

# INFORME MENSUAL

MARZO 2004

N.º 267 Índice

- 1 Perspectivas económicas**
- 2 La situación económica**
- 6 Coyuntura internacional**
  - 6 Estados Unidos
  - 9 Comercio exterior de EE.UU.**
- 10 Japón
- 12 Unión Europea**
  - 12 Zona del euro
  - 14 Alemania
  - 16 Francia
  - 18 Italia
  - 19 Reino Unido
- 20 Mercados financieros**
  - 20 Tipos de interés y de cambio
  - 28 Mercado de capitales
- 35 Coyuntura española**
  - 35 Actividad económica
  - 35 Contabilidad trimestral**
  - 42 Mercado de trabajo
  - 42 Encuesta de población activa**
  - 49 Precios
  - 53 Cesta del IPC**
  - 54 Sector exterior
  - 57 Sector público
  - 59 Ahorro y financiación
- 65 Estudios especiales**
  - 65 Empleo y oficinas bancarias**
  - 79 Economía en cifras**
- 87 Sistema bancario**

China tira de la economía japonesa  
**Japón afianza su recuperación gracias en gran medida a las exportaciones a China.** Pág. 10

El PIB crece un 2,4% en 2003  
**El consumo de las familias y la construcción impulsan la actividad.** Pág. 35

Sólido balance del empleo en 2003  
**485.000 nuevos ocupados según la encuesta de población activa.** Pág. 42

Notable aumento de los impuestos indirectos en 2003  
**La recaudación por impuestos indirectos creció un 8,4% en relación al año anterior.** Pág. 57

## ESTUDIOS ESPECIALES

**Evolución del empleo y de las redes de oficinas en el sector bancario**  
Los bancos disminuyeron sus plantillas en 2002, al contrario que las cajas, que las aumentaron. Pág. 65

**La economía española en 2003**  
El crecimiento superó ampliamente el de la zona del euro. Pág. 79

Servicio de Estudios

# Previsiones

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

	2002	2003	2004	2003				2004	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>			Previsiones					Previsiones	
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	2,2	3,1	4,2	2,1	2,4	3,6	4,3	4,8	4,9
Japón	-0,3	2,7	2,4	2,7	2,4	2,0	3,8	3,2	2,5
Reino Unido	1,7	2,3	2,8	2,0	2,3	2,3	2,8	2,8	2,9
Zona del euro	0,9	0,4	1,7	0,7	0,1	0,3	0,6	1,2	1,7
<i>Alemania</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>1,4</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,9</i>	<i>1,3</i>
<i>Francia</i>	<i>1,2</i>	<i>0,2</i>	<i>1,6</i>	<i>0,7</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,6</i>	<i>0,8</i>	<i>1,6</i>
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	1,6	2,3	2,2	2,9	2,1	2,2	1,9	1,6	2,1
Japón	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Reino Unido	2,2	2,8	2,2	2,9	2,9	2,9	2,6	2,2	1,9
Zona del euro	2,3	2,1	1,7	2,3	1,9	2,0	2,0	1,7	1,7
<i>Alemania</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,5</i>
<i>Francia</i>	<i>1,9</i>	<i>2,1</i>	<i>1,8</i>	<i>2,4</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>2,2</i>	<i>1,8</i>	<i>1,9</i>
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	2,6	3,0	3,0	3,0	2,8	3,1	3,0	3,1	2,9
Consumo de las AA.PP.	4,4	4,6	4,4	4,3	4,5	4,8	4,8	4,5	4,3
Formación bruta de capital fijo	1,0	3,0	2,4	3,2	3,4	3,0	2,5	2,4	2,4
<i>Bienes de equipo y otros</i>	<i>-2,7</i>	<i>2,2</i>	<i>1,5</i>	<i>2,8</i>	<i>2,9</i>	<i>1,9</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,3</i>
<i>Construcción</i>	<i>4,2</i>	<i>3,7</i>	<i>3,2</i>	<i>3,5</i>	<i>3,8</i>	<i>3,8</i>	<i>3,6</i>	<i>3,4</i>	<i>3,2</i>
Demanda nacional	2,6	3,3	3,2	3,6	3,2	3,6	2,9	3,1	3,4
Exportación de bienes y servicios	0,0	4,0	2,5	4,4	7,8	2,2	1,8	1,8	2,1
Importación de bienes y servicios	1,8	6,7	3,9	8,5	10,1	5,9	2,7	2,9	4,3
<b>Producto interior bruto</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>
<b>Equilibrios</b>									
Empleo	1,5	1,8	2,0	1,6	1,7	1,9	2,1	2,0	2,1
Tasa de paro (% población activa)	11,4	11,3	11,0	11,7	11,1	11,2	11,2	11,1	11,1
Índice de precios de consumo	3,5	3,0	2,3	3,7	2,8	2,9	2,7	2,1	2,2
Costes laborales unitarios	3,3	3,6	2,9	3,9	3,6	3,5	3,5		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-2,7	-3,2	-3,0	-5,0	-2,5	-3,3	-2,0		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-1,6	-2,0	-1,9	-4,0	-1,3	-2,5	-0,3		
Saldo público (% PIB)	0,1	0,3	0,0						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	1,7	1,1	1,2	1,3	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Repo BCE	3,2	2,3	2,0	2,7	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0
Bonos EE.UU. 10 años	4,6	4,0	4,6	3,9	3,6	4,2	4,3	4,3	4,4
Bonos alemanes 10 años	4,8	4,1	4,4	4,1	3,9	4,1	4,3	4,2	4,2
Obligaciones 10 años	5,0	4,1	4,4	4,1	3,9	4,1	4,3	4,2	4,2
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	0,95	1,13	1,24	1,07	1,14	1,12	1,19	1,26	1,30

GRUPO " la Caixa" :  
DATOS MÁS RELEVANTES  
a 31 de diciembre de 2003

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	126.281
Créditos sobre clientes (incluye titulizaciones)	79.130
Resultado después de impuestos y minoritarios	840

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

Empleados	24.338
Oficinas	4.735
Terminales de autoservicio	6.939

FUNDACIÓN " la Caixa"

Presupuesto para 2004 (en millones€)	183,5
Museo de la Ciencia (visitantes)	194.893
«CosmoCaixa» (visitantes)	807.545
Exposiciones	295
Conciertos y actividades musicales	384
«Esplais»	544
Becas para ampliación de estudios en el extranjero (1982-2003)	1.688

## INFORME MENSUAL

Marzo 2004

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629, planta 15, torre I  
08028 BARCELONA  
Tel. 93 404 76 82  
Telefax 93 404 68 92  
[www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)  
Correo electrónico:  
[informemensual@lacaixa.es](mailto:informemensual@lacaixa.es)

Convierte tu PDA en una fuente de información sincronizándola con el Informe Mensual.

El Informe Mensual edición PDA es un resumen de la situación económica y evolución de los mercados financieros, tanto en el ámbito internacional como en el interior, con especial atención al marco europeo y a la zona del euro.

Está disponible para los PDA con sistemas Palm, Pocket PC y Windows CE.



Más información en  
[www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)

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.

## PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2004

En el inicio de 2004, **la recuperación económica mundial se considera bien encarrilada**, en el que posiblemente será el mejor año desde 2000. Los dos focos de esta recuperación están en Asia, con el auge de China, que se irradia ampliamente por dicho continente, y en Estados Unidos. Para la primera economía mundial se espera un crecimiento superior al 4%, pero con un perfil distinto en la primera mitad del ejercicio, en la que el crecimiento se acelerará, mientras que en el segundo semestre el crecimiento perderá fuelle. Las causas de esta evolución dispar son el progresivo agotamiento de los elementos que han impulsado esta recuperación (política fiscal y política monetaria) y los efectos del alto endeudamiento de los consumidores y el creciente déficit público. Pese a la caída del dólar y a la subida de los precios de las materias primas, no se esperan tensiones inflacionistas, mientras que las perspectivas del mercado de trabajo apuntan a una muy lenta mejora en la capacidad de creación de puestos de trabajo.

En la zona del euro, **la reactivación está en marcha, pero a un ritmo muy pausado**. En 2004, el crecimiento se prevé que supere el 1,5%, un ritmo que Alemania tendrá dificultades en alcanzar y que Francia sólo superará levemente. Los datos conocidos en el inicio de año avalan estas perspectivas: la confianza del consumidor y la de las empresas ofrecen unos resultados mejores que en trimestres anteriores, los servicios y la industria empiezan a levantar cabeza y los precios muestran una tendencia a una progresiva desaceleración. Con todo, sigue preocupando el efecto de un euro apreciado sobre las exportaciones y, por extensión, sobre la recuperación en su conjunto.

En los mercados monetarios y financieros, la Reserva Federal de Estados Unidos no muestra excesiva prisa en subir su tipo de interés oficial. De todos modos, es probable que emita una señal restrictiva en el momento en que se consolide la mejora del mercado laboral, lo que podría suceder hacia mediados del año. El Banco Central Europeo también mantiene su **posición de cautela**, si bien el descenso de la inflación en la eurozona y las incertidumbres de la recuperación abren un margen para un eventual recorte de sus tipos de referencia. En cuanto a los tipos de interés a largo plazo, en los próximos meses fluctuarán en torno a las cotas actuales y posteriormente retomarán una moderada tendencia alcista.

En lo que se refiere a la economía española, se estima que a lo largo de 2004 **la recuperación de la demanda interna se afianzará en la primera mitad del año**, lo que permitirá un crecimiento del producto interior bruto del 2,7% en el conjunto de 2004 (incremento del 2,4% en 2003). El consumo privado se mantendrá en torno a los niveles actuales del 3%, apoyado por el aumento del número de ocupados, por los bajos tipos de interés y por las perspectivas de recortes en impuestos directos. La demanda de construcción se desacelerará, pero de forma muy contenida gracias a la notable inercia que mantiene el sector, tanto en lo que se refiere a la edificación residencial como en la obra pública. El sector exterior se comportará de forma algo más favorable pese a la lenta recuperación europea y a la fortaleza del euro. Por otra parte, se prevé que la tasa del índice de precios de consumo se mueva en la banda del 2%-2,5% en los próximos meses y que las cuentas de las administraciones públicas mantengan la tónica de equilibrio.

27 de febrero de 2004

---

## LA SITUACIÓN ECONÓMICA

Japón se suma a la recuperación mundial

***La economía japonesa muestra señales de crecimiento sostenido...***

La economía japonesa sorprendió con un crecimiento del 7% en el cuarto trimestre de 2003, en tasa intertrimestral anualizada. Se trata del mejor registro desde 1990 y, lo que es más importante, por primera vez en mucho tiempo se empieza a pensar que Japón puede estar saliendo por fin del largo periodo de estancamiento con deflación. La fuerte aceleración del producto interior bruto (PIB) se derivó en gran medida del consumo privado, que se sumaba así a las tendencias alcistas que registran la inversión y el consumo público.

***...gracias en gran medida al crecimiento del mercado chino.***

Pero el elemento clave en la recuperación japonesa lo constituye el intenso avance de las exportaciones a China. La importancia del mercado chino para la economía japonesa es tal que en poco tiempo podría convertirse en su principal mercado de exportación, desplazando a Estados Unidos. De hecho, el dinamismo de la economía china, que en 2003 creció un 9%, se está irradiando rápidamente hacia la economía mundial. Por ejemplo, otra de las consecuencias que se atribuyen a la tórrida economía china es la subida de los precios de las materias primas de los últimos meses. En concreto, el petróleo ha escalado hasta precios cercanos a los máximos de hace un año, en la antesala de la guerra contra Irak.

***Mientras tanto, Estados Unidos sigue presentando resultados positivos...***

Por su parte, la economía de Estados Unidos sigue cumpliendo su papel de locomotora mundial, con tasas de crecimiento superiores al 4%. Los primeros datos correspondientes a 2004 apuntan al sostenimiento del consumo privado y a la consolidación de la inversión. Por el lado de la demanda, la utilización de la capacidad productiva de la industria mejoró en diciembre, mientras que el índice de producción del sector apunta hacia arriba. Por su parte, la construcción sigue mostrando señales de fortaleza, mientras que los indicadores más adelantados del sector servicios repuntaron al alza en enero.

***...si bien los desequilibrios no se corrigen...***

La solidez de la recuperación americana tiene su talón de Aquiles en dos grandes desequilibrios –déficit exterior y déficit público– que, lejos de corregirse, mantienen todo su vigor. La depreciación del dólar no se refleja todavía en las cifras de la balanza comercial, donde la fuerte subida de las exportaciones apenas compensa el vigor de las importaciones. En lo que se refiere al déficit público, el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, expresaba recientemente ante el Comité Presupuestario de la Cámara de Representantes su inquietud por el deterioro imparable de la finanzas públicas.

***...y el mercado de trabajo apenas crea empleo.***

Pero la gran preocupación de la opinión pública de Estados Unidos la sigue constituyendo el bajo ritmo de creación de empleo. En los últimos cinco meses se han creado 366.000 puestos de trabajo netos, pero pese a

ello en enero de 2004 se contabilizaban prácticamente los mismos empleos que en enero de 2003. La polémica surge tanto por la incapacidad de esta recuperación de generar el empleo perdido en la última recesión como por el hecho de que la tendencia a la deslocalización de empresas y actividades tiene como consecuencia que el empleo se crea fuera de Estados Unidos.

***La zona del euro va afianzando trabajosamente su recuperación, pese a los débiles resultados de sus principales economías...***

El buen tono de la economía internacional se deja sentir también en el continente europeo, si bien las tasas de avance de actividad están muy lejos de las citadas. Según datos preliminares, la zona del euro creció un 0,6% anual en el cuarto trimestre de 2003, lo que permite afirmar que la reactivación se va afianzando lentamente. En conjunto el crecimiento del PIB en el pasado año se situó en el 0,4%, la tasa más baja en 10 años. Alemania, la primera economía de la zona, es en gran medida responsable de este resultado, ya que su PIB retrocedió un 0,1%. Francia creció un magro 0,2%, mientras que Italia alcanzó el 0,4%. El frágil avance de las mayores economías de la eurozona contrasta con el vigor de la otra gran economía europea, la británica, puesto que en 2003 el PIB del Reino Unido se incrementó en un 2,3%.

***...y contra el viento cambiario que supone un euro más fuerte.***

Volviendo al conjunto de la zona del euro, las tendencias más recientes de los principales agregados apuntan al mantenimiento del escaso pulso del consumo privado, una mejora en la inversión y una preocupante pérdida de impulso del sector exterior. En este caso, el efecto de la revalorización del euro probablemente se está haciendo sentir más de lo deseado, ya que las exportaciones se están mostrando más irregulares, a la vez que se afianza el crecimiento de la importación. Está claro que la trayectoria del euro –especialmente si se contempla frente al dólar– es causa de preocupación entre los responsables económicos. En los últimos días, algunos dirigentes políticos han ejercido presiones sobre el Banco Central Europeo (BCE) para que éste reduzca sus tipos de interés y de esta forma el euro pierda fuerza y se pueda afianzar la recuperación de la eurozona.

