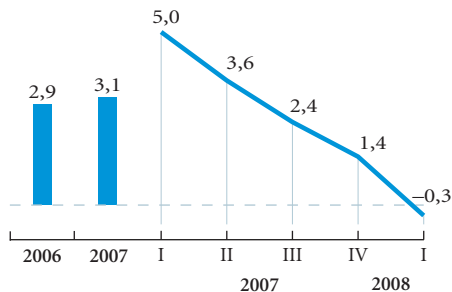
### Agricultura



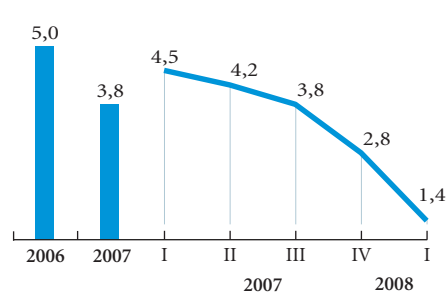
### Energía



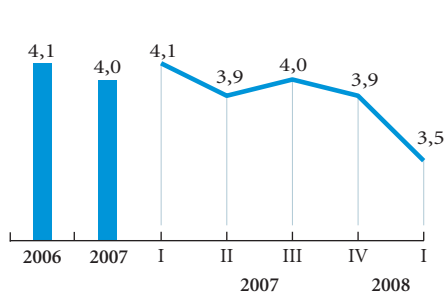
### Industria



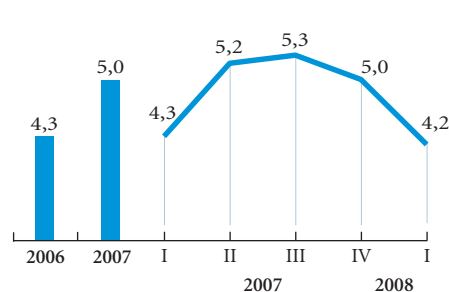
### Construcción



### Servicios de mercado



### Servicios no de mercado



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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

derado aumento anual de las entradas de pedidos en el primer trimestre.

Los servicios de mercado se ralentizaron, pero su ritmo de crecimiento anual era considerable, del 3,5%. Los subsectores más dinámicos eran los ligados a los servicios empresariales, el comercio al por mayor, el transporte aéreo y la hostelería. Por su parte, los servicios no de mercado también se desaceleraron, pero mantenían una tasa de aumento interanual superior, del 4,2%. En cambio, el valor añadido bruto del sector agrario se aceleró ligeramente hasta el 3,0% anual. Tanto el componente agrario como el ganadero participaron de este dinamismo.

Desde la óptica de las rentas, el excedente bruto de explotación y las rentas mixtas se aceleraron hasta el 9,5% anual. Por su parte, las remuneraciones de los asalariados subieron el 5,9%, 8 décimas menos que en el trimestre anterior. Esto fue debido a una ralentización en 9 décimas del nivel de empleo y a un leve incremento en una décima del crecimiento de la remuneración media hasta el 3,9% a causa del alza de los salarios en convenio y mayormente de la activación de las cláusulas de salvaguarda de 2007.

A consecuencia de la evolución del PIB y del empleo la productividad aparente del factor trabajo registró un incremento anual del 1,0%, una décima más que en el trimestre anterior. Así, los costes laborales por unidad de producto anotaron un aumento anual del 2,9%, una décima más que en el trimestre precedente, y se colocó 2 décimas por debajo del deflactor del PIB.

Como ya se ha apuntado más arriba, probablemente proseguirá la tendencia ra-

lentizadora en la construcción, lo que tendrá efectos negativos sobre la industria, el empleo y el consumo. Los indicadores disponibles del segundo trimestre corroboran este panorama. En este marco, hacia finales de abril la Comisión Europea volvió a reducir sus proyecciones de crecimiento para la economía española, situándolas en el 2,2% para 2008 y en el 1,8% para 2009.

En este entorno, a mediados de mayo el vicepresidente segundo del gobierno, Pedro Solbes, expuso en el Parlamento las líneas generales de la política económica para los próximos cuatro años. Explicó que a corto plazo, además de las medidas de estímulo económico aprobadas a mediados de abril, en el ámbito de la política fiscal se dejará jugar a los estabilizadores automáticos, como por ejemplo el subsidio por desempleo, y se aplicará un criterio de austeridad en el resto del gasto público.

Para hacer frente a los retos que la economía española tiene planteados a medio plazo, como el incremento de la productividad y el refuerzo de su potencial productivo, el ministro de Economía y Hacienda avanzó que se incidirá en I+D+i, educación e infraestructuras y que se abordarán nuevas reformas. Entre otras actuaciones prioritarias figuran la transposición de la directiva de servicios, la reducción de la carga administrativa de las empresas, la reforma del mercado laboral, la reforma de la Seguridad Social para seguir garantizando su viabilidad financiera, la reorganización del sector público empresarial y el reforzamiento de la competencia en el sector de las telecomunicaciones y la sociedad de la información. Estas medidas se encaminan hacia un modelo de crecimiento más sostenible y equilibrado.

**Dinamismo de los servicios empresariales, comercio al por mayor, transporte aéreo y hostelería.**

**Los costes laborales por unidad de producto aumentan una décima hasta el 2,9% anual.**

**La Comisión Europea vuelve a reducir sus proyecciones de crecimiento para España hasta el 2,2% para 2008 y el 1,8% para 2009.**

## Mercado de trabajo

### El mercado laboral acusa la desaceleración económica

La aminoración del ritmo de la actividad económica se está reflejando en una marcada ralentización de la creación de empleo. Las cifras de la Encuesta de Población Activa (EPA) del Instituto Nacional de Estadística, la mejor estadística para seguir la evolución del mercado de trabajo, lo corrobora. Así, en el primer trimestre la tasa de variación interanual del nivel de empleo disminuyó hasta el 1,7%, la mitad de un año antes. Según la tendencia, se observa que prosigue la creación neta de puestos de trabajo, pero a un ritmo muy moderado y menguante. Es destacable la destrucción de puestos de trabajo en el sector de la construcción, que presentó una tasa de variación interanual negativa por primera vez en este largo ciclo.

Los datos de la contabilidad nacional del primer trimestre son coincidentes con los de la EPA. Así, el número de puestos de trabajo a tiempo completo experimentó un aumento del 1,7% con relación al primer trimestre de 2007 y en la construcción se anotó una caída del 1,1%. Las ci-

fras de los afiliados en alta en la Seguridad Social también son concordantes en la deceleración de la creación de empleo, aportando solidez a esta visión.

De hecho, en el primer trimestre el número de ocupados disminuyó en 74.600 personas, según las estimaciones de la EPA, que junto a los que perdieron sus puestos de trabajo en el trimestre anterior suman 108.200 en el último medio año. Esto se ha debido mayormente a factores estacionales, pero ilustra el deterioro que se ha producido en el mercado de trabajo. La destrucción de ocupación en el primer trimestre de 2008 se concentró en los servicios y la construcción. El mayor número de puestos de trabajo que desaparecieron correspondió a los servicios, con 77.500 ocupados menos, seguidos a poca distancia por la construcción con 73.200. Sin embargo, en términos relativos la mayor pérdida ocurrió en la construcción, con el 2,7%, apreciándose una tendencia a la aceleración.

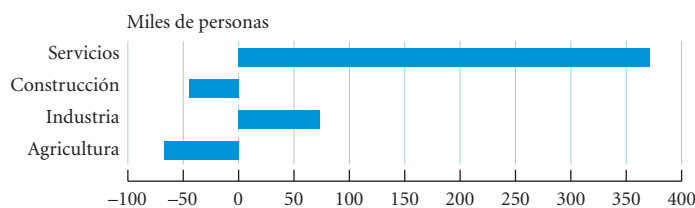
La reducción de puestos de trabajo en el último trimestre se cebó en la población de nacionalidad española, ya que su ocu-

**La construcción presenta una tasa de variación interanual negativa por primera vez en este largo ciclo, con tendencia a acelerarse.**

**El número de ocupados disminuye en 108.200 en los últimos seis meses hasta marzo.**

### CAÍDA DEL EMPLEO EN LA AGRICULTURA Y LA CONSTRUCCIÓN

Variación del número de ocupados en los doce últimos meses



FUENTE: Encuesta de Población Activa del Instituto Nacional de Estadística.