***Ni el BCE ni la Reserva Federal parecen próximos a modificar sus tipos de interés de referencia, mientras que el Banco de Inglaterra ha optado por subirlos.***

Sin embargo, desde mediados de 2003 el BCE mantiene su tipo de referencia anclado en el 2%, ya que considera que este es el nivel más adecuado. Tampoco la Reserva Federal muestra intención de variar a corto plazo su tipo monetario (ahora en el 1%), pese al fuerte empuje de PIB norteamericano, dada la ausencia de inflación y las incertidumbres que todavía rodean a la actual recuperación. En cambio, el Banco de Inglaterra ya ha elevado su tipo de interés de intervención dos veces en los últimos tres meses. La autoridad monetaria británica justificó el último movimiento por el crecimiento de la economía, por la subida del endeudamiento de las familias y por las tensiones en el mercado de la vivienda, y a pesar de que la inflación se mantiene bajo control.

***Las bolsas siguen al alza.***

En este contexto de afianzamiento de la recuperación internacional, los mercados financieros han respondido con una continuada alza de los valores bursátiles en las principales plazas. Se trata de una tónica que se mantiene casi sin solución de continuidad desde el final de la guerra contra Irak y que incluso ha sorprendido a los propios operadores de los mercados.



## Economía española: la recuperación se consolida

***España crece un 2,4% en 2003, dentro de una tónica de recuperación.***

Junto al Reino Unido, España es uno de los países de la Unión Europea que más crecieron en el año 2003. Según el primer avance del Instituto Nacional de Estadística, el PIB creció un 2,4%, mejorando el registro de 2002 (incremento del 2,0%) y claramente por encima de la media de la eurozona. Además, el perfil de aceleración que presentan las cifras de la contabilidad trimestral apunta a una tónica de recuperación sostenida fundamentada en la solidez del consumo y el empuje de la construcción.

***Se mantiene el vigor del consumo de las familias y de la construcción, pero se debilita la inversión en equipo y el sector exterior.***

Desde la óptica de la demanda interior, el consumo de las familias creció un 3,0% en 2003, casi medio punto más que en 2002, el mismo incremento que registró la formación bruta de capital fijo. Dentro de este último agregado, hay que señalar el debilitamiento del componente de bienes de equipo, si bien en el conjunto del año el resultado fue mucho mejor que el descenso del 5,4% experimentado en 2002. En cambio, la demanda de construcción mantuvo un crecimiento estable y elevado, un 3,7%. También es destacable el auge del consumo público, que creció a una tasa de nada menos que el 4,6% en 2003. Por su parte, el sector exterior tuvo un papel negativo en 2003, restando un punto porcentual al crecimiento del PIB, frente a sólo 6 décimas en 2002.

***Intensa creación de empleos a lo largo de 2003.***

El crecimiento de la economía se transmite plenamente al mercado de trabajo, manteniéndose España como el país de la Unión que más empleo crea en términos absolutos. La encuesta de población activa estima casi medio millón de nuevos ocupados en 2003, mientras que los cálculos de la contabilidad trimestral rebajan esta cifra a unos 350.000. En todo caso, significa un avance considerable en el que destaca la intensa incorporación de las mujeres a la vida laboral, lo que ha permitido elevar notablemente la tasa de actividad femenina en los últimos años.

***El índice de precios de consumo sigue moderándose, al crecer un 2,3% interanual en enero.***

Los favorables resultados en términos de crecimiento han ido acompañados de una modesta mejora de la inflación, puesto que el deflactor del PIB aumentó un 4,2% en 2003 frente al 4,4% del año anterior. Sin embargo, el índice de precios de consumo sigue mostrando una notable caída de las tensiones inflacionistas al nivel de la cesta de la compra, ya que el dato del mes de enero significó un descenso de la tasa anual del 2,6% al 2,3%, muy lejos ya de la tasa del 3,7% de hace un año. Esta evolución responde a la benigna influencia de los precios de los carburantes y a la contención de los precios de artículos de consumo de origen industrial, como vestido, electrodomésticos, fotografía y equipos informáticos.

***Superávit en las cuentas de las administraciones públicas en 2003.***

Por último, cabe destacar los positivos resultados alcanzados en las cuentas del sector público. A finales de febrero se han dado a conocer los resultados correspondientes a la administración central del Estado, que incluye la Seguridad Social, en los cuales se refleja un superávit equivalente al 0,6% del PIB. Pese al déficit obtenido por el resto de administraciones públicas (comunidades autónomas y corporaciones locales) el objetivo de déficit cero en 2003 se cumplió holgadamente, registrándose un superávit del 0,3% del PIB, un resultado inédito en las últimas décadas.

## CRONOLOGÍA

### 2003

- enero 1** Entra en vigor la Ley de **reforma del IRPF**, que supone un descenso de la presión fiscal individual (BOE 19-12-02).  
Culmina la **liberalización de los mercados energéticos** con la posibilidad de que los hogares y las pymes elijan suministrador de electricidad y gas.
- marzo 6** El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta 33,6 dólares por barril, el nivel máximo desde octubre del año 2000.
- 20** Estados Unidos y sus aliados empiezan la **guerra contra Irak** para derrocar el régimen de Saddam Husein.
- abril 16** Firma del **Tratado de Adhesión a la Unión Europea** de diez nuevos estados.
- 27** Entran en vigor un conjunto de **medidas de reforma económica** orientadas a reducir los costes de los créditos hipotecarios, impulsar el empleo femenino, mejorar el régimen de los autónomos en la Seguridad Social y el acceso de los jóvenes a viviendas de alquiler, así como favorecer el trato fiscal a las pequeñas y medianas empresas (BOE 26-4-03).
- mayo 25** **Elecciones** municipales y autonómicas.
- junio 5** El **Banco Central Europeo** rebaja su principal tipo oficial en 50 puntos básicos hasta el 2,00%, la segunda reducción del año.
- 25** La **Reserva Federal** recorta el tipo de interés de referencia en un cuarto de punto porcentual hasta el 1,00%.
- septiembre 14** Suecia rechaza la incorporación de su moneda al **euro** en un referéndum.  
La cumbre de la **Organización Mundial del Comercio** en Cancún (México) concluye sin acuerdos.
- noviembre 1** Jean-Claude Trichet, anterior gobernador del banco central de Francia, releva a Willem F. Duisenberg como **presidente del Banco Central Europeo**.

### 2004

- enero 1** Entran en vigor los **Presupuestos Generales del Estado para 2004** (BOE 31-12-03).
- febrero 11** El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo anual (10.737,7) con un alza del 2,7% en relación con el final del año 2003.
- 17** El **euro** cotiza a 1,286 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única a principios de 1999.
- 19** El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (8.340,6) con una ganancia acumulada del 7,8% sobre el final de diciembre de 2003.

## AGENDA

### Marzo 2004

- 4** Reunión del Consejo de Gobierno del BCE.
- 5** Índice de producción industrial (enero).
- 11** Índice de precios de consumo (febrero).
- 14** Elecciones generales al Congreso de los Diputados y el Senado.
- 16** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- 17** Índice de precios de consumo armonizados de la UE (enero).
- 18** Encuesta trimestral de costes laborales (cuarto trimestre). Encuesta continua de presupuestos familiares (cuarto trimestre).
- 25** Índice de precios industriales (febrero).

### Abril 2004

- 1** Reunión del Consejo de Gobierno del BCE.
- 2** Índice de producción industrial (febrero).
- 15** Índice de precios de consumo (marzo).
- 16** Índice de precios de consumo armonizados de la UE (marzo).
- 26** Índice de precios industriales (marzo).
- 27** Encuesta de población activa (primer trimestre).
- 29** PIB de Estados Unidos (primer trimestre).



# COYUNTURA INTERNACIONAL

## Estados Unidos: se afianza la reactivación económica

**Estados Unidos acelera su crecimiento hasta el 4,3% en el cuarto trimestre gracias al mejor comportamiento inversor...**

La economía de Estados Unidos aceleró su ritmo de crecimiento hasta el 4,3% interanual en el último trimestre de 2003 (3,6% interanual en el tercer trimestre). En tasa intertrimestral anualizada el crecimiento se moderó del 8,2% del tercer trimestre al 4,1% del cuarto. Todo ello dibuja un escenario de recuperación clara pero a ritmos más sostenibles. Por componentes, cabe destacar que el consumo privado parece haber tocado techo en el cuarto trimestre, cuando creció a un ritmo aproximadamente igual que en el trimestre precedente, levemente inferior al 4% interanual. Por el contrario, la formación bruta de capital fijo se aceleró hasta el 7,9% interanual, a comparar con el 6,1% interanual del tercer trimestre, gracias al aumento del crecimiento de la inversión no residencial y residencial.

## ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2003						2004
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	0,5	2,2	2,1	2,4	3,6	-	4,3	-	-
Ventas al por menor	2,9	3,0	4,5	4,8	6,2	6,6	7,2	6,3	5,0
Venta de viviendas unifamiliares	3,1	7,7	7,7	15,0	13,9	14,3	9,3	0,8	...
Confianza del consumidor (*)	106,6	96,6	68,3	82,7	78,6	81,7	92,5	91,7	96,4
Producción industrial	-3,4	-0,6	1,1	-1,0	-0,4	0,7	1,6	2,1	2,4
Índice actividad industrial (ISM) (*)	43,9	52,4	49,7	48,9	54,1	57,1	61,3	63,4	63,6
Tasa de paro (**)	4,8	5,8	5,8	6,1	6,1	6,0	5,9	5,7	5,6
Precios de consumo	2,8	1,6	2,9	2,2	2,2	2,0	1,8	1,9	1,9
Balanza comercial (***)	-36,1	-35,6	-40,7	-42,5	-43,7	-44,6	-44,6	-44,6	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

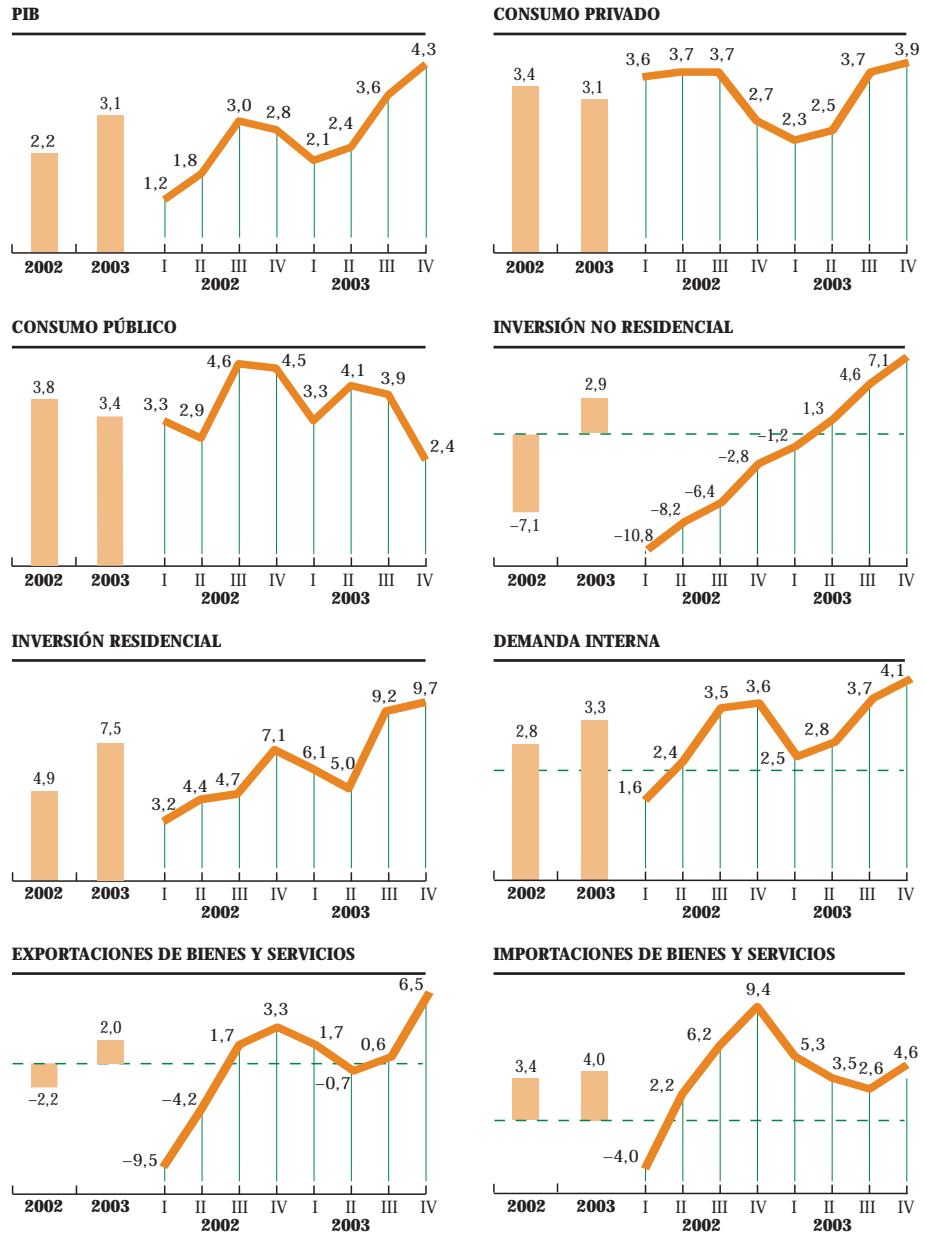
**...y a la contribución positiva de la demanda externa.**

También fue mejor la aportación de la variación de existencias, que drenó al crecimiento del producto interior bruto (PIB) sólo una décima porcentual, frente al 0,4 negativo del tercer trimestre. El único componente de la demanda interna que aumentó por debajo de los registros precedentes fue el consumo público, que, con un alza del 2,4% interanual, un punto y medio menor que el trimestre anterior, retorna a cifras más acordes a los promedios de años anteriores. Por su parte, la demanda externa no frenó el crecimiento del PIB, una situación que no se había producido desde el segundo trimestre de 1996 (en el tercer trimestre restó tres déci-

mas porcentuales a la variación del PIB). El fuerte repunte de las exportaciones (aumento del 6,5% interanual), superior a la recuperación importadora (incremento del 4,6% interanual), explica este cambio de signo.

**EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES**  
Porcentaje de variación interanual

*El consumo privado mantiene un ritmo de crecimiento notable en el cuarto trimestre.*



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

***En enero, las ventas al por menor crecen un 5,0% y la confianza del consumidor sube más de cinco puntos.***

Las tendencias anteriores se prolongan en el principio de 2004. El consumo privado se mantiene fuerte y sus perspectivas inmediatas son satisfactorias. Así, las ventas al por menor crecieron en enero un 5,0% interanual, una cifra más moderada que en meses anteriores pero todavía notable, mientras que la confianza del consumidor se aupaba en dicho mes de enero hasta el nivel de los 96,4 puntos, poco menos de cinco puntos por encima del registro del mes de diciembre. Aunque en febrero el indicador corrigió hasta los 87,3 puntos, este nivel sigue siendo elevado y similar al promedio del cuarto trimestre (88,6 puntos). Por lo que se refiere a la inversión, su recuperación sigue consolidándose. En enero, el grado de utilización de la capacidad productiva se situó en el 76,2%, seis décimas porcentuales mejor que en diciembre, al tiempo que el componente de bienes de equipo de la producción industrial se situaba en el 3,3% interanual.

***La recuperación viene liderada por los servicios y la construcción, a los cuales ahora se les suma la industria...***

Los indicadores sectoriales avalan que la recuperación está prendiendo en el conjunto de la economía. El sector servicios, que había flojeado en el tramo final de 2003, repuntó en enero, según se desprende del notable aumento del índice de actividad no manufacturera del Institute of Supply Management (ISM) en dicho mes, cuando se situó en el nivel de los 65,7 puntos, máximo absoluto de la serie. La construcción, firme puntal de la economía en los últimos meses, mantuvo un ritmo de actividad notable en el cuarto trimestre de 2003. Así, las viviendas iniciadas crecieron un abultado 17% respecto al mismo trimestre de 2002 y los permisos de construcción lo hicieron un 6%. En esta tesitura, la recuperación industrial era el elemento que faltaba para garantizar la expansión económica. En enero la producción industrial creció un 2,4% interanual (2,1% interanual en diciembre), lo que arroja un total de 7 meses consecutivos con la actividad del sector secundario acelerándose, por lo que la aportación del sector secundario puede considerarse en curso de realización.

***...lo que está permitiendo una incipiente recuperación del mercado de trabajo.***

El mejor tono industrial está trasladándose al hasta la fecha alicaído mercado de trabajo. En enero, se crearon en Estados Unidos 112.000 empleos netos más que en el mes anterior, su primer aumento desde enero de 2003. En tasa interanual el crecimiento fue nulo por segundo mes consecutivo, lo que representa, con todo, una mejora respecto a las caídas interanuales registradas entre julio de 2001 y noviembre de 2003. Este resultado deriva del menor ritmo de descenso interanual del empleo manufacturero y del mantenimiento del avance de la ocupación terciaria en tasa interanual. También se registra una mejora en el frente del paro. En enero, la tasa de paro descendió al 5,6%, una décima porcentual menor que en diciembre, la mejor cifra desde enero de 2002.

***El IPC, en el 1,9% en enero.***

Por su parte, las tensiones inflacionistas se mantienen relativamente contenidas en enero. En los últimos meses sólo las leves oscilaciones en la aportación del componente energético alteran el índice de precios de consumo (IPC). Así, en dicho mes de enero, el IPC repitió en tasa interanual en el 1,9%, sin variación respecto a diciembre. De la falta de presión sobre los precios finales da cuenta el mantenimiento de la inflación subyacente (sin energía ni alimentos) en el 1,1% interanual por tercer mes consecutivo. Cabe reseñar que esta cifra es el mínimo en cuarenta años.

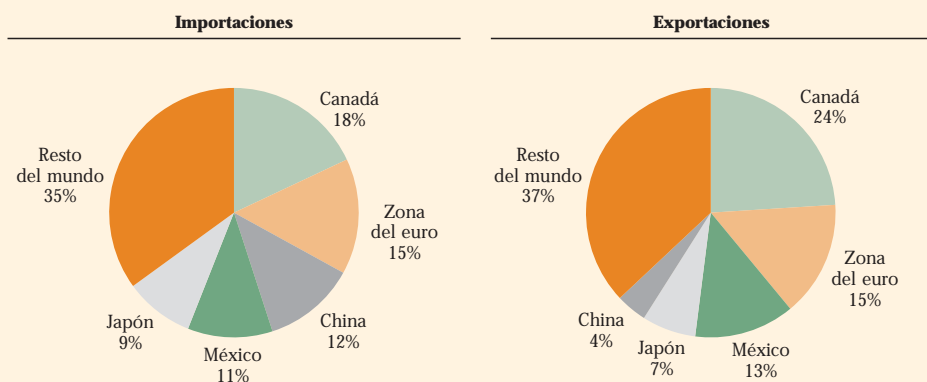
## CAMBIOS NOTABLES EN LA ESTRUCTURA DEL COMERCIO EXTERIOR ESTADOUNIDENSE

*El sector exterior estadounidense está reflejando en los últimos años los profundos cambios que se producen en su entorno. Entre 1993 y 2003, Canadá y la zona del euro se mantuvieron como los principales socios comerciales de Estados Unidos, tanto en términos de exportaciones de bienes como de importaciones. Sin embargo, y como fruto del ascenso comercial de China y de los resultados del proceso de integración económica de las tres economías norteamericanas (Estados Unidos, Canadá y México) mediante el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, en sus siglas inglesas, firmado en diciembre de 1992 y en vigor desde enero de 1994), Japón ha perdido posiciones en favor de China y México.*

*Así, durante el periodo considerado, Canadá aumentó su participación sobre el total de exportaciones de Estados Unidos en 2 puntos porcentuales, pasando así a representar el 24% del total en 2003. Por su parte, la eurozona mantuvo inalterada su participación en el 15%. En el siguiente puesto, en cambio, se produjo un relevo. Mientras que en 1993, el tercer lugar correspondía a Japón, recibiendo el 10% de las exportaciones norteamericanas, en 2003 pasó a ser ocupado por México, convirtiéndose así en el país que presentó un aumento más elevado (4 puntos en 10 años). China, por su parte, dobló su participación, pasando a representar un 4% del total en 2003.*

### CANADÁ SE MANTIENE COMO EL PRINCIPAL PAÍS DE ORIGEN Y DESTINO DEL COMERCIO ESTADOUNIDENSE

Porcentaje de exportaciones e importaciones de bienes sobre el total en 2003



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

*Por lo que se refiere a las importaciones, en 1993, Japón era, junto con Canadá, el principal país proveedor exterior estadounidense (ambos con 19% sobre el total). Diez años después, ambos reducen su aportación en beneficio de China, México y la zona del euro. China experimentó el mayor aumento (7 puntos), seguida de México (4 puntos), pasando a ocupar el tercer y cuarto puesto, respectivamente y convirtiéndose, a su vez, en los países con los que Estados Unidos intensificó más el intercambio. Estados Unidos redujo en mayor medida la importación de Japón. Así, limitó hasta el 9% la participación nipona en la estructura de importaciones estadounidenses correspondientes al año 2003. Canadá, pese a una ligera reducción, se mantiene como el principal proveedor seguido de la zona del euro que, con un aumento de 2 puntos en el transcurso del periodo, pasa a ocupar el puesto de Japón.*

***El crecimiento de las exportaciones permite que el déficit comercial se estabilice en el final de 2003.***

Por lo que se refiere al sector exterior, la fuerte recuperación exportadora (en el cuarto trimestre las ventas al exterior crecieron más de un 9% interanual) ha permitido compensar el impulso importador derivado del dinamismo de la demanda interna (aumento del 8% interanual de las compras al exterior en dicho cuarto trimestre). Todo ello ha permitido que en los tres meses de octubre a diciembre el déficit comercial acumulado de doce meses, en media mensual, se estabilizase en 44.600 millones de dólares.

## China tira de la economía japonesa

***Fuerte aceleración del crecimiento nipón en el cuarto trimestre de 2003, hasta el 3,8%.***

El cuarto trimestre de 2003 la economía nipona sorprendió con un positivo crecimiento del 3,8% interanual, su mejor registro desde el cuarto trimestre de 2000. La fuerte aceleración del PIB se derivó en gran medida del repunte del consumo privado (aumento del 2,0% interanual), que se sumó a las tendencias de recuperación que ya habían exhibido la inversión, el consumo público y las exportaciones en los trimestres precedentes. Así, y por lo que se refiere a la demanda interna, la formación bruta de capital fijo alcanzó un ritmo de crecimiento interanual del 4,9%, a comparar con el 2,6% del tercer trimestre, mientras que el consumo público aumentó un 1,4% interanual (1,0% en el trimestre anterior). La variación de existencias, por su parte, mantuvo una contribución positiva de orden similar a la exhibida en el tercer trimestre. La aportación del sector exterior al aumento del PIB fue cercana a un punto porcentual, gracias a que las exportaciones crecieron más del 10% interanual. Cabe señalar que el fuerte crecimiento de las exportaciones con destino a China es el principal responsable de esta significativa combinación. Mientras que en el cuarto trimestre las exportaciones de bienes crecieron un 4% interanual, las dirigidas a China lo hicieron un 27%. En contraposición, las importaciones se situaron en ritmos de aumento ligeramente inferiores al 4%.

***La inversión sigue exhibiendo una recuperación notable, y empieza a verse acompañada por el consumo.***

Otros indicadores conocidos recientemente reiteran que la recuperación se va consolidando. El consumo privado repuntó en el tramo final de 2003. Así, en el cuarto trimestre, las ventas al por menor redujeron a aproximadamente la mitad su ritmo de descenso interanual –una tendencia que se prolongó a enero, cuando crecieron un 1,3%– la confianza del consumidor se situó en su máximo desde el segundo trimestre de 2001 y el componente de bienes de consumo de la producción industrial anotó un aumento del 0,7% (a comparar con el descenso del 0,5% interanual del tercer trimestre). Mejor aún es la recuperación de la inversión empresarial, reflejada en el fuerte repunte de los pedidos de maquinaria (en el último trimestre de 2003 crecieron un 18,3% interanual).

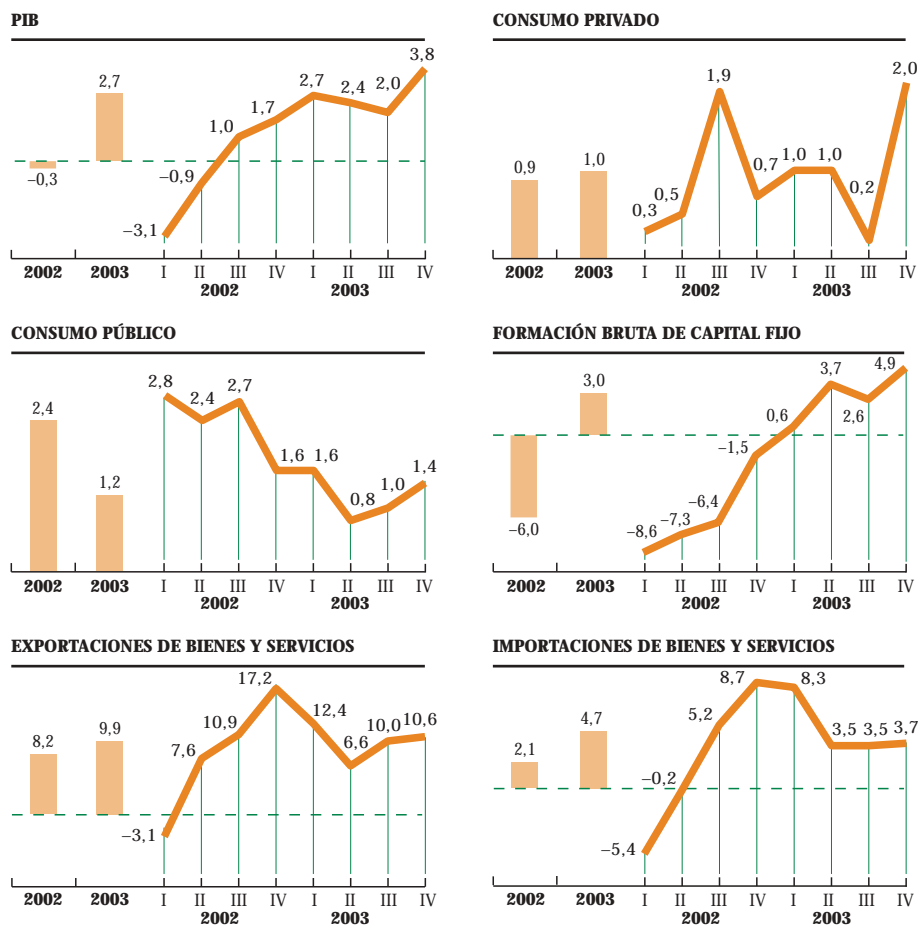
***El paro cae por debajo del 5%, pero la deflación sigue presente.***

La mejoría económica no se refleja por el momento en los precios de consumo. En diciembre, el IPC cayó un 0,4% interanual, un retroceso apenas inferior al del mes de noviembre (caída del 0,5% interanual). Por el contrario, el mercado de trabajo sí empieza a beneficiarse del mayor ritmo de actividad económica. En diciembre la tasa de paro descendió por debajo de 5% –concretamente 4,9%– por primera vez desde junio de 2001. El empleo no agrícola, por su parte, se anotó un aumento en tasa interanual, del 0,1% en el cuarto trimestre, su primer registro creciente desde el primer trimestre de 2001.

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

*Fuerte tirón del consumo privado, al que se suma el empuje de inversión y las exportaciones.*



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

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2003				2004		
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	0,4	-0,3	2,7	2,4	2,0	-	3,8	-	-
Ventas al por menor	-2,2	-3,9	-1,3	-2,6	-2,3	0,3	-3,2	-0,6	1,3
Producción industrial	-6,6	-1,3	5,5	1,7	1,3	3,8	5,3	4,6	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	-22,3	-23,8	-13,0	-7,0	-3,0	-	8,0	-	-
Viviendas iniciadas	-4,6	-1,9	-2,1	2,2	-0,6	1,0	-0,3	9,4	...
Tasa de paro (**)	5,0	5,4	5,4	5,4	5,2	5,2	5,2	4,9	...
Precios de consumo	-0,7	-1,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	...
Balanza comercial (***)	8,1	8,2	9,9	9,6	9,5	9,8	9,9	10,3	10,7

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Billones de yenes.

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



## Zona del euro: mejora el tono de la economía

**La eurozona crece un 0,6% en el cuarto trimestre de 2003.**

Según datos preliminares, la zona del euro creció un 0,6% interanual en el cuarto trimestre de 2003, el doble de lo registrado en el tercer trimestre. En el conjunto del año, el producto interior bruto (PIB) aumentó un modesto 0,4%. A pesar de los bajos niveles actuales de avance del PIB, lo cierto es que el cuarto trimestre representa el segundo trimestre consecutivo de vuelta al crecimiento positivo. Aunque todavía no se dispone del detalle completo por países, puede adelantarse que la causa de que la economía de la eurozona todavía no se recupere con mayor claridad es la atonía de dos de las grandes economías, Alemania e Italia.

### LA ZONA DEL EURO INICIA SU RECUPERACIÓN

Variación del producto interior bruto en términos reales



**El consumo se mantiene muy estático, en contraposición con el mayor dinamismo de la inversión.**

Dicha estimación preliminar tampoco ofrece un desglose por componentes de demanda, pero los indicadores mensuales permiten caracterizar las principales tendencias actuales de la zona del euro. La demanda interna combina el escaso pulso del consumo con una recuperación más clara de la inversión. Así, y por lo que se refiere al gasto de las familias, las ventas al por menor cayeron en noviembre un 1,6% interanual, mientras que los componentes de bienes de consumo duradero y no duradero de la producción industrial siguieron exhibiendo un tono muy plano (variación interanual del 0% y del 1,5% en diciembre, respectivamente). Las perspectivas inmediatas no son excesivamente mejores. La confianza del consumidor remontó únicamente un punto en el cuarto trimestre (hasta

los 16 puntos negativos) y en enero se limitó a repetir en dicho nivel. En contraposición, el componente de bienes de equipo de la producción industrial se aceleró en diciembre hasta el 2,6% interanual, en fuerte contraste con la caída interanual del 1,2% del tercer trimestre.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2003					2004	
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	1,6	0,9	0,7	0,1	0,3	-	0,6	-	-
Ventas al por menor	2,2	0,3	1,3	1,1	0,1	1,2	-1,6	...	...
Confianza del consumidor (*)	-5	-11	-19	-19	-17	-17	-16	-16	-16
Producción industrial	0,4	-0,5	0,8	-0,8	-0,1	1,6	1,1	2,3	...
Sentimiento económico (*)	97,0	95,6	94,9	94,8	95,0	95,5	96,0	95,6	95,8
Tasa de paro (**)	8,0	8,4	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	...
Precios de consumo	2,3	2,2	2,3	1,9	2,0	2,0	2,2	2,0	1,9
Balanza comercial (***)	18,4	84,2	92,8	82,3	78,2	78,2	74,2	73,0	...