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	I	Abril
<b>Afiliados a la Seguridad Social</b>								
Sectores de actividad								
<i>Industria</i>	0,0	2,5	2,2	2,7	2,5	2,4	0,3	-0,8
<i>Construcción</i>	8,7	3,3	6,1	4,4	2,3	0,5	-2,8	-5,8
<i>Servicios</i>	5,2	3,5	4,1	3,7	3,0	3,0	2,6	2,3
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	4,7	3,0	3,9	3,5	2,6	2,2	1,2	0,6
<i>No asalariados</i>	2,2	2,8	2,5	2,7	2,9	2,9	2,3	1,5
<b>Total</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>
<b>Población ocupada (*)</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	-
<b>Puestos de trabajo (**)</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	-
<b>Contratos registrados (***)</b>								
Indefinidos	41,1	2,0	25,8	15,6	-1,6	-21,1	-11,8	12,0
Temporales	4,7	0,3	2,6	-1,9	-0,5	1,2	-6,5	4,4
<b>Total</b>	<b>7,9</b>	<b>0,5</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-7,2</b>	<b>5,3</b>

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

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

(\*\*\*) En el INEM.

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

pación disminuyó en 128.700 personas, el 0,7%, mientras que el número de ocupados extranjeros aumentó en 54.100, el 1,9%. En los últimos doce meses la ocupación de la población española subió en 45.300 personas, el 0,3%. En el mismo periodo, los extranjeros ocupados aumentaron en 287.800 personas, el 10,85%.

La desaceleración del mercado de trabajo afectó en mucha mayor medida a los hombres que a las mujeres, lo que se explica en parte por el hecho de que la construcción emplea principalmente a personal masculino. Así, en el periodo marzo 2007-marzo 2008 la ocupación entre los varones sólo se incrementó el 0,6%, mientras que entre las féminas subió el 3,2%.

Por edades también se observó un comportamiento diferencial. Así, en el grupo de los jóvenes hasta 24 años la ocupación

bajó más del 5% en el último año. Por el contrario, en el segmento de los mayores de 50 años, con la ayuda de bonificaciones acordadas a la contratación de los mayores de 45 años, el número de empleados ascendió más del 4%.

En los últimos doce meses se aprecia una evolución muy diversa por comunidades autónomas. En Asturias el número de ocupados se elevó el 4,6%. En Cantabria, la Comunidad Valenciana y en Aragón se registraron incrementos por encima del 3%. En cambio, en Canarias y Extremadura cayó el número de ocupados.

Por otra parte, en el primer trimestre de 2008 la tasa de temporalidad, o sea, la razón entre el número de trabajadores con contrato temporal y el total de asalariados se colocó en el 30,15%, 77 centésimas menos que en el trimestre precedente.

**La pérdida de puestos de trabajo es más intensa entre la población española que en la extranjera.**

**Aumento de más del 5% de la ocupación entre los mayores de 50 años en los últimos doce meses gracias a bonificaciones.**

**EMPLEO ESTIMADO**

Primer trimestre 2008

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	922,4	16,6	1,8	-67,6	-6,8	4,5
No agrarios	19.479,9	-91,2	-0,5	400,6	2,1	95,5
<i>Industria</i>	3.338,5	59,4	1,8	73,2	2,2	16,4
<i>Construcción</i>	2.620,3	-73,2	-2,7	-44,4	-1,7	12,8
<i>Servicios</i>	13.521,1	-77,4	-0,6	371,8	2,8	66,3
<b>Por empleadores</b>						
Sector privado	17.529,1	-34,5	-0,2	392,1	2,3	85,9
Sector público	2.873,2	-40,1	-1,4	-59,0	-2,0	14,1
<b>Por situación profesional</b>						
Asalariados	16.817,4	-59,2	-0,4	302,9	1,8	82,4
<i>Contrato indefinido</i>	11.747,1	88,9	0,8	509,4	4,5	57,6
<i>Contrato temporal</i>	5.070,3	-148,1	-2,8	-206,5	-3,9	24,9
No asalariados	3.574,7	-18,5	-0,5	33,1	0,9	17,5
<i>Empresarios empleadores</i>	1.139,5	3,1	0,3	55,5	5,1	5,6
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.218,3	-36,3	-1,6	17,9	0,8	10,9
<i>Ayudas familiares</i>	216,9	14,6	7,2	-40,3	-15,7	1,1
Otros	10,1	3,0	42,3	-3,0	-22,9	0,0
<b>Por tiempo de ocupación</b>						
A tiempo completo	17.952,4	-141,4	-0,8	378,0	2,2	88,0
A tiempo parcial	2.449,9	66,7	2,8	-45,0	-1,8	12,0
<b>Por sexos</b>						
Varones	11.923,9	-73,2	-0,6	69,4	0,6	58,4
Mujeres	8.478,4	-1,5	0,0	263,7	3,2	41,6
<b>TOTAL</b>	<b>20.402,3</b>	<b>-74,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>333,0</b>	<b>1,7</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**La creciente población activa, sobre todo por la llegada de inmigrantes, no es absorbida por el mercado laboral, con el consiguiente aumento del paro.**

Con todo, esta tasa se sitúa notablemente por encima de los estándares europeos.

A pesar del deterioro del mercado de trabajo, la población activa sigue creciendo mucho. En el primer trimestre el número de activos subió en 172.000 hasta 22.576.500, con un alza interanual del 3,0%. La tasa de actividad subió dos décimas en el trimestre hasta el 59,35%. Ello se produjo por una mayor incorporación de mujeres al mercado laboral, 105.800 frente a 66.200 hombres. De estos efecti-

vos, únicamente 20.900 eran españoles, siendo 151.100 extranjeros.

Con esta conjunción de destrucción de empleos y fuerte incremento de la población activa el paro subió bruscamente. Así, el desempleo engrosó sus filas con 246.600 personas en el primer trimestre hasta 2.174.200, con un incremento interanual del 17,1%. La tasa de paro subió un punto hasta el 9,6%. Entre la población española era del 8,7%, mientras que entre los extranjeros ascendía al 14,7%.



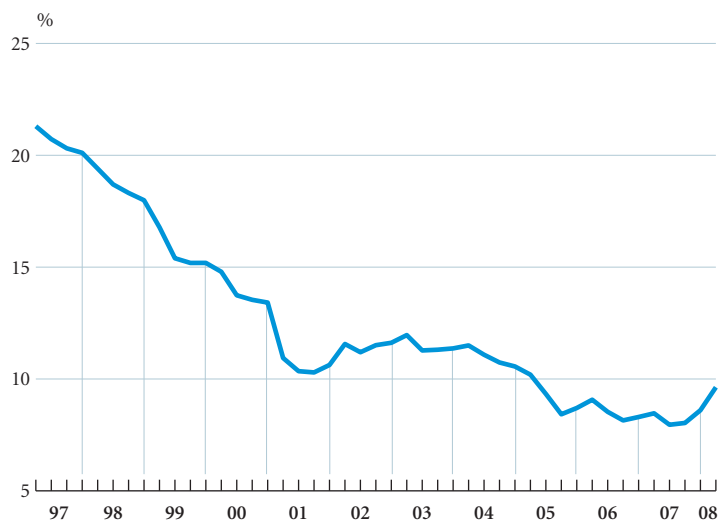
Finalmente, por comunidades autónomas la evolución del paro fue muy desigual en el último año. Así, hubo comunidades en las que descendió el número de

desempleados, como el País Vasco, Asturias, Cantabria, La Rioja y Galicia. En cambio, en Canarias y Murcia el número de parados se disparó en más del 40%.

**Se dispara el desempleo en Canarias y Murcia en el primer trimestre.**

## NOTABLE REPUNTE DE LA TASA DE PARO

Número de parados en relación con la población activa



FUENTE: Encuesta de Población Activa del Instituto Nacional de Estadística.

## PARO ESTIMADO

Primer trimestre 2008

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
<b>Por sexos</b>							
Hombres	1.018,6	139,4	15,9	218,5	27,3	46,8	7,9
Mujeres	1.155,6	107,3	10,2	99,6	9,4	53,2	12,0
<b>Por edades</b>							
Menores de 25 años	500,1	52,4	11,7	77,0	18,2	23,0	21,3
Resto	1.674,1	194,3	13,1	241,1	16,8	77,0	8,3
<b>Por situación personal</b>							
Paro de larga duración	557,2	41,4	8,0	6,4	1,2	25,6	–
Buscan primer empleo	197,8	12,2	6,6	12,4	6,7	9,1	–
Resto	1.419,2	193,1	15,7	299,3	26,7	65,3	–
<b>TOTAL</b>	<b>2.174,2</b>	<b>246,6</b>	<b>12,8</b>	<b>318,1</b>	<b>17,1</b>	<b>100,0</b>	<b>9,6</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## Precios

### Primer descenso de la inflación en ocho meses

Después de una escalada ininterrumpida desde agosto de 2007 la inflación se tomó un respiro en abril al descender 3 décimas la tasa de variación interanual del índice de los precios de consumo (IPC) hasta el 4,2%. La tasa de inflación del núcleo más estable de los precios, la denominada subyacente, que excluye a los alimentos no elaborados y los productos energéticos, también se redujo en 3 décimas hasta el 3,1%.

¿A qué se debió la disminución de la inflación anual? La baja de los precios del viaje organizado y de la hostelería una

vez finalizada la temporada de vacaciones de Semana Santa, muy avanzada en el calendario este año, contribuyó en buena parte a la moderación de la inflación en abril. Un ascenso de los precios de los carburantes menos marcado que en abril del año pasado también favoreció la flexión de la inflación. Asimismo, los alimentos dieron una tregua, al desacelerarse los precios de los frescos, mientras que se estabilizaban los elaborados.

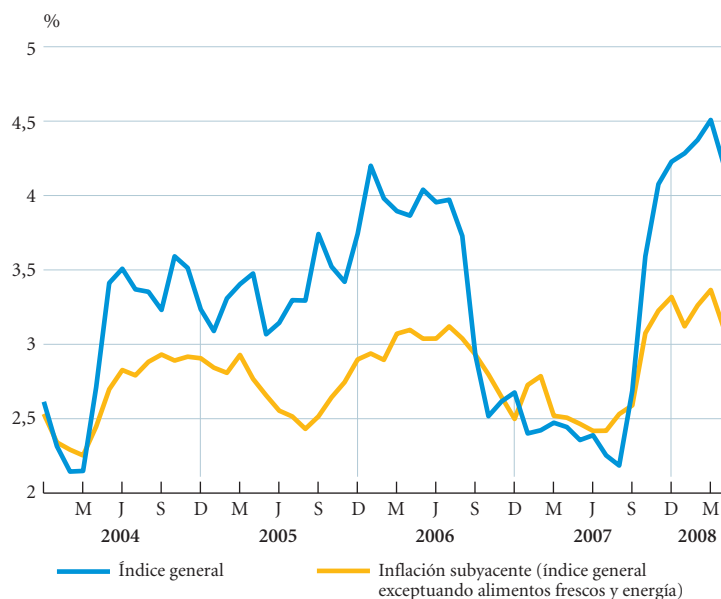
Además, se puede apreciar que la ralentización del consumo tiende a contener los precios. Así, la inflación anual de los servicios se colocó en abril en el 3,5%, el nivel más bajo de los dos últimos años. Los

**Tanto la inflación general como la subyacente bajan ligeramente en abril...**

**...debido al efecto del adelanto de la Semana Santa, de una menor subida de los carburantes...**

### LA INFLACIÓN FLEXIONA A LA BAJA

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	0,9	0,4	4,5
Abril	1,4	1,5	2,4	1,1	1,5	4,2
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.

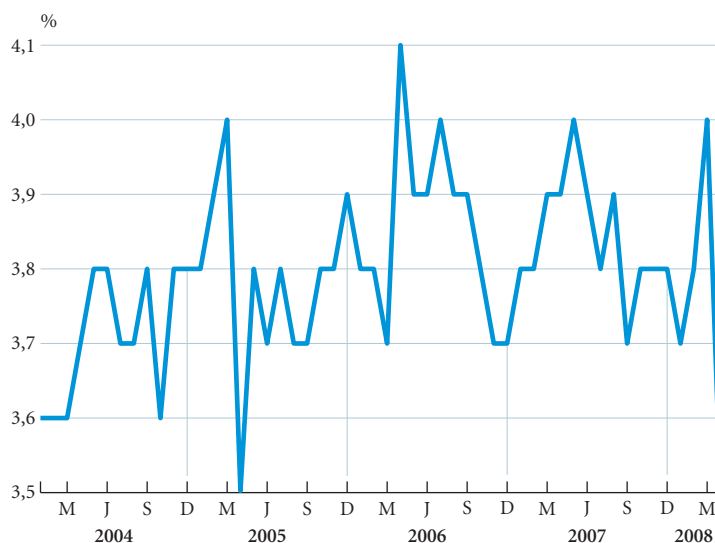
bienes industriales no energéticos también moderaron su tasa de inflación hasta el 0,2%, gracias en parte a la apreciación del euro y a la fuerte competencia en los mercados internacionales.

El aumento de la oferta y las importaciones consolidaron la cesión del precio de la leche, cuya inflación interanual había llegado a alcanzar el 31,7% en diciembre de 2007. Pero fueron sobre todo los ali-

**...de la desaceleración del consumo...**

## DESACELERACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS

Variación interanual del componente de servicios del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Abril

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual		
		2007	2008	2007	2008	2007	2008	
<b>Por clases de gasto</b>								
Alimentos y bebidas no alcohólicas	109,2	0,6	0,3	1,0	1,0	3,2	6,6	
Bebidas alcohólicas y tabaco	111,2	0,1	0,2	5,4	3,4	6,3	4,1	
Vestido y calzado	106,5	9,3	9,3	-1,3	-1,7	1,0	0,8	
Vivienda	109,3	0,3	0,9	2,5	3,7	3,2	6,0	
Menaje	105,0	0,8	0,7	1,1	1,1	2,6	2,5	
Medicina	98,7	0,4	0,6	-3,0	0,2	-2,1	1,1	
Transporte	108,2	1,4	0,6	3,1	2,7	0,7	6,7	
Comunicaciones	100,2	-0,2	0,0	1,4	0,3	0,3	-0,3	
Ocio y cultura	98,4	0,6	-1,1	-0,4	-1,0	-0,4	-1,5	
Enseñanza	107,5	0,0	0,1	0,5	0,2	4,5	3,8	
Hoteles, cafés y restaurantes	109,2	1,2	0,5	3,2	2,8	5,0	4,5	
Otros	106,4	0,3	0,3	2,3	2,4	3,5	3,1	
<b>Agrupaciones</b>								
Alimentos con elaboración	110,0	0,2	0,2	2,0	2,1	2,2	7,4	
Alimentos sin elaboración	107,9	1,1	0,4	0,4	-0,4	6,4	4,0	
Conjunto no alimentario	106,2	1,7	1,3	1,6	1,6	2,0	3,5	
Bienes industriales	105,2	2,6	2,4	0,8	1,2	0,3	3,5	
<i>Productos energéticos</i>	113,5	1,9	1,2	3,8	5,6	-1,5	13,3	
<i>Carburantes y combustibles</i>	115,7	2,5	1,6	4,1	6,3	-3,1	16,7	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	102,4	2,9	2,9	-0,2	-0,3	0,9	0,2	
Servicios	107,2	0,7	0,2	2,4	2,0	3,9	3,5	
Inflación subyacente (**)	106,1	1,3	1,1	1,4	1,2	2,5	3,1	
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>107,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### ...y de la moderación de los alimentos frescos, como las legumbres y hortalizas frescas, la carne de ovino y de pollo.