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.

### **Los servicios lideran la recuperación, a la espera de una mayor contribución de la industria.**

Los indicadores de oferta muestran que hasta la fecha la recuperación estaba siendo cosa de los servicios, fundamentalmente. Así, el indicador de confianza de los servicios ha dejado atrás los niveles negativos del primer semestre del año 2003, remontando en los trimestres tercero y cuarto. Ahora, la industria empieza a mostrar una tenue reactivación. En diciembre, la producción industrial aumentó un 2,3% interanual, a comparar con la caída de un 0,1% interanual del tercer trimestre. La estabilidad de la confianza industrial y la escasa recuperación de la cartera de pedidos en el cuarto trimestre indican que esta inflexión alcista del sector secundario será, en cualquier caso, muy paulatina.

### **El sector exterior flojea en el final de 2003.**

Por su parte, el sector exterior muestra una tendencia a perder impulso preocupante. En diciembre, el superávit comercial acumulado de 12 meses se redujo a 73.000 millones de euros, frente a los 78.200 millones de euros del tercer trimestre. El irregular ritmo de las exportaciones, mientras que las importaciones se mantienen más afianzadas, explica este mal comportamiento, que amenaza con obturar la principal línea de crecimiento de la actual recuperación.

### **La inflación se ha mantenido estable en la mayor parte de 2003, pero ahora se espera una cierta desaceleración.**

Por lo que se refiere a los precios de consumo, su situación sigue siendo estable, aunque las perspectivas inmediatas son de cierta desaceleración. En diciembre, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado creció un 2,0% interanual, dos décimas porcentuales menos que en noviembre. En el conjunto del año, el IPC armonizado aumentó un 2,1%, mostrándose notablemente estacionario una vez superado el tirón derivado de la subida del petróleo en el primer trimestre de 2003. La evolución de la inflación en 2003 se explica por el mantenimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios, que ha permitido

compensar el crecimiento de los alimentos, tanto elaborados como sin elaboración. Por su parte, la tensión que debería haberse registrado en el componente energético, habida cuenta de los precios de la materia prima en origen, ha sido atemperada por el efecto de la apreciación del euro. El año 2004 ha comenzado en la misma línea. En enero los precios de consumo armonizados crecieron un 1,9% en tasa interanual, frente al 2,0% del mes anterior.

***La tasa de paro, en el 8,8% desde marzo pasado.***

El mercado de trabajo, en consonancia con una recuperación que apenas se encuentra en su primer estadio, sigue arrojando una tasa de paro encasquillada en valores relativamente elevados. Entre los meses de marzo y diciembre de 2003 dicha tasa ha permanecido invariada en el 8,8% de la población activa. Tampoco la creación de ocupación mejora. En el tercer trimestre de 2003 su tasa interanual era de una décima porcentual positiva, el mismo ritmo de crecimiento que en los trimestres primero y segundo. La principal responsable de esta falta de creación de empleo es la industria, que sigue destruyendo ocupación (caída del 2,0% interanual en dicho tercer trimestre).

### Alemania: la economía no crece

***En Alemania, crecimiento nulo interanual del PIB en el cuarto trimestre.***

En el cuarto trimestre de 2003, el PIB alemán se mantuvo en idénticos niveles a los anotados un año antes. Aunque este resultado representa un dato comparativamente mejor que la caída del 0,3% interanual del tercer trimestre, lo cierto es que el comportamiento de la demanda interna fue muy negativo. El consumo privado retrocedió en el cuarto trimestre un 0,8% interanual, con lo que únicamente una cierta recuperación inversora, el consumo público y la aportación positiva de la variación de existencias permitieron un moderado crecimiento de la demanda interna (0,3% interanual). Peor fue, con todo, el cambio de signo de la contribución del sector exterior. Tras aportar 0,2 puntos porcentuales a la variación del PIB durante el tercer trimestre, en el cuarto la demanda externa drenó tres décimas porcentuales, en gran medida debido al insuficiente ritmo exportador.

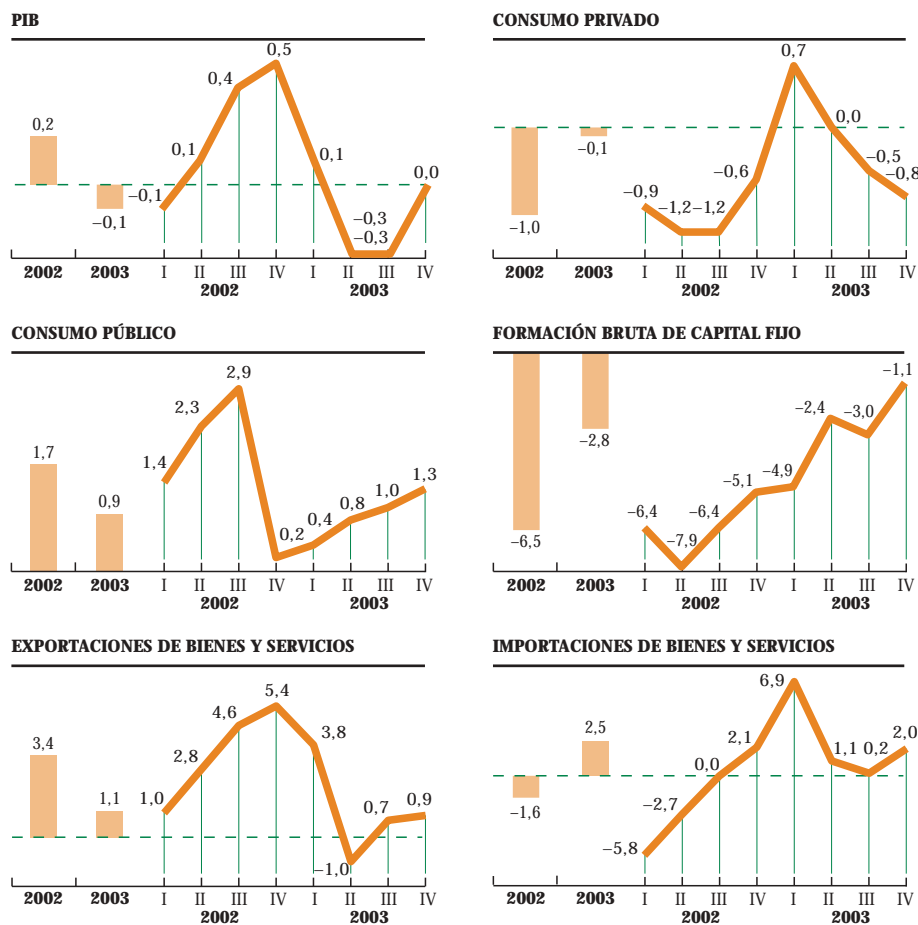
***El consumidor alemán sigue frenando su gasto.***

A caballo entre el final de 2003 y el inicio de 2004 las tendencias anteriores se mantienen. El consumidor sigue frenando su ritmo de gasto. Tras el descenso de las ventas al por menor del 2,7% interanual en el cuarto trimestre, el nuevo retroceso de la confianza del consumidor en enero, hasta el nivel de los 16 puntos negativos, permite descartar una recuperación vigorosa del consumo. La inversión en bienes de equipo, en contraposición, consolida su recuperación. En diciembre, el componente de bienes de equipo de la producción industrial aceleró su crecimiento hasta el 4,3% interanual, máximo desde febrero de 2003. Por el lado de la oferta, la novedad más destacable es la reactivación de la actividad industrial. En diciembre, la producción industrial creció un 3,0% interanual, a comparar con el avance del 1,0% interanual de noviembre, mientras que el indicador IFO de actividad empresarial se mantenía por encima de los 96 puntos en febrero.

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ALEMANIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

*Recesión suave de la economía alemana en 2003.*



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2003						2004
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	1,0	0,2	0,1	-0,3	-0,3	-	0,0	-	-
Ventas al por menor	0,1	-1,4	0,1	1,2	-1,8	-0,3	-5,3	-2,5	...
Producción industrial	-0,2	-1,4	0,6	-0,4	-1,2	1,3	1,0	3,0	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	92,1	89,4	88,5	89,5	92,5	95,3	96,2	97,0	97,5
Tasa de paro (**)	9,6	10,2	10,6	10,6	10,5	10,5	10,5	10,4	10,2
Precios de consumo	2,0	1,3	1,2	1,0	1,1	1,3	1,4	1,1	1,2
Balanza comercial (***)	75,4	118,8	131,6	128,7	129,9	130,7	129,2	130,9	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

***En enero, los precios de consumo crecen un 1,2% mientras que el paro cae al 10,2%.***

Los precios se mantienen en cotas muy reducidas en el país germano. En enero, el IPC creció un moderado 1,2% interanual, lo que representa una leve aceleración respecto al 1,1% de diciembre. La ausencia de tensiones inflacionistas, vinculada a la falta de tono de la demanda interna y al abaratamiento de las compras al exterior, se repite en otros precios relevantes. Así, los precios al por mayor se frenaron notablemente en el primer mes de 2004, situándose en el 0,4% interanual (1,3% interanual en diciembre). En mayor medida se desaceleraron los precios industriales, que sólo crecían un 0,2% interanual en enero, un fuerte frenazo respecto al 1,8% interanual de diciembre. Por otra parte, la tasa de paro registró un descenso de dos décimas en enero, situándose en el 10,2% de la población activa.

***El aumento de las exportaciones en diciembre da un respiro a una economía muy dependiente de la demanda externa.***

Mejores son las cifras del sector exterior de diciembre. Tras el retroceso del superávit acumulado de 12 meses de noviembre hasta los 129.200 millones de euros, que vino de la mano de un reducido ritmo exportador, la recuperación de las exportaciones, hasta el 3,9% interanual, facilitó que dicho superávit se situase en el último mes del año en los 130.900 millones de euros. Por su parte, las importaciones, en línea con el escaso dinamismo de la demanda interna, apenas crecieron en diciembre un 0,9% respecto al nivel de un año antes.

Francia: la economía aviva su ritmo en el cuarto trimestre

***La economía gala acelera su crecimiento hasta el 0,6% en el último trimestre de 2003.***

El mayor dinamismo de la demanda interna permitió que la economía francesa cerrara 2003 con un crecimiento del 0,6% interanual en el cuarto trimestre, frente al descenso interanual del 0,2% del tercer trimestre. Así, al mantenimiento del consumo privado en los ritmos de crecimiento del trimestre anterior (1,5% interanual) se le ha sumado la aceleración del ritmo de la inversión (creció un 1,1% interanual, a comparar con la caída del 0,8% interanual precedente) y del consumo público (aumento interanual del 2,6%, seis décimas porcentuales mayor que en el tercer trimestre). Por su parte, la variación de existencias redujo su contribución negativa al crecimiento del PIB (detrajo una décima porcentual en el cuarto trimestre, frente a la contribución negativa de 0,5 puntos del tercero). Por el contrario, el sector exterior amplió la suya, restando un punto porcentual a la variación del PIB, debido a que las importaciones repuntaron sensiblemente en el cuarto trimestre mientras que las exportaciones lo hacían en menor medida.

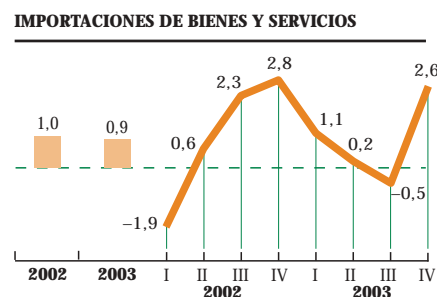
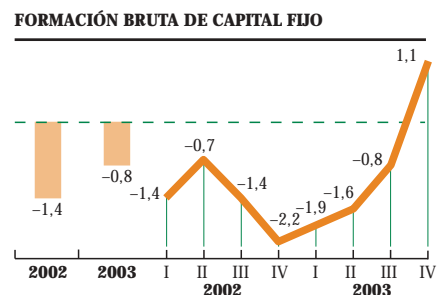
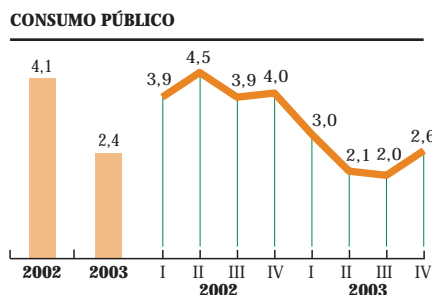
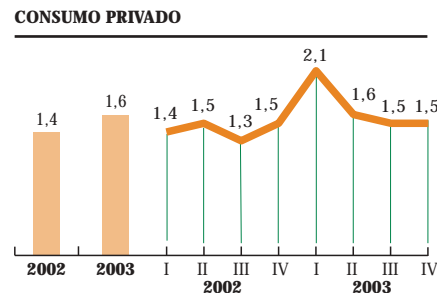
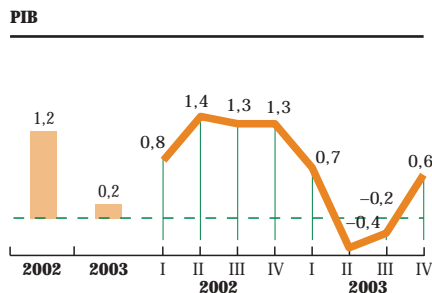
***En el tramo final de 2003, el consumo pierde fuelle, la inversión y la industria siguen recuperándose, el paro repunta y la inflación se mantiene en línea con los meses anteriores.***

Los indicadores mensuales están mayoritariamente referidos todavía al cuarto trimestre y, por tanto, no aportan excesivas novedades sobre el cuadro económico anteriormente presentado: en diciembre el consumo interno flexionó moderadamente a la baja (crecimiento de sólo un 0,9% interanual, frente al 1,6% de noviembre), mientras que la inversión seguía acelerando su crecimiento (el componente de bienes de equipo de la producción industrial aumentó un 8,0% interanual, frente al 5,6% de noviembre). Por el lado de la oferta, la producción industrial se situó en niveles un 2,0% superiores a los de diciembre de 2002. En materia de precios, el año 2003 cerró con el IPC en el 2,2% interanual, apenas una déci-

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE FRANCIA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

*Bajo crecimiento del PIB francés en 2003.*



FUENTES: INSEE y elaboración propia.

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2003						2004
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	2,1	1,2	0,7	-0,4	-0,2	-	0,6	-	-
Consumo interno	3,8	1,2	2,4	1,1	1,5	4,0	1,6	0,9	...
Producción industrial	1,1	-1,3	-0,4	-1,8	-0,7	2,2	0,9	2,0	...
Tasa de paro (*)	8,8	9,3	9,4	9,5	9,7	9,7	9,6	9,7	...
Precios de consumo	1,7	1,9	2,4	1,9	2,0	2,2	2,3	2,2	2,0
Balanza comercial (**)	-0,3	0,4	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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



ma porcentual menor que el dato de noviembre y en línea con los registros de los últimos meses. Por el contrario, en enero la inflación se desaceleró hasta el 2,0% interanual. Finalmente, el paro repuntó en diciembre hasta el 9,7% de la población activa (9,6% en noviembre).

**El sentimiento económico de enero indica que la recuperación se abre paso, si bien a ritmo lento.**

Los indicadores de carácter cualitativo apuntan que en enero la recuperación sigue abriéndose paso, si bien a ritmos todavía contenidos. En enero, el sentimiento económico se recuperó del retroceso de diciembre y se situó en el nivel de los 96,2 puntos. Este movimiento vino impulsado por el fuerte aumento de la confianza del consumidor y, en menor medida, por la recuperación de la confianza del sector servicios. Por el contrario, el deterioro de la cartera de pedidos industriales y el descenso de la confianza industrial apuntan a que la reactivación del sector secundario aún está falta de tono.

### Italia: frenada económica en el cuarto trimestre

**Italia sólo crece un 0,1% en el cuarto trimestre debido a la falta de ritmo de la demanda interna.**

La economía italiana completó el año 2003 con un escaso ritmo de actividad. Según la primera estimación, en el cuarto trimestre el PIB se desaceleró hasta el 0,1% interanual, frente al 0,5% interanual del tercer trimestre. A pesar de la falta de información desagregada sobre la demanda interna, la evolución de los indicadores apunta a que la pérdida de ritmo se derivó fundamentalmente de la atonía del consumo privado. En noviembre, las ventas al por menor cayeron un 0,9% interanual, mientras que la confianza del consumidor retrocedía en diciembre un punto para luego sumar un nuevo descenso, de tres puntos, en enero. Desde la perspectiva de la oferta la situación no es mejor. Su indicador más significativo, la producción industrial, lleva tres meses consecutivos (de octubre a diciembre) basculando alrededor del nivel cero de crecimiento interanual.

### ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2003						2004
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	1,7	0,4	0,7	0,2	0,5	-	0,1	-	-
Ventas al por menor	0,7	2,4	2,3	3,2	1,8	1,6	-0,9	...	...
Producción industrial	-1,1	-1,3	-0,3	-1,5	-0,3	0,0	0,0	0,1	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,0	8,9	8,7	8,6	-	8,5	-	-
Precios de consumo	2,7	2,5	2,7	2,7	2,8	2,6	2,5	2,5	2,2
Balanza comercial (**)	4,0	10,8	6,7	3,5	1,5	2,2	2,0	...	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**El paro se reduce por tercer trimestre consecutivo.**

En este escenario, sólo la evolución del paro y de la inflación aportan una cierta nota positiva. Durante el cuarto trimestre de 2003 la tasa de paro se situó en el 8,5% de la población activa, en lo que representa su tercer trimestre consecutivo de reducción. Por su parte, los precios de consumo, que se hallaban varados en ritmos de crecimiento del orden del

2,5% durante el cuarto trimestre, se desaceleraron hasta el 2,2% interanual en enero.

## El Reino Unido mantiene sus resultados favorables

**La economía británica acelera su paso en el cuarto trimestre, creciendo un 2,8% de la mano de un consumo vigoroso.**

La economía del Reino Unido sigue exhibiendo un comportamiento envidiable en comparación con las otras grandes economías europeas. En el cuarto trimestre, el PIB aceleró su ritmo de crecimiento hasta el 2,8% –a comparar con el 2,3% del trimestre precedente–, con lo que en el conjunto de 2003 el crecimiento fue del 2,3%. El consumo sigue erigiéndose en puntal de la coyuntura. En enero, las ventas minoristas se incrementaron un 6,3% interanual (3,6% interanual en diciembre), las matriculaciones de automóviles alcanzaron un aumento del 5,8% interanual y la confianza del consumidor se mantuvo en el nivel de los tres puntos negativos, dos puntos por encima del promedio del tercer trimestre.

### REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2003						2004
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
PIB	2,1	1,7	2,0	2,3	2,3	–	2,8	–	–
Ventas al por menor	6,0	6,8	3,2	2,9	3,3	3,6	3,9	3,6	6,3
Venta de viviendas unifamiliares	3,1	7,7	7,7	15,0	13,9	14,3	9,3	0,8	...
Producción industrial	-1,6	-2,7	-1,2	-0,9	-0,6	0,6	-0,4	-0,8	...
Tasa de paro (*)	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9
Precios de consumo	2,1	2,2	2,9	2,9	2,8	2,7	2,5	2,6	2,4
Balanza comercial (**)	-37,4	-43,5	-46,5	-46,1	-46,4	-46,8	-46,0	-46,4	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**Los servicios consolidan su recuperación, al contrario que la industria.**

Por sectores, la industria sigue mostrando dificultades en su recuperación. Así, la producción industrial cayó un 0,8% interanual en diciembre. Por el contrario, los servicios han consolidado una tendencia claramente creciente. En enero, la confianza del sector alcanzó el nivel de los 15 puntos positivos, con lo cual en los cuatro meses de octubre a enero ha sumado un incremento de 19 puntos.

**La tasa de paro, en su mínimo desde junio de 1975.**

Por su parte, los precios de consumo han frenado la aceleración registrada en el tramo final de 2003. En enero, el índice general, que incluye los costes hipotecarios, se desaceleró en dos décimas porcentuales, del 2,8% interanual de diciembre al 2,6%. La tasa resultante, sin considerar los costes hipotecarios, se situó en el 2,4% interanual, frente al 2,6% anterior. Mejor aún es la evolución del paro. En enero, la tasa de paro cayó por debajo del 3% de la población activa, concretamente un 2,9%, un nivel inédito desde junio de 1975.

# MERCADOS FINANCIEROS

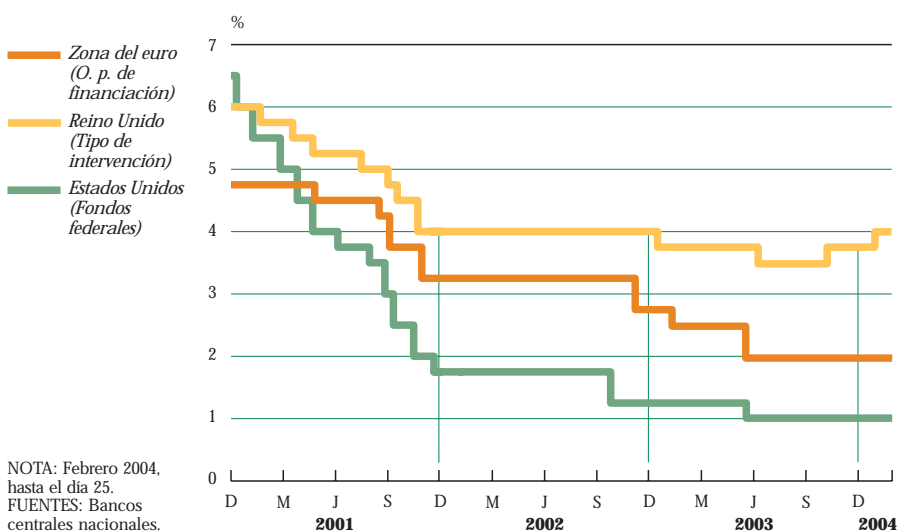
## TIPOS DE INTERÉS Y DE CAMBIO

La Reserva Federal y el BCE no tienen prisa para modificar los tipos de interés

**Se anticipan más aumentos del tipo de interés de intervención del Banco de Inglaterra.**

El día 5 de febrero el Banco de Inglaterra anunció que elevaba su tipo de interés de intervención en 25 puntos básicos hasta el 4%. Se trató de la segunda alza en los últimos tres meses, y de esta forma revirtió el nivel extraordinariamente bajo en que se hallaba el tipo oficial desde mediados de 2003. La autoridad monetaria británica justificó la medida por la evolución de la economía por encima del crecimiento potencial desde el segundo semestre del año pasado, por un notable incremento del endeudamiento de las familias y por un fuerte dinamismo del mercado de la vivienda. Con su decisión, el instituto emisor intentó prevenir futuras tensiones inflacionistas a medio plazo. Aunque la inflación actual se sitúa por debajo del objetivo del 2%, el mercado esperaba ampliamente la subida en febrero después de la aparición del dato de un creciente aumento del producto interior bruto en el cuarto trimestre de 2003, y asimismo anticipa ulteriores incrementos.

### EL BANCO DE INGLATERRA PROSIGUE EL GIRO ALCISTA Tipos de interés de referencia de la política monetaria



**La Reserva Federal no se muestra propicia a modificar sus tipos de interés...**

No obstante, el resto de principales bancos centrales no se han sumado hasta el momento al giro alcista del Banco de Inglaterra por diversos condicionantes. Así, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos emitió un comunicado en su reunión del 28 de enero en el que afirmaba que podía ser paciente a la hora de modificar su política monetaria acomodaticia. No obstante, el abandono de la expresión «por un periodo de tiempo considerable» que figuraba en las notas anteriores fue interpretado por el mercado como un signo de una próxima alza del tipo de interés de referencia. Posteriormente, la comparecencia del presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, ante sendos comités de la Cámara de Representantes y del Senado los días 11 y 12 de febrero sirvieron para reconducir las expectativas. De esta forma, en la última semana de febrero los operadores del mercado monetario no anticipaban un ascenso del tipo de interés oficial de Estados Unidos antes del verano.

**...lo mismo que el Banco Central Europeo.**

En la zona del euro, en su reunión del 5 de febrero, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) reiteró que el tipo de interés principal del Eurosistema se hallaba en el nivel adecuado para mantener la estabilidad de precios a medio plazo. De esta manera, resistía algunas presiones, mayormente políticas, para una rebaja del tipo de interés para compensar la subida del euro de los últimos meses. El BCE consideró que proseguía la recuperación económica gradual de la eurozona y que la fortaleza del euro contribuiría a reducir las presiones inflacionistas. En este contexto, el conjunto del mercado no espera ninguna subida hasta el principio de 2005 e incluso concede bastantes probabilidades a un ligero recorte en los próximos meses.

### TIPOS DE INTERÉS OFICIALES En porcentaje anual

Fecha	Estados Unidos		Japón		Operaciones principales de financiación	Zona del euro		Reino Unido	Suiza
	Nivel objetivo de los fondos federales	Tasa de descuento	Tasa de descuento	Nivel objetivo del tipo interbancario diario		Facilidades permanentes		Tipo de intervención	Tipo de referencia (*)
						De crédito	De depósito		
31-12-01	1,75	1,25	0,10	(**)	3,25	4,25	2,25	4,00	1,25-2,25
2-5-02	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	0,75-1,75
26-7-02	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	0,25-1,25
6-11-02	1,25	0,75	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
5-12-02	↓	↓	↓	↓	2,75	3,75	1,75	↓	↓
6-2-03	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	3,75	↓
6-3-03	↓	↓	↓	↓	2,50	3,50	1,50	↓	0,00-0,75
5-6-03	↓	↓	↓	↓	2,00	3,00	1,00	↓	↓
25-6-03	1,00	2,00 (***)	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
10-7-03	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	3,50	↓
6-11-03	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	3,75	↓
5-2-04	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	4,00	↓

NOTAS: (\*) Libor a 3 meses en francos suizos.

(\*\*) La variable instrumental ha pasado a ser los activos de caja, pero de tal modo que el tipo interbancario diario se sitúe cerca del 0% en tanto persista la deflación.

(\*\*\*) El 9 de enero de 2003, la Reserva Federal realizó una modificación técnica de la tasa de descuento, situándola por encima del nivel objetivo de los fondos federales, sin que esto constituyese un cambio de la política monetaria.

FUENTES: Bancos centrales.

**Los bancos centrales de Noruega, Nueva Zelanda y Suecia protagonizan movimientos de distinto signo.**

Por otro lado, en las últimas semanas otros bancos centrales han protagonizado movimientos de distinto signo. El día 28 de enero el Banco de Noruega redujo sus tipos de interés rectores, por novena vez desde julio de 2002, en un entorno de baja inflación. Después del recorte de 25 puntos básicos, el tipo de los depósitos quedó en el 2,0% y el de los créditos a un día en el 4,0%. Al día siguiente, el Banco de Nueva Zelanda subió su tipo oficial en 25 puntos básicos hasta el 5,25%. Por otra parte, el día 6 de febrero el Banco de Suecia bajó su tipo de referencia en 25 puntos básicos hasta el 2,50% al bajar las perspectivas inflacionistas.

### Nuevo mínimo histórico del euríbor a tres meses

**Al final de enero se reaniman las expectativas de un alza del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal...**

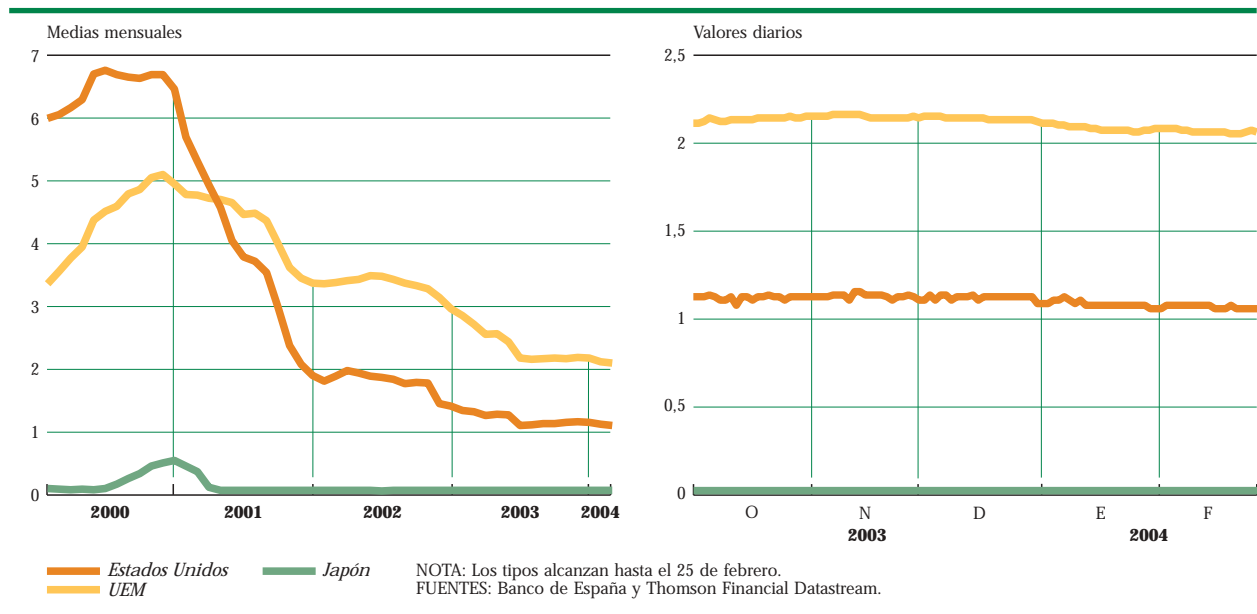
En Estados Unidos, el tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses se ha situado en las últimas semanas en torno al 1,07% sin apenas variaciones, lo que indica que el mercado no espera cambios del tipo de referencia de la Reserva Federal en los próximos meses. En cambio, el rendimiento de los depósitos interbancarios de Estados Unidos a un año pasó bruscamente del 1,31% al 1,44% después del comunicado de la Reserva Federal del 28 de enero, al interpretar el mercado que la autoridad monetaria estadounidense estaba preparando una subida a corto plazo, cuando el escenario planteado era de un alza bien entrado el verano.

**...pero posteriormente se moderan.**

Pero posteriormente, y sobre todo después de las comparecencias bianuales del presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, ante comités del Congreso, las perspectivas de un alza de los tipos de interés se moderaron y la rentabilidad de los depósitos interbancarios a doce meses volvió al nivel previo al repunte del 29 de enero. De esta manera, el tipo de interés de los depósitos interbancarios a un año se colocaba en el 1,31% en la última semana de febrero. De este modo, se situó 5 puntos básicos por debajo de doce meses antes.