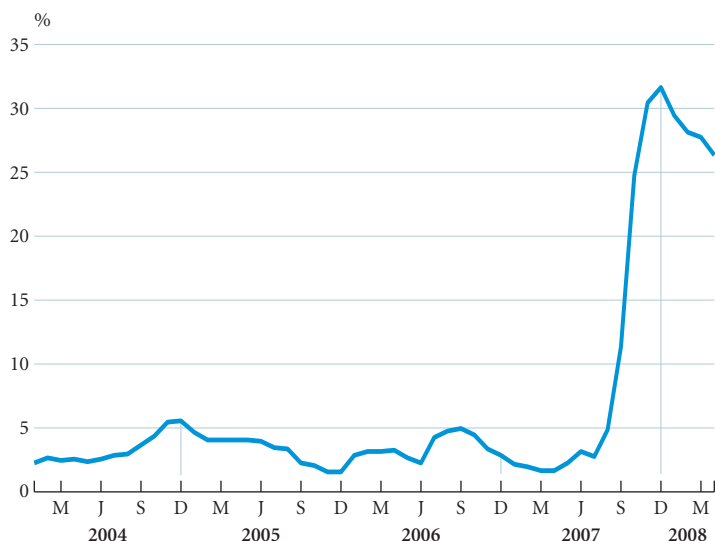
mentos no elaborados los que ayudaron a reducir la inflación en abril. Así, la tasa de variación interanual de las legumbres y hortalizas frescas bajó hasta el 3,0% desde el 5,2% anotado en marzo. Mayor fue el descenso de la carne de ovino, cuya inflación anual cayó hasta el 2,7% en abril. Notable fue también la ralentización del pollo al pasar del 8,9% al 5,4%. Las patatas acentuaron su caída interanual hasta el 11,1%. De este modo, se contrarrestó el encarecimiento de las frutas frescas, que

presentaban un ascenso interanual del 11,8%.

La inflación anual del índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea experimentó una reducción de 4 décimas en relación con el mes anterior. De esta forma, se situó igualmente en el 4,2%. Con ello el diferencial de inflación con la eurozona se colocó en un punto porcentual, en el mismo nivel que un mes antes.

## DESCENSO DEL PRECIO DE LA LECHE DEBIDO AL AUMENTO DE LA OFERTA

Variación interanual del precio de la leche



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Ahora bien, ¿continuará la tendencia descendente de la inflación? La previsible desaceleración del consumo seguirá presionando en este sentido. Sin embargo, el reciente repunte de los precios del petróleo hasta nuevos máximos históricos seguramente propiciará un incremento de la inflación anual en mayo. Asimismo, otras materias primas, como las alimenticias, presentan un panorama de tensiones a consecuencia de un fuerte aumento de la demanda y restricciones de exportación por parte de algunos países. Por otro lado, se ha anunciado una revisión del precio de la electricidad en el segundo semestre. De esta forma, es probable que la inflación anual se mantenga por encima del 4% en los próximos meses, para flexionar más decididamente a la baja al final del año, si el oro negro no lo impide.

### La inflación de los precios industriales alcanza la cota más alta de los últimos trece años

El encarecimiento de los precios del petróleo hasta niveles récord y la escalada de los precios de otras materias primas está presionando sobre los precios mayoristas. Por otro lado, las subidas de los precios de los bienes energéticos e intermedios se han trasladado parcialmente a los bienes de consumo.

La tasa de variación interanual de los precios industriales se elevó hasta el 7,2% en abril. De esta forma, se situaba en el nivel más alto desde mayo de 1995. La subida de 3 décimas de esta tasa en abril se debió a un nuevo incremento de los bienes energéticos, cuya tasa de variación interanual ascendió hasta el 16,5%. En cambio, la inflación de los bienes de consumo, de equipo e intermedios, cedió ligeramente en relación con un mes antes. No obstante, la tasa de inflación interanual de los bienes intermedios, del 6,0%, refle-

**La inflación repuntará en mayo y se mantendrá por encima del 4% durante algunos meses debido a la presión de las materias primas.**

**El encarecimiento de las materias primas también provoca tensiones en los precios mayoristas...**

## 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
<b>2007</b>											
Febrero	-6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	-2,5	0,3	0,4	-0,3	8,1	3,4
Marzo	1,5	2,8	1,7	3,3	6,3	-1,6	0,4	0,4	-0,2	7,2	-
Abril	6,7	2,7	2,2	3,1	6,5	-2,6	0,2	0,7	0,1	6,3	-
Mayo	0,4	2,4	2,0	3,3	6,0	-2,8	0,9	1,5	0,1	5,9	3,2
Junio	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	-1,4	1,3	1,0	-0,1	6,1	-
Julio	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	-2,6	0,7	0,9	-0,1	4,3	-
Agosto	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	-2,9	0,7	1,4	0,3	3,9	2,9
Septiembre	12,1	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,2	3,1	-
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,0	0,6	0,0	2,0	-
Noviembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,0	0,7	-0,1	0,8	2,9
Diciembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	4,9	1,1	-0,2	0,7	-
<b>2008</b>											
Enero	11,1	6,6	5,4	2,7	5,9	13,3	6,8	1,1	0,5	1,8	-
Febrero	7,3	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	6,8	1,4	0,3	1,9	3,1
Marzo	...	6,9	5,5	2,3	6,3	14,6	6,9	1,0	-0,1	2,4	-
Abril	...	7,2	5,3	2,2	6,0	16,5	...	...	...	...	-

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

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

### ...si bien el euro fuerte modera la subida de los precios de importación.

jaba el alza de las materias primas. Asimismo, la tasa de inflación de los bienes de consumo se situaba en el 5,3%, medio punto por encima del final de 2007.

Por su parte, los precios de importación continuaron elevándose suavemente, presentando un aumento del 6,9% en marzo en relación con doce meses antes, una décima más que en el mes precedente. El aumento de la tasa interanual en marzo es atribuible a los bienes intermedios, ya que el resto de grandes componentes por destino económico flexionó a la baja. En particular, el nivel de precios de los bienes de equipo incluso se situó por debajo de un año antes, gracias a la fuerte apreciación del euro, a la gran competencia en los mercados internacionales y a las ganancias de productividad.

En el frente agrario, los precios percibidos por los agricultores continuaron moderándose en los primeros meses del año. Así, en febrero el índice general mostraba un aumento interanual del 7,3% frente al 17,6% de diciembre. Los productos ganaderos (leche, huevos, etc.) siguieron presentando tasas de variación interanuales menores, pero altas, del 29,8%. Por el contrario, los precios del ganado de abasto cayeron el 3,2% con relación a febrero de 2007. Los productos agrícolas, como cereales, etc., a pesar de haberse desacelerado en los últimos meses se colocaban el 9,5% por encima de un año antes a consecuencia de la subida de precios en los mercados internacionales por un fuerte aumento global de la demanda y restricciones a la exportación por parte de algunos países.

## Sector exterior

### El déficit comercial sigue ensanchándose

El déficit comercial se situó en marzo (en saldo acumulado de doce meses) en 103.464 millones de euros, una cifra un 13,8% mayor a la de un año antes. La aceleración de las importaciones y una cierta desaceleración de las exportaciones subyacen a esta intensificación del ritmo de crecimiento del desequilibrio comercial. Con este, son ya cuatro meses consecutivos que el déficit comercial viene acelerándose, lo que parece alejar en el tiempo la corrección de este abultado desequilibrio de la economía española. Es un resultado que no deja de ser paradójico, toda vez que la desaceleración del crecimiento español, en

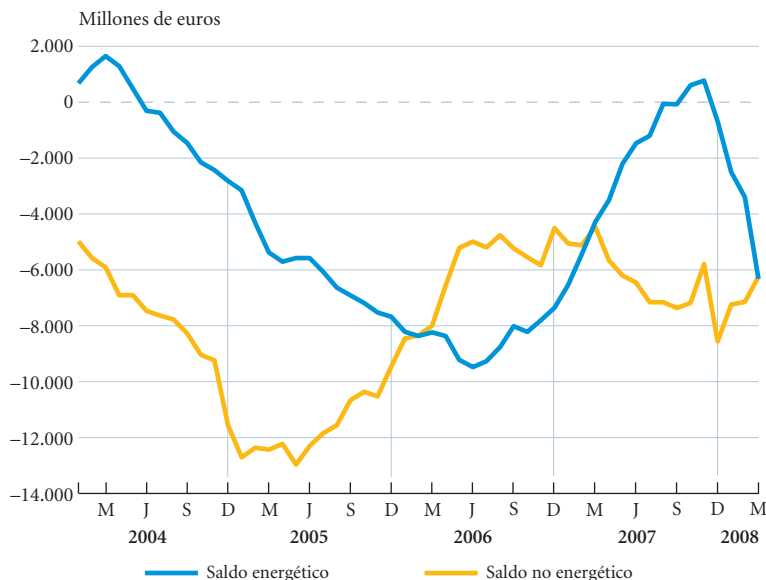
no poca medida debida a la ralentización de la demanda interna, debería reflejarse en un menor tirón importador. La tasa de cobertura, por su parte, se situó en el 64%.