### LIVIANO DESCENSO DE LOS TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIOS A TRES MESES

Tipos de interés interbancarios a 3 meses, en porcentaje anual



**El euríbor a doce meses anota una cota mínima anual el día 18 de febrero en el 2,11%.**

En el área del euro, el euríbor a tres meses se deslizó a la baja en las últimas semanas hasta marcar un nuevo mínimo histórico del 2,06% el día 18 de febrero al situarse el euro en zona de máximos históricos y reanimarse las especulaciones sobre una bajada del tipo oficial del Eurosistema para frenar el ascenso del euro. Por otro lado, el euríbor a doce meses anotó una cota mínima anual el día 18 de febrero en el 2,11%, aunque repuntó ligeramente más tarde. Por otra parte, el diferencial a corto plazo con el dólar en las últimas semanas se ha situado en torno a 100 puntos básicos, con un liviano estrechamiento en relación con el final de 2003.

## TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Eonia	Euríbor				Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
	Un día	Un mes	Tres meses	Seis meses	Un año	Tres meses	Tres meses	Tres meses	Tres meses
<b>2003</b>									
Enero	2,79	2,86	2,83	2,76	2,71	1,31	0,01	3,89	0,62
Febrero	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	1,29	0,01	3,65	0,59
Marzo	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	1,23	0,01	3,56	0,36
Abril	2,56	2,58	2,53	2,47	2,45	1,25	0,01	3,55	0,30
Mayo	2,56	2,52	2,40	2,32	2,26	1,24	0,01	3,54	0,29
Junio	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,07	0,01	3,55	0,27
Julio	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	1,08	0,01	3,39	0,28
Agosto	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	1,10	0,01	3,43	0,26
Septiembre	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	1,10	0,00	3,60	0,25
Octubre	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,12	0,00	3,71	0,24
Noviembre	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,13	0,01	3,89	0,25
Diciembre	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	1,12	0,01	3,93	0,26
<b>2004</b>									
Enero	2,02	2,08	2,09	2,12	2,22	1,09	0,01	3,96	0,24
Febrero (*)	2,05	2,07	2,07	2,08	2,14	1,06	0,01	4,13	0,26

NOTA: (\*) Día 25.

FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

## Ligera distensión de las rentabilidades de los bonos del Estado a diez años de Estados Unidos y Alemania

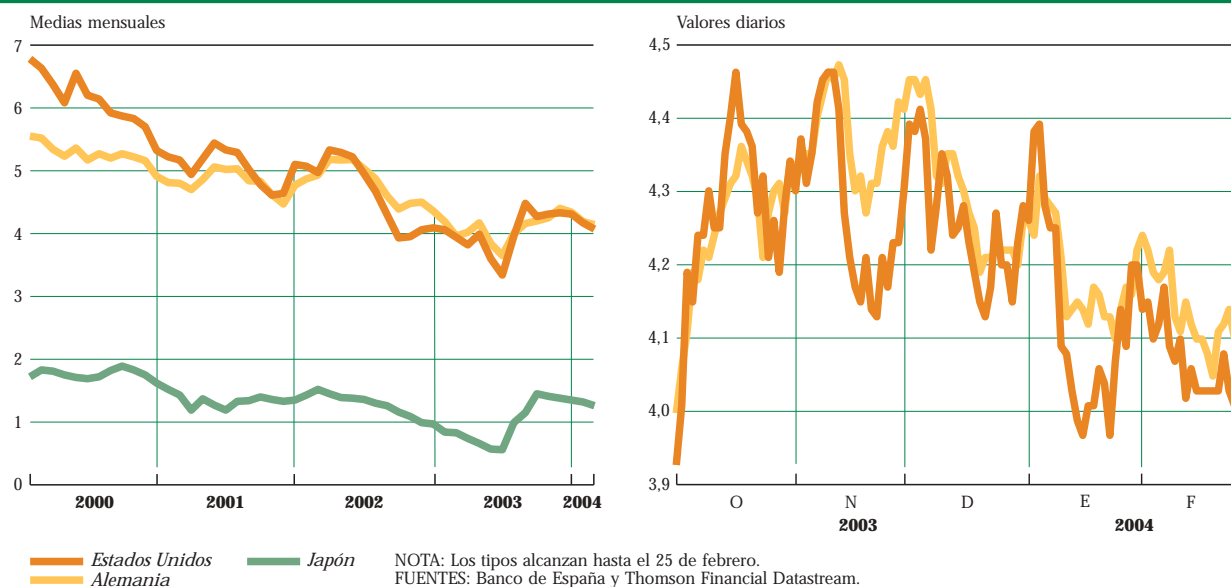
**Repunte transitorio del rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericanos a 10 años.**

El rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericanos a 10 años repuntó hasta el 4,20% el día 28 de enero desde el 4,09% del día anterior al dispararse las expectativas de un alza del tipo de interés oficial de la Reserva Federal tras su comunicado del mismo día. No obstante, desde entonces tendió a relajarse al repetirse declaraciones de tono moderado por parte del presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, y al aparecer datos de debilidad del mercado de trabajo. Así, a mediados de la última semana de febrero el tipo de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a diez años se colocó en el 4,00%, 27 puntos básicos por debajo del final de 2003, aunque 89 puntos básicos por encima del mínimo de las últimas décadas registrado a mediados de junio de 2003.



## SE AMPLÍA LEVEMENTE EL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO ENTRE ALEMANIA Y ESTADOS UNIDOS

Rentabilidad de los bonos públicos a 10 años, en porcentaje anual



**Las compras de bonos públicos de Estados Unidos por parte de los bancos centrales asiáticos siguen presionando las rentabilidades de la deuda pública a la baja.**

La distensión de las rentabilidades de la deuda pública norteamericana a largo plazo se ha producido a pesar del aumento del déficit público de Estados Unidos y de una alta velocidad de crucero de la economía. A favor de una bajada del rendimiento de la deuda pública de Estados Unidos a largo plazo actuaron las numerosas compras de bonos del Tesoro norteamericano por parte de bancos centrales asiáticos como producto de sus intervenciones para evitar la apreciación de sus monedas contra el dólar. No obstante, las perspectivas para el rendimiento de la deuda pública estadounidense son de una moderada tendencia al alza en los próximos meses una vez que se afiance el relanzamiento económico, con el riesgo de un brusco repunte una vez que se produzca el giro alcista de la Reserva Federal.

**El diferencial entre los tipos de interés de los bonos del Estado alemanes y estado-unidenses oscila en torno a unos 6 puntos básicos.**

La deuda europea ha seguido la estela de la homóloga del otro lado del Atlántico en las últimas semanas. Así, su rentabilidad ascendió hacia finales de enero para disminuir a partir de los primeros días de febrero. No obstante, al final de la tercera semana del mes rebotó al debilitarse el euro. A mediados de la última semana de febrero se colocaba en el 4,09%. El diferencial entre los rendimientos de la deuda pública alemana y norteamericana ha fluctuado en torno a 6 puntos básicos en las últimas semanas y se colocó en 9 puntos básicos a mediados de la última semana de febrero.

**El rendimiento de los bonos públicos japoneses flexiona a la baja.**

El tipo de interés de los bonos públicos japoneses también se ha orientado a la baja en los primeros meses del año a pesar de un fuerte crecimiento económico en el cuarto trimestre de 2003. Así, a mediados de la última semana de febrero la rentabilidad de los bonos públicos japoneses se colocó en el 1,20%, 13 puntos básicos menos que al final de 2003. La debilidad de la bolsa nipona contribuyó a que los inversores siguieran refugiándose en los bonos.

## TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2001	2002	2003				2004	
			I	II	III	IV	Enero	25 febrero
Estados Unidos	5,06	4,65	3,94	3,64	4,26	4,32	4,17	4,00
Japón	1,34	1,27	0,80	0,60	1,20	1,38	1,32	1,20
Alemania	4,82	4,80	4,06	3,89	4,12	4,33	4,19	4,09
Francia	4,95	4,88	4,12	3,94	4,13	4,35	4,20	4,10
Italia	5,19	5,04	4,24	4,03	4,25	4,46	4,32	4,21
España	5,12	4,96	4,10	3,92	4,14	4,34	4,19	4,09
Reino Unido	4,97	4,93	4,33	4,25	4,55	4,98	4,83	4,78
Suiza	3,28	3,02	2,29	2,34	2,57	2,68	2,58	2,46

FUENTES: Banco de España, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

### La cumbre del G-7 deja vía libre al ascenso del euro

**El dólar marca un máximo anual en términos globales a finales de enero.**

El dólar se fortaleció hacia finales de enero después del comunicado de la Reserva Federal que fue interpretado en clave alcista. Así, el día 29 de enero marcó un máximo anual frente a un conjunto amplio de monedas, anotando una ligera alza del 0,5% respecto al final de 2003. No obstante, posteriormente tendió a ceder por una serie de factores. A principios de febrero fue perjudicado por el reavivamiento de temores a ataques terroristas. La cumbre de los ministros de finanzas y de los gobernadores de los bancos centrales de los siete países más desarrollados, el denominado G-7, realizada los días 6 y 7 de febrero, no tomó medidas respecto al mercado de cambios, como hubiesen deseado los representantes de la eurozona, pues a las autoridades de Estados Unidos parece convenirles que baje el dólar para reducir el abultado déficit por cuenta corriente y mejorar la competitividad de sus empresas.

**Hacia finales de febrero el dólar recupera algo del terreno perdido.**

No obstante, en la tercera semana de febrero la publicación de los datos de notables entradas de capitales de inversión en cartera en Estados Unidos y del repunte de la inflación estadounidense en enero, que avivó especulaciones sobre una posible alza del tipo de interés oficial antes de lo anticipado, dieron un impulso al dólar. Así, a mediados de la última semana de febrero la moneda norteamericana presentaba una leve apreciación del 0,4% con relación al final de 2003, y se situaba un 2,0% por encima del mínimo anual del 9 de enero.

**El euro alcanza un máximo histórico de 1,29 dólares a mediados de febrero.**

El euro registró un mínimo anual en relación con el conjunto de las divisas de los 13 principales socios comerciales al final de enero. No obstante, en febrero tendió a apreciarse de nuevo. Así, en las tres primeras semanas y media del mes subió un 0,9% y se colocaba el 1,6% por encima del nivel de su lanzamiento a principios de 1999. Con relación al dólar, el euro, apoyado por un diferencial de tipos de interés a corto plazo favorable, registró un nuevo máximo histórico el día 17 de febrero de 1,29 dólares. Sin embargo, la cota de 1,30 dólares se constituyó como una resistencia al existir una cierta cautela entre los operadores ante posibles intervenciones del Banco Central Europeo. Así, el euro se replegó y a mediados de la última semana de febrero se cotizaba a 1,26 dólares.

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Enero 2004

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 25-2-2004
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2002	Anual	
<b>Frente al dólar de EE.UU.</b>							
Yen japonés	105,8	-1,3	106,4	-1,2	-1,2	-10,4	108,9
Libra esterlina (1)	1,825	2,2	1,823	3,9	3,9	12,7	1,872
Franco suizo	1,257	1,5	1,242	-1,6	-1,6	-9,7	1,260
Dólar canadiense	1,324	2,4	1,297	-1,1	-1,1	-15,8	1,334
Peso mexicano	11,01	-2,0	10,92	-3,0	-3,0	2,9	11,08
<i>Índice efectivo nominal</i> (4)	113,5	0,1	112,6	-1,6	-1,6	-9,0	113,8
<b>Frente al euro</b>							
Dólar de EE.UU.	1,238	-1,9	1,261	2,6	2,6	18,8	1,263
Yen japonés	131,1	-3,0	134,1	1,2	1,2	6,4	137,2
Franco suizo	1,563	0,3	1,566	0,7	0,7	7,1	1,574
Libra esterlina	0,685	-2,9	0,692	-1,4	-1,4	5,4	0,668
Corona sueca	9,194	1,3	9,137	1,2	1,2	-0,4	9,234
Corona danesa (3)	7,450	0,1	7,448	0,1	0,1	0,2	7,452
<i>Índice efectivo nominal</i> (5)	103,8	-1,8	105,1	0,9	0,9	9,8	104,7

NOTAS: (1) Unidades por libra esterlina.

(2) Los porcentajes de variación se refieren a las cotizaciones tal como aparecen en el cuadro.

(3) La corona danesa tiene una paridad central frente al euro de 7,46038 con una banda de fluctuación del  $\pm 2,25\%$ .

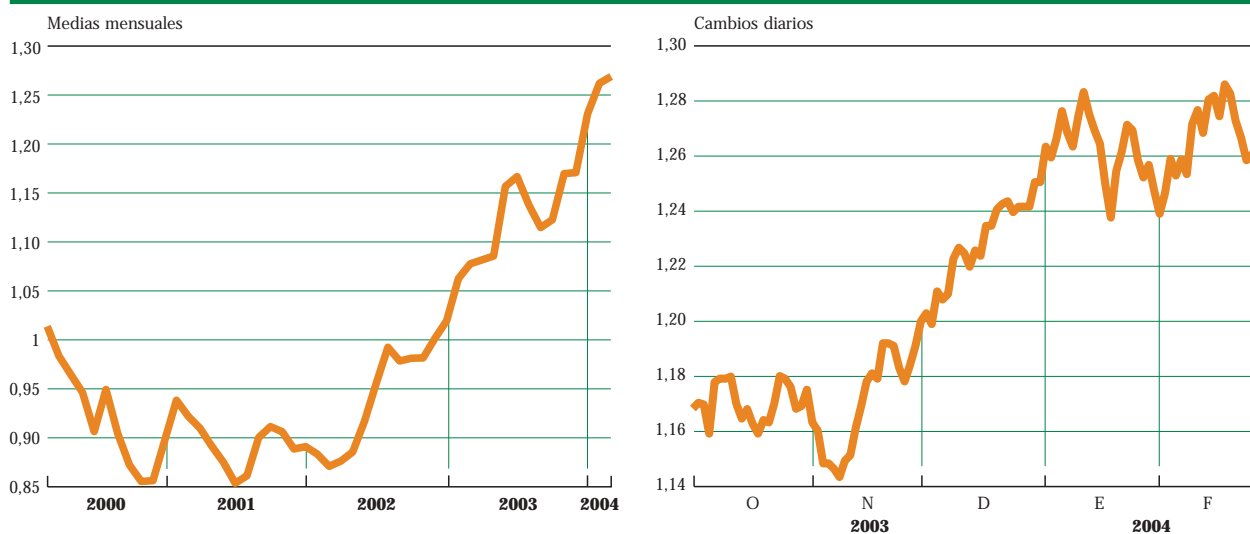
(4) Índice efectivo nominal amplio del dólar de la Reserva Federal de Estados Unidos. Calculado como media ponderada del valor del dólar contra las 26 monedas de los países con mayor volumen de comercio con Estados Unidos. Base: 1-1997 = 100.

(5) Índice de tipo de cambio efectivo nominal del euro del Banco Central Europeo. Calculado como media ponderada del valor bilateral del euro contra las monedas de los 13 principales socios comerciales de la zona del euro. Base: 1-1999 = 100.