¿Cuáles son las partidas responsables de la ampliación del déficit comercial? En los últimos doce meses el déficit total creció en 12.578 millones de euros debido a la contribución en partes aproximadamente iguales del déficit comercial de productos energéticos y del déficit comercial del resto de productos. Como se aprecia en el gráfico siguiente, el empeoramiento del saldo energético se empezó a producir en noviembre pasado (poco después del inicio del último episodio alcista del precio del crudo) y ha dado al traste con el efec-

**El desequilibrio exterior no se reduce.**

### EL EMPEORAMIENTO DEL SALDO ENERGÉTICO COMPROMETE LA REDUCCIÓN DEL DÉFICIT COMERCIAL

Variación interanual del saldo comercial energético y no energético, suma doce últimos meses



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

## COMERCIO EXTERIOR

Acumulado 12 últimos meses hasta marzo 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	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	47.724	20,0	16,6	8.784	22,8	4,8	-38.940	18,4
Bienes de consumo	76.117	4,1	26,5	65.745	2,8	35,8	-10.372	86,4
<i>Alimenticios</i>	16.032	7,6	5,6	21.249	4,4	11,6	5.217	132,5
<i>No alimenticios</i>	60.085	2,9	20,9	44.496	-1,7	24,2	-15.589	74,1
Bienes de capital	28.678	-0,5	10,0	16.582	-1,7	9,0	-12.096	57,8
Bienes intermedios no energéticos	134.725	10,4	46,9	92.669	9,3	50,4	-42.056	68,8
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	166.850	7,6	58,1	128.934	5,0	70,2	-37.916	77,3
<i>Zona del euro</i>	139.537	8,0	48,6	103.032	4,8	56,1	-36.505	73,8
Otros países	120.393	10,9	41,9	54.845	9,6	29,8	-65.548	45,6
<i>Rusia</i>	8.353	10,4	2,9	2.233	35,6	1,2	-6.120	26,7
<i>EEUU</i>	10.671	24,1	3,7	7.385	-3,0	4,0	-3.286	69,2
<i>Japón</i>	5.988	0,3	2,1	1.329	-0,3	0,7	-4.659	22,2
<i>América Latina</i>	14.650	-0,4	5,1	9.609	-8,7	5,2	-5.042	65,6
<i>OPEP</i>	23.650	6,2	8,2	5.764	21,9	3,1	-17.887	24,4
<i>Resto</i>	57.081	15,3	19,9	28.526	17,9	15,5	-28.554	50,0
<b>TOTAL</b>	<b>287.244</b>	<b>8,9</b>	<b>100,0</b>	<b>183.780</b>	<b>6,3</b>	<b>100,0</b>	<b>-103.464</b>	<b>64,0</b>

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

### El mayor déficit de la balanza energética hace insuficiente la reducción del desequilibrio comercial.

to positivo de la reducción del desequilibrio no energético. Esta evolución ayuda a entender la escasa transmisión de una demanda interna en desaceleración hacia la compras al exterior: el empeoramiento comercial es tributario en gran medida del encarecimiento energético, un factor exógeno a la economía española.

Yendo al detalle de los grupos de productos, en los doce meses que finalizan en marzo, cabe destacar la aceleración de las exportaciones de los productos energéticos (lógicamente beneficiados por el tirón de demanda mundial de este tipo de bienes) y de los bienes intermedios no energéticos. Estos últimos representan por sí solos más de la mitad de la exportación española. En sentido contrario, dos componentes (el de bienes de consumo

no alimenticios y el de bienes de capital) cayeron en tasa interanual. Por lo que se refiere a las importaciones, de nuevo son los productos energéticos y los intermedios no energéticos las dos categorías más dinámicas, con ascensos interanuales que superan los dos dígitos.

En relación con los socios comerciales, siguen detectándose las tendencias de meses atrás. La Unión Europea (UE) es de largo el origen o destino de la mayoría de los intercambios comerciales españoles. Con todo, como mercado de importación, la UE ha tendido a perder peso a favor de otras áreas geográficas. Específicamente, los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de América Latina han ganado en importancia como fuentes de aprovisiona-



## BALANZA DE PAGOS

Febrero 2008

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-15.695	21,1	-92.540	-8.441	10,0
Servicios					
<i>Turismo</i>	3.020	6,1	27.984	528	1,9
<i>Otros servicios</i>	-501	-55,7	-5.052	-98	2,0
<b>Total</b>	2.519	46,8	22.932	429	1,9
Rentas	-4.449	-21,4	-30.227	-6.224	25,9
Transferencias	-2.877	18,7	-7.180	-571	8,6
<b>Total</b>	<b>-20.502</b>	<b>6,1</b>	<b>-107.015</b>	<b>-14.806</b>	<b>16,1</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.857</b>	<b>33,4</b>	<b>4.957</b>	<b>-1.929</b>	<b>-28,0</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-358	-84,2	-46.476	-12.376	36,3
Inversiones de cartera	1.287	-96,3	71.125	-125.639	-63,9
Otras inversiones	10.853	-	47.140	101.840	-
<b>Total</b>	<b>11.782</b>	<b>-50,4</b>	<b>71.789</b>	<b>-36.175</b>	<b>-33,5</b>
Errores y omisiones	1.160	54,0	3.662	3.388	-
Variación de activos del Banco de España	5.704	-	26.608	49.521	-

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.

miento. Se trata de mercados de materias primas que están beneficiándose del momento alcista de estos productos. En cambio, como destino de nuestros productos, la Unión gana incluso en importancia. Se trata de una tendencia que puede vincularse al hecho de que el Viejo Continente sigue exhibiendo un ritmo de crecimiento aceptable.

### Balanza de pagos: el déficit corriente se reduce

En febrero, el déficit por cuenta corriente se situó en 8.551 millones de euros, lo que representa una cierta reconducción respecto la cifra de 10.434 millones de euros de hace un año. La mejora del desequilibrio corriente se debió fundamentalmen-

te a que se ha rebajado el déficit de la balanza de rentas. También contribuyeron, aunque en menor medida, el mayor superávit de servicios y el menor déficit de la balanza de transferencias corrientes. Todo ello más que compensó el ensanchamiento del déficit comercial.

Cuando centramos nuestra atención en las tendencias de más largo plazo, recorrido que aproximamos mediante el saldo acumulado de los doce meses hasta febrero, la visión que obtenemos no se modifica sensiblemente. Así, el desequilibrio corriente, sin dejar de ser abultado, se ha reducido respecto a la situación de un mes atrás. El grueso de la corrección se está centrando en la evolución más positiva de las balanzas de rentas y transferencias, por ese orden de importancia. Ade-

**Las importaciones desde los países productores de materias primas aumentan.**

**El déficit corriente ofrece un respiro, aunque se mantiene en niveles elevados.**

**Las entradas en cartera continúan moderándose, reflejo de la crisis *subprime*.**

más en términos de acumulado de doce meses, el déficit comercial tiende a desacelerar su crecimiento.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, siempre en saldo de doce meses, el rasgo más destacado es que las entradas netas de inversiones en cartera se hacen cada vez menores, acelerando incluso el notable ritmo de caída de meses precedentes. Se trata del reflejo en el com-

portamiento de los inversores en un contexto de turbulencias financieras internacionales. Por su parte, las inversiones directas se han distanciado de sus tendencias recientes. Así, frente a la trayectoria última, de reducción de las salidas netas de inversión directa, en febrero (en saldo de doce meses) rompieron con esta tónica con un aumento del saldo negativo en 12.376 millones de euros.

## África mediterránea: tan cerca, tan lejos

Según el historiador belga Henri Pirenne, la causa del retroceso económico que sufrió Europa tras la caída del Imperio Romano no hay que buscarla en las invasiones de los bárbaros germánicos sino en que, a partir de la invasión de parte de Europa por los musulmanes, el Mar Mediterráneo dejó de ser el mar del comercio,preciado fruto de la Pax Romana. En la actualidad, los flujos comerciales entre la orilla norte y la sur siguen siendo muy pequeños comparados con los de otros bloques geográficos. ¿Podrá el Mare Nostrum recuperar algún día el esplendor mercantil de los tiempos antiguos? Éste es precisamente uno de los objetivos de la Asociación Euromediterránea, o Proceso de Barcelona, un intento de recuperación del espacio mediterráneo como área pacífica de libre comercio entre Europa y África, lanzado en noviembre de 1995. Su triple finalidad era establecer un área de seguridad, alcanzar una zona de libre comercio y estrechar los lazos sociales y culturales entre la Unión Europea (UE) y 10 países mediterráneos: Argelia, Egipto, Israel, Jordania, Líbano, Marruecos, la Autoridad Palestina, Siria, Túnez y Turquía.

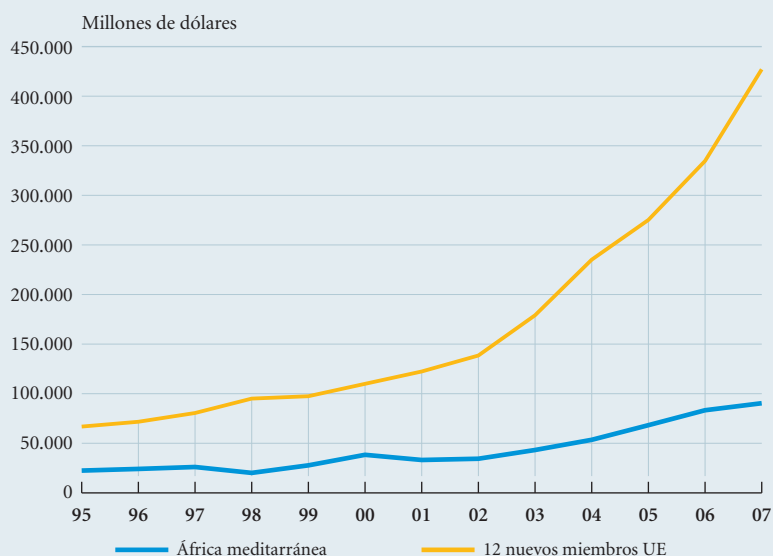
Los resultados del Proceso de Barcelona han sido ciertamente escasos, por razones de distinta índole. En primer lugar, los conflictos que afectan a determinadas zonas, que en general se han agravado. En segundo lugar, los limitados avances de los países del lado africano del Mediterráneo en términos de mecanismos democráticos, desarrollo institucional y dinamismo empresarial y productivo. En tercer lugar, y no menos importante, en los últimos años la Unión Europea se ha volcado y ha dado prioridad a la integración de los países del Este de Europa, negligiendo en parte el proceso de integración euromediterráneo.

Todos estos factores hacen que el balance, desde una perspectiva general, arroje más sombras que luces. Es cierto que en la actualidad todos los estados –salvo Argelia y Siria– han firmado sus respectivos acuerdos de libre comercio con la UE. Sin embargo, en la totalidad de casos se han estipulado dilatados periodos transitorios para la liberalización comercial. En términos generales, el desarme arancelario y la eliminación de barreras es amplio en productos industriales, pero sensiblemente más limitado en productos agrícolas. También está prevista una cierta liberalización del comercio de servicios y del libre establecimiento de empresas. No obstante, un vistazo a la evolución de la inversión directa y de los flujos comerciales entre la Europa de los 15 y el África mediterránea arroja un balance bien pobre.

Así, entre 2001 y 2007 las entradas de inversión directa en los 10 países mediterráneos no europeos totalizaron 187.000 millones de dólares, de los que un tercio se concentraron en Turquía. En comparación, y en buena medida como resultado de su adhesión a la UE, los 12 nuevos miembros de la UE recibieron 281.000 millones. En

## UN POTENCIAL POR EXPLOTAR

Exportaciones de mercancías a la UE-15



FUENTES: FMI y elaboración propia.

el mismo periodo, las exportaciones de bienes de los cinco países del África mediterránea a la UE-15 ascendieron a 406.000 millones de dólares, una mejora respecto a los 161.000 millones del periodo 1989-1995 que, sin embargo, palidece al considerar que las exportaciones de los 12 nuevos miembros a la UE-15 pasaron de 234.000 millones a 1,7 billones. No es extraño que tras su primera década de existencia, el Proceso de Barcelona esté siendo objeto de una profunda revisión. Con todo, en este entorno de escasos avances, destaca el caso específico de la relación entre España y Marruecos, donde los indicadores de integración económica y comercial han avanzado considerablemente.

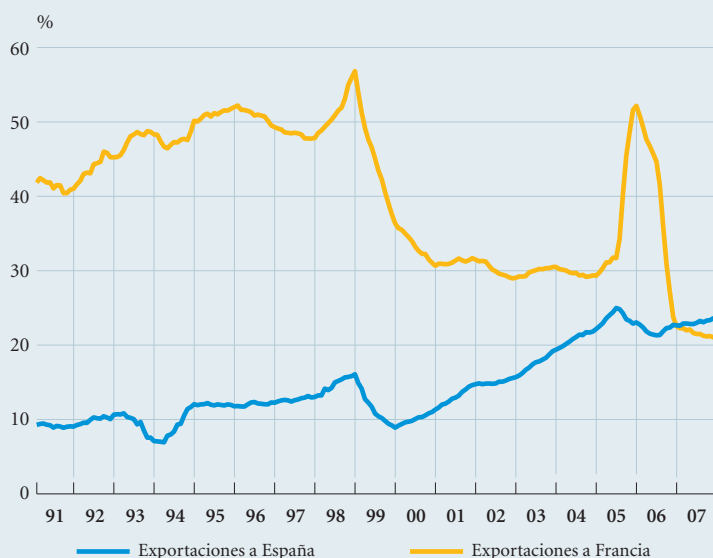
Para Marruecos, su comercio con la UE-15 representa algo más del 60% del total, tanto en exportaciones como en importaciones. Sus dos principales socios comerciales son España y Francia, que en 2007 fueron destino del 23,5% y del 21,1%, respectivamente, del total de las exportaciones de mercancías marroquíes. En contraste, Alemania, la mayor economía europea, sólo representa el 3,4%. En importaciones, los porcentajes para España, Francia y Alemania fueron del 12,7%, 15,9% y 5,5%, respectivamente. Este protagonismo de la relación con España se intensifica entre 1995 y 2007, periodo en que el comercio entre Marruecos y España creció con mucha más intensidad.

Esta intensificación de la relación comercial entre ambos países también pesa lo suyo en el cómputo total del comercio cuando consideramos los cinco países del norte de África y la UE-15. Francia es el principal socio comercial de la zona, pero entre 1995 y 2007 las ventas marroquíes a España contribuyeron en un 20% al crecimiento de las exportaciones de bienes a la UE-15 de Marruecos, Argelia, Túnez, Libia y Egipto, mientras que las exportaciones a Francia representaron el 15%.