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

## EL EURO REGISTRA UN NUEVO MÁXIMO HISTÓRICO CONTRA EL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



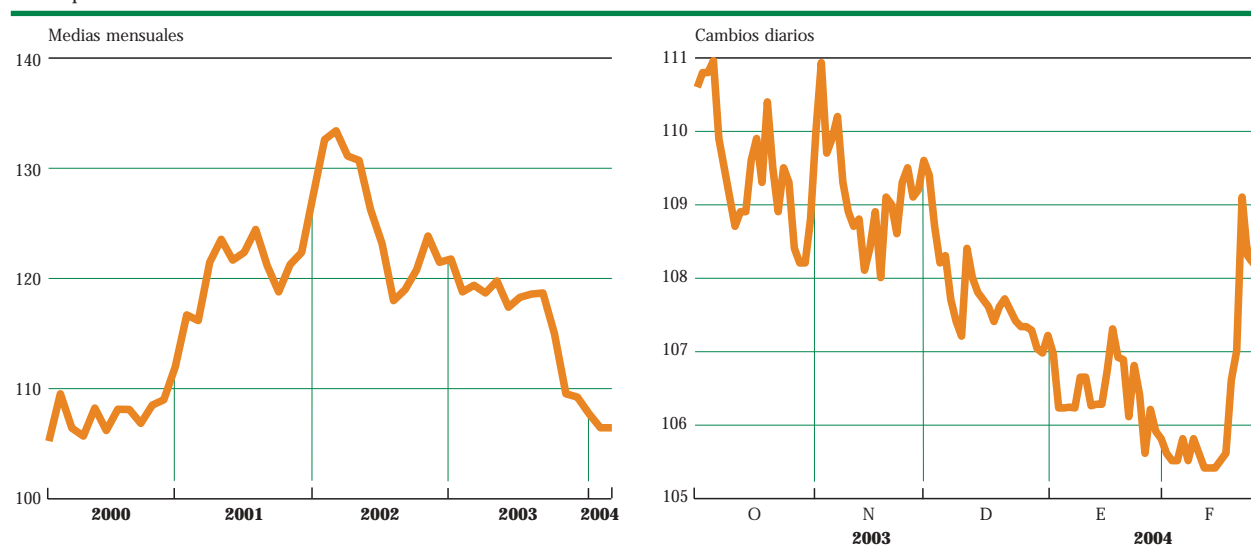
NOTA: Los datos alcanzan hasta el 25 de febrero. FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**El Banco de Japón frena el avance del yen frente al dólar.**

El Banco de Japón intervino fuertemente en enero en los mercados de cambios comprando dólares contra yenes para frenar la apreciación de la moneda nipona. No obstante, la divisa japonesa subió el 1,4% frente al dólar en enero. En las primeras semanas de febrero el yen continuó subiendo frente al dólar y se colocó en 105,4 unidades por dólar el día 12 de febrero, nivel mínimo desde septiembre del año 2000. No obstante, a medida que la moneda nipona se acercaba a la cota de 105 unidades por dólar las actuaciones del Banco de Japón se multiplicaron. Lo cual, junto con un fortalecimiento del dólar, motivó que al final de la tercera semana de febrero el yen se pagase a 109,1 unidades por dólar, con una ligera apreciación del 1,8% con relación al final de diciembre.

**EL BANCO DE JAPÓN FRENA LA TENDENCIA ALCISTA DEL YEN RESPECTO AL DÓLAR**

Yenes por dólar



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 25 de febrero.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**Fortaleza de la libra esterlina, aupada por un creciente diferencial de tipos de interés.**

La libra esterlina, aupada por un creciente diferencial de tipos de interés, marcó un nivel máximo contra el dólar desde septiembre de 1992 de 1,905 dólares el día 17 de febrero. Posteriormente, cedió levemente hasta 1,862 dólares al final de la tercera semana del mes, con una apreciación anual del 4,3%. Respecto al euro también se apreció en las primeras semanas de febrero, apoyada por un ciclo económico más avanzado que en la eurozona, y el día 25 del mes se situaba en 0,668 unidades por euro, nivel máximo desde febrero de 2003, y que suponía una subida del 5,5% en relación con el final de 2003.

## MERCADO DE CAPITALES

Las bolsas de la eurozona muestran mejor tono que la norteamericana

**La debilidad del dólar dificulta el avance de la bolsa norteamericana...**

Los mercados internacionales de renta variable han presentado, en líneas generales, una tónica positiva en las últimas semanas, aunque con diferencias apreciables según índices y mercados. Así, mientras la mayoría de las plazas europeas han saldado el mes de febrero con notables avances que, en la mayor parte de los casos, han llevado los índices a máximos anuales, los principales indicadores norteamericanos han experimentado sendas alcistas de menor recorrido, explicables por el proceso sostenido de depreciación del dólar y las expectativas sobre su cotización futura.

### ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES 30-1-2004

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Datos a 24-2-04	
					Índice	% variación en el mes
Nueva York						
<i>Dow Jones</i>	10.488,1	0,3	0,3	30,2	10.566,4	0,7
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.131,1	1,7	1,7	32,2	1.139,1	0,7
<i>Nasdaq 100</i>	1.493,1	1,7	1,7	51,9	1.462,1	-2,1
Tokio	10.783,6	1,0	1,0	29,3	10.644,1	-1,3
Londres	4.390,7	-1,9	-1,9	23,1	4.496,8	2,4
Zona del euro						
<i>Francfort</i>	4.058,6	2,4	2,4	47,7	3.991,4	-1,7
<i>París</i>	3.638,4	2,3	2,3	23,8	3.683,4	1,2
<i>Amsterdam</i>	353,3	4,6	4,6	19,8	354,2	0,3
<i>Milán</i>	1.239,3	2,9	2,9	23,8	1.299,9	0,5
<i>Madrid</i>	7.929,9	2,5	2,5	33,3	8.159,6	2,9
Zurich	5.736,4	4,5	4,5	29,7	5.801,8	1,1

NOTA: (\*) Nueva York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq 100; Tokio: Nikkei 225; Zona del euro: DJ Euro Stoxx 50; Londres: Financial Times-100; Francfort: DAX; París: CAC 40; Amsterdam: AEX; Zurich: Swiss Market Index; Milán: Banca Commerciale Italiana; Madrid: IBEX 35 de las bolsas españolas.

FUENTES: «Financial Times» y elaboración propia.

**...pese al panorama de mayor tranquilidad dibujado por la Reserva Federal.**

Las alzas bursátiles de febrero se han apoyado en la mayor tranquilidad que se ha extendido entre los inversores una vez finalizada la reunión del G-7 en Florida, que debía pronunciarse sobre cuestiones cambias. Tuvo también efectos positivos la comparecencia del presidente de

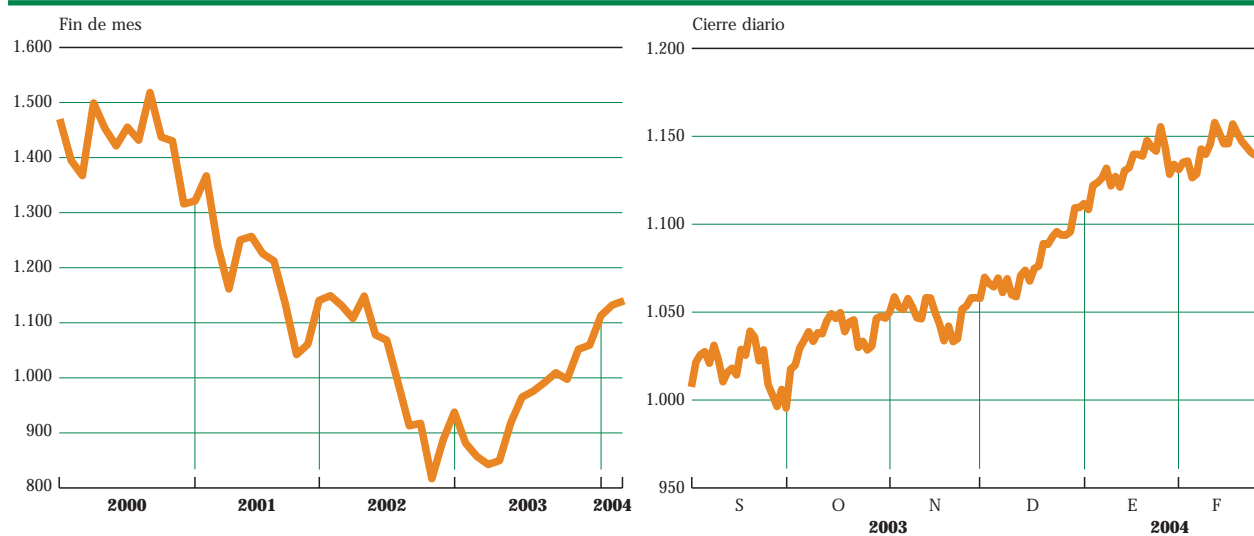
la Reserva Federal de Estados Unidos dando a entender que se alargaba el horizonte temporal para una eventual subida de tipos de interés. Esta comparecencia, en la medida en que alivió el sentimiento respecto a las expectativas de tipos generado por la anterior intervención de la autoridad monetaria norteamericana, supuso un punto de inflexión en la trayectoria de las bolsas frenando las caídas iniciadas en sesiones anteriores.

**Las noticias macro y los buenos resultados no acaban de activar la bolsa norteamericana, en especial su segmento tecnológico.**

En cualquier caso, los vaivenes bursátiles han sido de poca magnitud en estos primeros meses del año y se han producido en un contexto general de noticias macroeconómicas mayormente favorables y también de resultados empresariales positivos. Por ello, en los principales mercados, muy pocos índices han caído por debajo de las cotas en que iniciaron el año. Los niveles más elevados de volatilidad se han registrado en el segmento tecnológico del mercado. El Nasdaq 100, tras ganar casi un 6% hasta finales de enero, perdió toda su renta en poco más de una semana. Posteriormente, recuperó una pequeña parte del terreno cedido, pero volvió a caer a continuación y al comienzo de la última semana de febrero presentaba una ligera pérdida del 0,4% respecto a principio de año.

#### BOLSA NORTEAMERICANA: DESPEGUE CONTROLADO

Índice Standard & Poor's 500 de la Bolsa de Nueva York



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 24 de febrero. FUENTE: Bolsa de Nueva York.

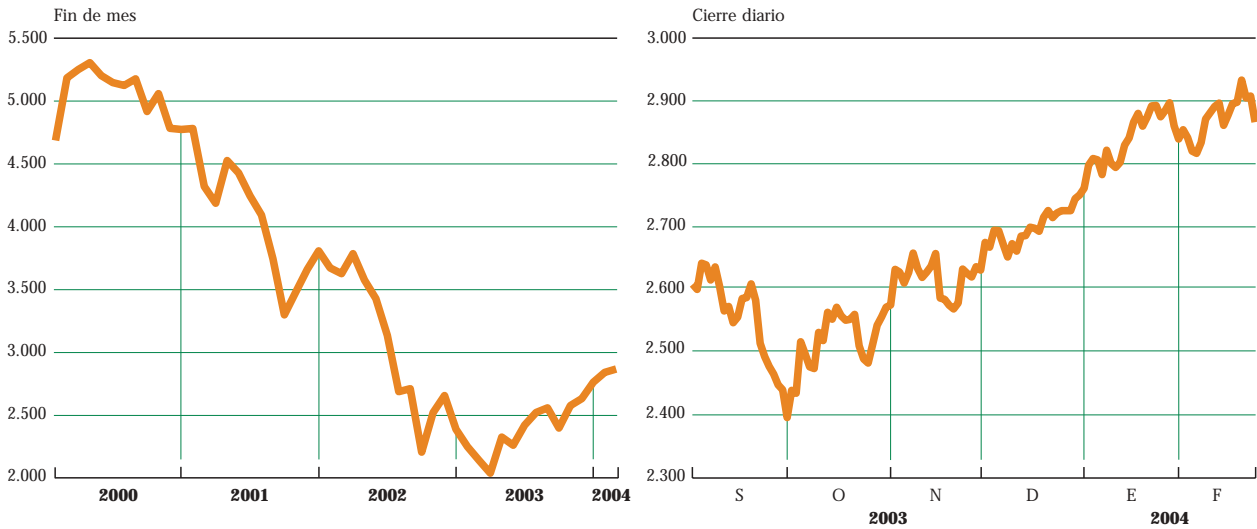
**Los índices más generales de la bolsa neoyorquina presentan avances algo mayores pero modestos.**

Muy similar en cuanto al perfil pero con unas oscilaciones de menor amplitud ha sido la trayectoria de los índices más generales del mercado neoyorquino. El Dow Jones se ha situado, iniciada la última semana de febrero, cerca de un 1% por encima del nivel del cierre de 2003. El índice Standard & Poor's 500, de representatividad más amplia, ha saldado este periodo con un avance superior en más de un punto al Dow Jones con diferencias sensibles entre sectores. Así, los mejores resultados correspondieron a las telecomunicaciones, consumo no cíclico, servicios financieros y energía, sectores con plusvalías acumuladas entre el 4% y el 6%. En el extremo opuesto, presentaban retrocesos modestos las industrias manufactureras y los valores de tecnologías de la información.



## LA BOLSA EUROPEA MANTIENE EL TONO EN FEBRERO

Índice DJ Euro Stoxx 50



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 24 de febrero.

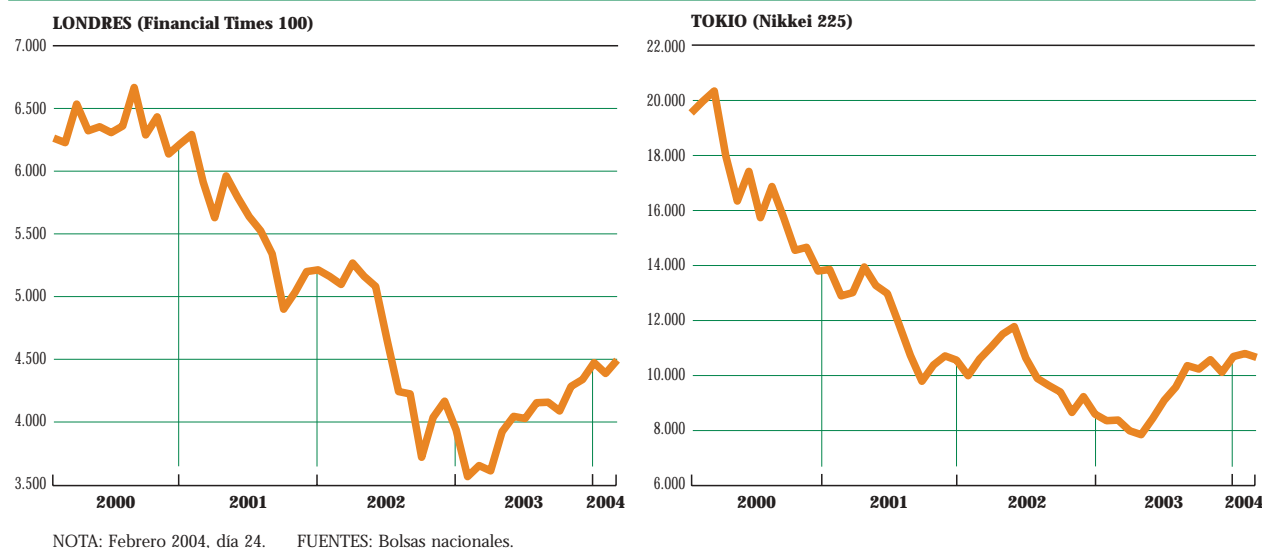
FUENTE: Stoxx Ltd.