Dentro de la relación bilateral España-Marruecos, la descomposición por sectores económicos pone de relieve que son las importaciones españolas procedentes de Marruecos las que han experimentado la transformación

## MARRUECOS MIRA HACIA ESPAÑA

Participación en el total de exportaciones marroquíes a la UE-15



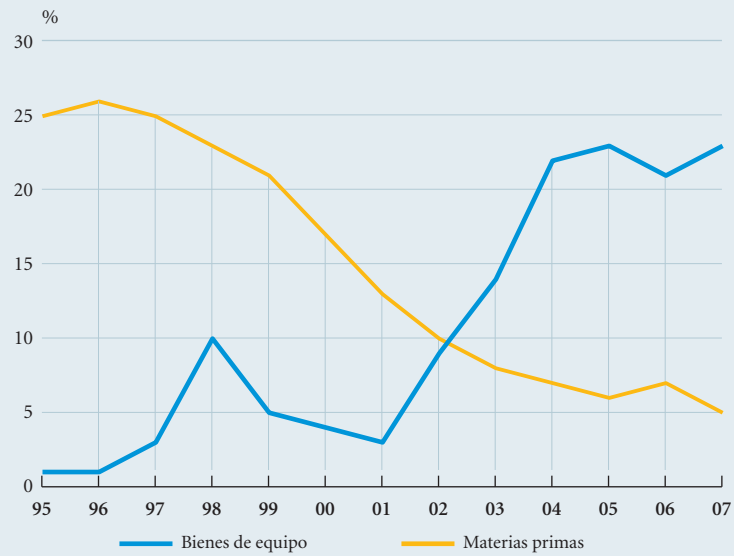
NOTA: Medias móviles de 12 meses.  
FUENTES: FMI y elaboración propia.

más significativa. Las materias primas representaban en 1995 un 25% de las mismas, mientras que en 2007 esa participación se había reducido al 5%. En marcado contraste, las compras españolas de bienes de equipo han pasado del 1% al 23% y las manufacturas de consumo, del 23% al 40%. Por el lado de las exportaciones españolas, el perfil se ha mantenido más estable, con una primacía de manufacturas y bienes de equipo y con una relativa sustitución de alimentos por bienes del sector del automóvil. Por lo que respecta a la inversión directa procedente de España, entre 2001 y 2007 Marruecos fue destino de 2.251 millones de euros, cuatro veces más de lo que recibieron los otros cuatro países del África mediterránea. La industria tabaquera y la fabricación de minerales no metálicos aglutinaron tres cuartas partes del total.

En definitiva, España y Marruecos, superando antiguos desencuentros, han desarrollado en los últimos años una asociación comercial y económica cada vez más estrecha, para la cual todavía existe un dilatado margen de mejora. España ha conseguido un suministrador de manufacturas y bienes de equipo a precios ventajosos, a la vez que el reino alauita, con menos recursos energéticos que sus vecinos, ha visto su renta per cápita casi doblarse en términos de paridad de poder adquisitivo desde mediados de los años noventa. ¿Es éste un ejemplo a seguir para el conjunto de la UE? Los líderes comunitarios y los del África mediterránea se reunirán el 13 de julio en París para dar un nuevo empujón al Proceso de Barcelona. Ojalá la UE decida de una vez por todas mirar hacia el sur y entender el potencial que ofrece esa orilla del Mediterráneo, tan cercana geográficamente pero tan remota políticamente para algunos despachos europeos.

## UN PATRÓN IMPORTADOR CAMBIANTE

Participación en el total de importaciones españolas procedentes de Marruecos



FUENTES: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo y elaboración propia.

## Ahorro y financiación

**La desconfianza en el mercado interbancario y el endurecimiento de la actitud del Banco Central Europeo impulsan al euríbor.**

### El crédito se desacelera en un entorno de tipos al alza

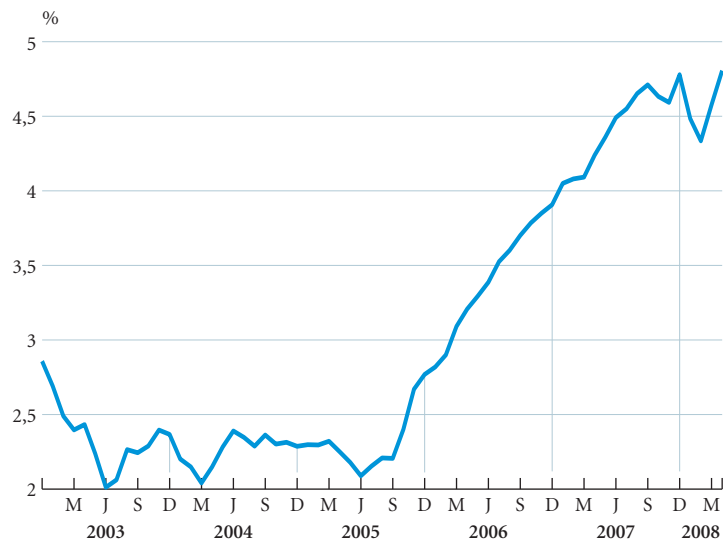
Si a principios de año parecía que los tipos de interés iban a moderarse, la realidad es que ello de momento no está siendo así. Las tensiones desencadenadas en el verano de 2007 en los mercados financieros internacionales persisten y, en el ámbito continental, el Banco Central Europeo mantiene los tipos anclados, preocupado por una inflación ascendente derivada de la escalada de los precios de las materias primas. De esta forma, el euríbor a un año, ampliamente usado como tipo de interés de referencia, en abril alcanzó en promedio el nivel más alto desde diciembre del año 2000 al situarse en el 4,82% y en las primeras semanas de

mayo ha continuado subiendo hasta superar el 5%.

No obstante en el primer trimestre del año todavía se observaba una cierta distensión de los tipos de interés, y todavía más en términos reales, es decir, descontando la inflación. A pesar de ello, la demanda de crédito siguió perdiendo vigor a causa del deterioro de las expectativas económicas. A ello se añade un cierto endurecimiento de las condiciones de financiación. De esta manera, la financiación al sector privado continuó ralentizándose en el primer trimestre aunque presentaba un crecimiento anual relativamente elevado del 13,4%, pero de 1,7 puntos menos que en diciembre. En el periodo enero-marzo la desaceleración de la financia-

### EL EURÍBOR REBOTA HASTA EL NIVEL MÁS ALTO DE LA DÉCADA

Euríbor a 12 meses



FUENTE: Banco de España.

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Marzo 2008

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	83.657	-7.185	-7,9	2.233	2,7	4,7
Deudores con garantía real (*)	1.084.036	15.664	1,5	116.524	12,0	60,5
Otros deudores a plazo	511.770	13.887	2,8	77.075	17,7	28,6
Deudores a la vista	44.070	3.497	8,6	12.421	39,2	2,5
Arrendamientos financieros	46.569	276	0,6	4.465	10,6	2,6
Créditos dudosos	21.578	5.327	32,8	9.791	83,1	1,2
<b>TOTAL</b>	<b>1.791.679</b>	<b>31.466</b>	<b>1,8</b>	<b>222.510</b>	<b>14,2</b>	<b>100,0</b>

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

ción a las familias fue más marcada que la experimentada por las empresas, pues la primera se aminoró en 2,1 puntos hasta el 10,6%.

La financiación destinada a las empresas subió el 15,4% en los doce últimos meses hasta marzo, 1,6 puntos menos que en diciembre. En el periodo marzo 2007-marzo 2008 el crédito comercial, canalizado a financiar el capital circulante de las empresas, sólo aumentó el 2,7%. Los arrendamientos financieros, que se utilizan para financiar la inversión empresarial mostraban un crecimiento anual superior, del 10,6%, pero con una sensible caída de casi 3 puntos en relación con el mes anterior, lo que expresa también la tendencia a la deceleración de la inversión.

La demanda de crédito de las familias se resintió de una menor confianza de los consumidores debido al incremento del paro. Los préstamos para la compra de vivienda aminoraron su ritmo de crecimiento hasta el 11,2% en los doce últimos meses hasta marzo. Mayor fue la pérdida de tono del resto del crédito a los hogares, como el destinado al consumo (automóviles, muebles, viajes, etc.), que pasó a presentar un crecimiento interanual del 8,9%.

En un marco de ralentización de la actividad, lógicamente la morosidad está teniendo al alza. No obstante, la tasa de dudosidad del conjunto de las entidades de crédito se situaba en un nivel relativamente bajo del 1,2%, sensiblemente inferior a la media europea. Además las instituciones financieras españolas ostentan unos elevados niveles de provisiones para hacer frente a eventuales fallidos.

Por tipos de entidades, en los últimos tres meses la desaceleración de la financiación al sector privado fue más marcada en los establecimientos financieros de crédito, hasta el punto de que su crédito total descendió por debajo del nivel de un año antes. La ralentización también fue notable en las cajas de ahorros, aunque su crédito a empresas y familias registraba un crecimiento anual ligeramente por encima de la media.

### Los depósitos bancarios también se ralentizan notablemente

El frenazo de la actividad económica también ha tenido su reflejo en una acusada aminoración del ritmo de crecimiento de los depósitos bancarios del sector privado. Así, éstos han pasado de expandirse a

**La tasa de morosidad aumenta, pero se sitúa todavía en niveles bajos.**

**El crédito total al sector privado experimenta un descenso apreciable.**

## Caídas anuales de los saldos de las cuentas a la vista.

una tasa de variación interanual del 26,7% en marzo de 2007 al 10,5% en marzo de 2008, aumento inferior al de los créditos.

La evolución de las retribuciones tampoco contribuyó a enderezar esta evolución. En efecto, en marzo el tipo de interés promedio de los depósitos de las empresas y familias experimentó una ligera reducción en términos nominales y mayor en términos reales, puesto que la inflación repuntó. Incluso la remuneración de las cuentas a plazo de los particulares, que había superado el 4,5% al comienzo del año, bajó hasta el 4,3% en marzo.

De este modo, la tasa de variación anual de los depósitos a plazo hasta 2 años pasó del 44,3% en febrero al 41,8% en marzo. El saldo de las cuentas a la vista, que tienen una retribución muy inferior, bajó por debajo de doce meses antes. Lo mismo sucedió a las cuentas en moneda extranjera, al cambiar de signo o reducirse los diferenciales de tipos de interés con respecto al euro.

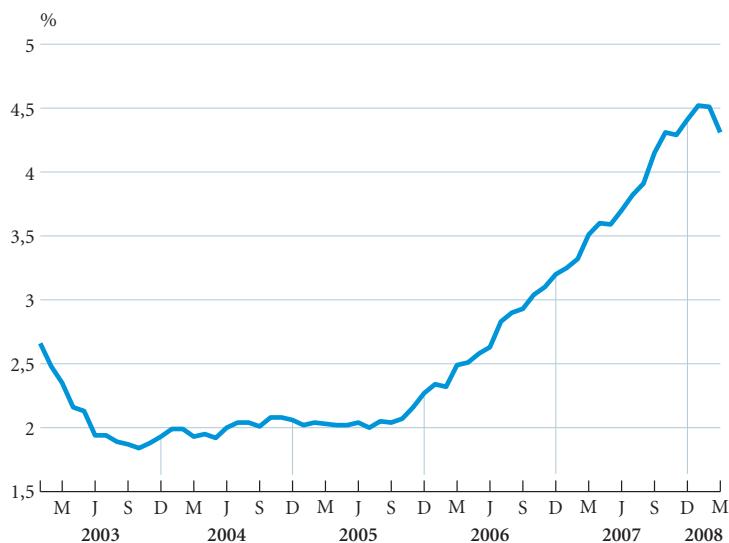
## Los inversores salen de los fondos de inversión mobiliaria.

Peor resultó la evolución de otro producto de ahorro, las participaciones en fondos de inversión, afectadas por las turbulencias de los mercados financieros en los últimos meses a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo norteamericanas. Así, en abril el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria experimentó una caída de 3.686 millones de euros, pero inferior a la anotada en el mes anterior. De esta forma, el valor de los activos de estos fondos se colocaba en 214.768 millones de euros, un 17,0% por debajo del final del primer cuatrimestre de 2007. Esta baja del patrimonio se debió a unos reembolsos netos de participaciones por valor de 5.201 millones de euros, que las plusvalías del mes sólo compensaron parcialmente. Las retiradas afectaron a todas las modalidades excepto a los garantizados de renta fija, lo que expresa la aversión al riesgo de los ahorradores.

La rentabilidad mensual promedio de los fondos de inversión mobiliaria resultó del 0,85% gracias sobre todo a la notable recuperación de la renta variable. No obs-

### LA REMUNERACIÓN DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO FLEXIONA A LA BAJA EN EL PRIMER TRIMESTRE

Tipo de interés efectivo de los depósitos de las familias a plazo



FUENTE: Banco de España.



## DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Marzo 2008

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	421.238	-16.819	-3,8	-15.831	-3,6	31,6	
A plazo hasta 2 años	393.789	41.083	11,6	116.029	41,8	29,5	
A plazo a más de 2 años	395.337	-6.637	-1,7	25.149	6,8	29,6	
Cesiones temporales	83.495	-2.097	-2,4	1.924	2,4	6,3	
<b>Total</b>	<b>1.293.859</b>	<b>15.530</b>	<b>1,2</b>	<b>127.272</b>	<b>10,9</b>	<b>97,0</b>	
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>40.120</b>	<b>-3.724</b>	<b>-8,5</b>	<b>-574</b>	<b>-1,4</b>	<b>3,0</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.333.980</b>	<b>11.807</b>	<b>0,9</b>	<b>126.699</b>	<b>10,5</b>	<b>100,0</b>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

tante, el rendimiento medio anual seguía en números rojos, con un descenso del 1,0%. La dispersión de las rentabilidades era alta, oscilando entre el 6,6% de los mercados emergentes hasta unas minusvalías del 21,4% de la renta variable japonesa.

En cambio, el patrimonio de los *hedge funds*, fondos de inversión alternativos, continuó aumentando hasta totalizar 1.283 millones de euros al final de abril. Bien es verdad que esta clase de fondos se halla en su primera fase de crecimiento en el mercado español y que su montante es modesto.

Por otra parte, al final de marzo el volumen de activos de los fondos de pensiones se situaba en 82.635 millones de euros, con un alza del 0,8% en los últimos

doce meses. El número de cuentas de partícipes se colocaba en 10.234.068, con un incremento anual del 2,9%. Las aportaciones realizadas en el primer trimestre ascendieron a 1.027 millones de euros, si bien fueron superadas por las prestaciones efectuadas al producirse jubilaciones.

Finalmente, también en el primer trimestre el volumen estimado de primas para el total del sector del seguro directo por la asociación ICEA fue de 15.534 millones de euros. Esta cifra supone un moderado incremento anual del 5,0%. El aumento fue mayor en el ramo de la vida, del 6,6%, mientras que los ramos de no vida contabilizaron una elevación del 3,8%. Dentro de ellos la mayor expansión fue anotada por la salud, con un ascenso del 9,0%, y el multirriesgos del 7,0%.

**Moderado crecimiento de las primas del seguro directo en el primer trimestre.**

# Servicio de Estudios de "la Caixa"

## Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

[www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

Correo electrónico:

[publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto: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

10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández

### ■ "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](http://www.laCaixa.es/estudios)

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

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

### ■ 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

Junio 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

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
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>

## CICLO DE CONFERENCIAS - COSMOCAIXA Barcelona Ciencias Sociales vs. Ciencias Experimentales: Diálogos



### CRECIMIENTO VS. PROGRESO

Jorge Wagensberg y Jordi Gual  
10 de junio de 2008, 19:00 h

### COMPLEJIDAD VS. FUNCIÓN

Ricard V. Solé y Vicente Salas  
14 de octubre de 2008

### EFICACIA VS. RIESGO

Juan Luis Arsuaga y Anthony J. Venables  
25 de noviembre de 2008

#### Directores del ciclo:

Jordi Gual, economista, director del Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa"

Jorge Wagensberg, físico, director del Área de Medio Ambiente y Ciencia de la Fundación "la Caixa"

Coordina: Servicio de Estudios de "la Caixa"

Más información en: [www.laCaixa.es/ObraSocial](http://www.laCaixa.es/ObraSocial)

Entrada gratuita

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.