**Las bolsas de la zona del euro, en cambio, se recuperan con más intensidad pese a la debilidad de su economía y al mantenimiento de tipos.**

Sensiblemente más favorable ha sido el panorama en el marco de las bolsas de la zona del euro pese al débil crecimiento de su economía, los inconvenientes de una divisa fuerte para los sectores exportadores y el mantenimiento de tipos por parte del Banco Central Europeo. El índice Euro Stoxx 50, representativo de los principales valores de la zona del euro, avanzaba alrededor de un 4% en las tres primeras semanas y media de febrero, con ganancias muy destacables en algunas compañías tecnológicas, de medios de información y fabricantes de equipo de comunicaciones (Getronics, Alcatel y Nokia). Moderadamente positivo también fue el papel jugado por bancos y financieras aunque no de modo generalizado por países. En esta línea se situaron también aseguradoras, empresas de servicios públicos y distribución. Menos favorables, en cambio, fueron los resultados del automóvil, energía y química que mostraron retrocesos moderados.

**La bolsa japonesa pierde fuelle, al igual que las latinoamericanas y en especial la brasileña.**

Fuera del continente europeo, la bolsa londinense ha permanecido al margen del tono positivo general, lastrada, en parte, por la propia política monetaria de ese país, que ya ha iniciado la senda de elevación de tipos de interés. La bolsa japonesa, por su parte, ha mantenido un tono relativamente débil retrocediendo un 4% desde sus máximos de mediados de enero y el índice Nikkei 225 ha vuelto a perder la par del año pese a las mejores noticias procedentes de la zona. En una línea similar, aunque con pérdidas algo más acentuadas, se han movido las principales bolsas latinoamericanas, cediendo terreno desde sus máximos de finales de enero. Pese a ello, la argentina y la mexicana presentan un balance acumulado positivo en lo transcurrido de año, a diferencia de la brasileña donde factores de cariz político han acentuado las correcciones.



## La bolsa española sigue su curso alcista en febrero

**El IBEX 35 supera al Euro Stoxx pero no al resto de índices de los mercados de menor tamaño de la zona del euro.**

El mercado de renta variable español ha presentado una trayectoria algo más favorable que las principales plazas de su entorno continuando, por tanto, con un tono claramente positivo el ejercicio bursátil de 2004. El avance del mercado ha permitido al IBEX 35 superar la cota de los 8.300 puntos aunque, posteriormente, los recortes de tipo técnico impidieron mantener el nivel. Con todo, las ganancias acumuladas para el principal indicador del mercado bursátil español se han situado cerca del 6%, al principio de la última semana de febrero. El balance del principal indicador español, mejor que el de los grandes mercados, queda, no obstante, por debajo del de plazas de menor tamaño dentro de la zona del euro como Lisboa, Helsinki, Bruselas o Viena.

**Telefonía y comunicaciones siguen fundamentando el buen tono del mercado español.**

El favorable balance de la bolsa española en las últimas semanas ha continuado apoyándose en los valores del grupo de comunicaciones encabezados por Telefónica y sus filiales, en particular, Telefónica Móviles y, especialmente TPI, que ha experimentado una intensa revalorización. También Sogecable y Prisa han mantenido su tónica alcista del mes anterior. De este modo, este índice sectorial ha acumulado plusvalías superiores al 12% hasta mediados de la última semana de febrero. Muy favorable también ha sido la trayectoria del índice sectorial de bienes de consumo, apoyado por el buen comportamiento de algunas compañías textiles, alimentarias y farmacéuticas, de manera que las ganancias acumuladas se han acercado al 11%.

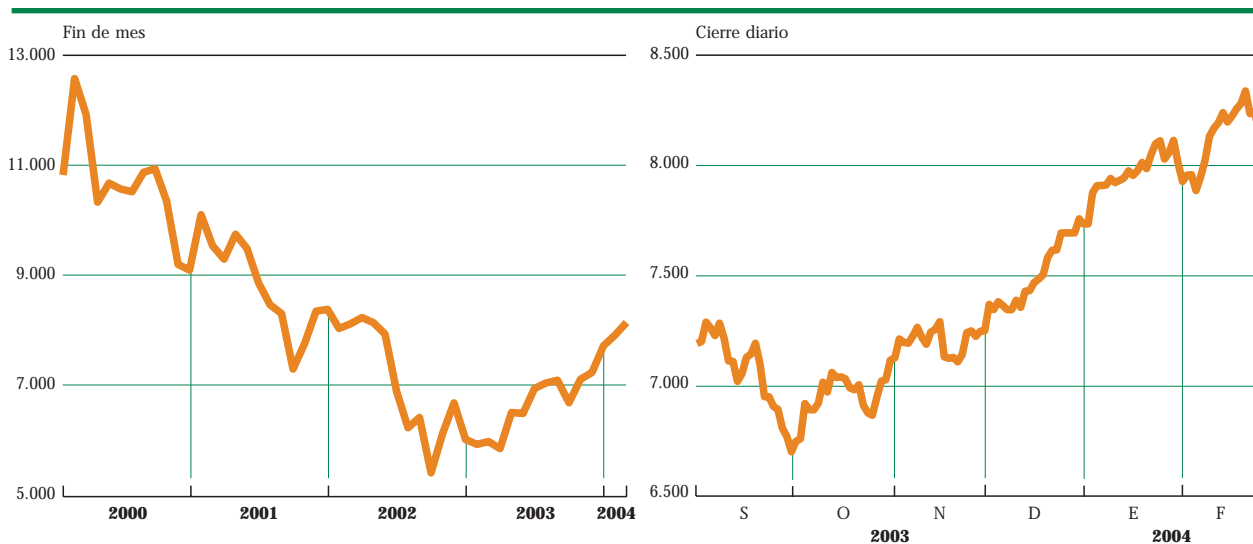
**Las energéticas se suman a las alzas en febrero mientras que algunos servicios de mercado pierden tono.**

También las empresas energéticas, tanto en electricidad como en gas y petróleo, han recuperado posiciones a lo largo de febrero, aunque el menor tono del mes precedente ha empañado ligeramente su balance global desde principios de año. En cambio, la intensa trayectoria alcista experimentada por el índice de servicios de mercado por el impulso de Iberia, entre otras compañías, se ha visto frenado en febrero por retroce-

sos notables en algún valor (Amadeus Global tras la desinversión de Luft-hansa en esa compañía). En una zona intermedia se encuentran las constructoras, con unas plusvalías acumuladas cercanas al 7%. Algo más débil se ha mostrado, en cambio, el sector financiero a raíz de la penalización que sufrió el BBVA tras el anuncio de compra de un banco mejicano.

## EL IBEX 35 INTENTA CONSOLIDARSE POR ENCIMA DE 8.000

Índice IBEX 35, base 1-1-1990 = 3.000



## ÍNDICES DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

	Índice 30-1-2004	% variación mensual	% variación anual	Datos a 24-2-2004	
				Índice	% variación mes anterior
<b>Índices oficiales</b>					
IBEX 35 (1)	7.929,9	2,5	33,3	8.159,6	2,9
Madrid (2)	830,2	2,8	33,1	853,9	2,8
Barcelona (2)	685,3	3,4	37,8	704,0	2,7
Bilbao (3)	1.427,5	3,3	37,6	1.460,8	2,3
Valencia (2)	657,3	3,1	37,9	677,8	3,1
<b>Índices sectoriales Bolsa de Madrid (4)</b>					
Servicios financieros	965,7	-0,3	42,5	969,5	0,4
Energía	1.007,9	1,1	22,7	1.044,6	3,6
Bienes de consumo	967,1	1,9	-1,0	1.050,4	8,6
Construcción	1.346,2	3,0	27,7	1.396,2	3,7
Bienes de inversión e intermedios	1.203,8	1,4	39,6	1.250,6	3,9
Comunicaciones	915,8	8,5	47,2	947,8	3,5
Servicios de mercado	1.199,5	6,6	29,5	1.229,6	2,5

NOTAS: (1) Base a 1 de enero de 1990 = 3.000.

(2) Base a 1 de enero de 1986 = 100.

(3) Base a 1 de enero de 2000 = 2.000.

(4) Base a 1 de enero de 2002 = 1.000.

FUENTES: Bolsas y elaboración propia.

**La contratación efectiva en renta variable crece intensamente en enero.**

El buen tono del mercado facilitó el incremento de la contratación en renta variable. Así, el volumen efectivo negociado en las bolsas de Madrid y Barcelona aumentó notablemente en enero, un 19,5% respecto al mismo periodo del año anterior. En esa misma línea de alto crecimiento se situó la negociación de efectos públicos, en contraposición al descenso experimentado por el segmento de renta fija privada.

### Fuerte aumento de las emisiones de europagarés en 2003

**Gran dinamismo de los europagarés titulizados en 2003.**

En 2003 las emisiones de europagarés (Euro Commercial Paper), valores a corto plazo, experimentaron un notable auge, de acuerdo con la información facilitada por Dealogic. La mayoría de las emisiones se originaron en Europa, con una participación del 76%. Destaca el peso de Alemania, con una cuota del 22%. Por sectores, el mayor emisor fue el del automóvil, seguido por el energético. El euro se mantuvo como la moneda preferida por los emisores, y después de un alza anual del 61% pasó a suponer el 50% del total. El dólar contabilizó una cuota del 26% y la libra esterlina del 16%. El saldo vivo de europagarés subió hasta 422.000 millones de dólares, con un incremento del 33% en relación con el año anterior. Los europagarés titulizados continuaron expandiéndose. Así, su saldo vivo se elevó el 62% hasta representar el 21% del total.

**Notable colocación de bonos de los países emergentes en enero...**

Respecto a los países emergentes, en enero colocaron 13.700 millones de dólares en bonos, la mayor cantidad mensual desde julio de 1997, según Thomson Financial. La elevada emisión de bonos emergentes fue impulsada por el deseo de adelantarse a las previstas subidas en los tipos de interés de Estados Unidos. Por otro lado, fue posible porque los inversores mostraron un gran apetito por el riesgo. De hecho, la acumulación de tenencias de bonos de baja calidad crediticia ha despertado preocupación en vistas de una elevación de los tipos de interés.

**...mientras que el volumen de préstamos sindicados fue modesto.**

En cambio, el volumen de préstamos sindicados fue modesto en enero, y la posición de los bancos fue líquida. No obstante, la perspectiva de un reavivamiento de la actividad de adquisiciones de empresas en febrero ofrecía un mejor panorama para este segmento del mercado de financiación.

### EMISIONES DE EUROPAGARÉS

Millones de dólares

	2002	2003	Variación anual		2003 (% participación)
			Millones de dólares	%	
Europa	1.174.248	1.658.621	484.373	41,2	76,0
Estados Unidos y Canadá	226.817	272.921	46.104	20,3	12,5
Oceania	73.803	105.907	32.104	43,5	4,9
Caribe	66.270	79.760	13.490	20,4	3,7
Asia	23.834	24.700	866	3,6	1,1
Latinoamérica	2.007	2.034	27	1,3	0,1
Otros	24.992	35.057	12.065	48,3	1,7
<b>TOTAL</b>	<b>1.591.971</b>	<b>2.181.000</b>	<b>589.029</b>	<b>37,0</b>	<b>100,0</b>

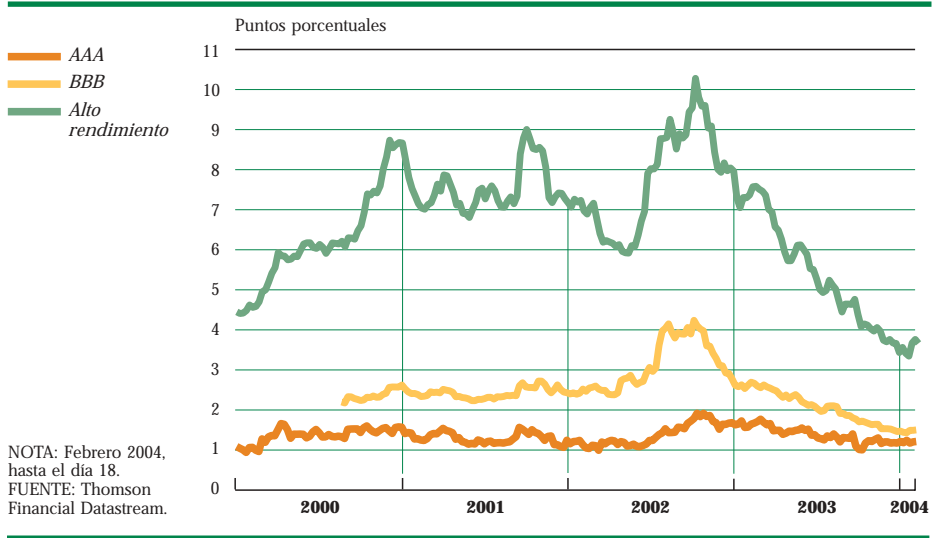
FUENTES: Dealogic y elaboración propia.

**La tasa de morosidad global de los bonos de alto rendimiento continúa descendiendo en enero...**

La tasa de morosidad global de los bonos de alto rendimiento (de baja calidad crediticia) siguió disminuyendo hasta el 5,1% en enero en media de los últimos doce meses, frente al 5,2% anotado en diciembre de 2003, de acuerdo con la agencia de calificación Moody's. Por áreas geográficas, esta tasa no experimentó variación en Estados Unidos, manteniéndose en el 5,4%, mientras que en Europa bajó hasta el 4,6% desde el 6,1% registrado en el mes precedente. Se prevé que la morosidad continúe descendiendo a lo largo del actual ejercicio con la mejora del clima económico.

**LIGERO REPUNTE DE LA AVERSIÓN AL RIESGO**

Diferencial de rentabilidad de los bonos empresariales norteamericanos respecto al rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo



**...pero las primas de riesgo repuntan en febrero.**

La aversión al riesgo, medida por el diferencial frente a los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo, marcó los niveles mínimos de los últimos seis años hacia finales de enero. Sin embargo, el mercado reaccionó al comunicado del 28 de enero de la Reserva Federal de Estados Unidos con un repunte de las primas de riesgo al anticiparse el giro monetario restrictivo. Esto afectó en particular a los bonos emitidos por los países emergentes, denominados mayormente en dólares.

## ACTIVIDAD ECONÓMICA

El PIB crece un 2,4% en 2003

***El crecimiento del PIB progresa hasta el 2,7% en el cuarto trimestre.***

El Producto Interior Bruto (PIB) creció un 2,7% en tasa interanual en el cuarto trimestre de 2003 según los datos corregidos de efectos estacionales y de calendario publicados por el Instituto Nacional de Estadística. Este registro consolida la tónica de recuperación sostenida que viene mostrando la economía española desde finales de 2002 y ha permitido cerrar el año con un crecimiento medio del 2,4%, cuatro décimas superior al del año precedente.

***El sector exterior dinamiza la economía a finales de 2003, aunque de modo insuficiente para mejorar su balance anual...***

La aceleración del crecimiento del PIB en este último trimestre se ha fundamentado en el sector exterior, que ha reducido su contribución negativa al crecimiento pues la demanda interna ha mostrado un cierto debilitamiento. El mejor tono del sector exterior en los últimos compases del año, sin embargo, no ha conseguido mejorar su balance medio anual. En efecto, el saldo exterior ha tenido un papel más negativo en 2003 que en 2002, al restar un punto porcentual al crecimiento de la demanda interna frente a sólo seis décimas el año anterior.

***...en el que pesa más el mayor crecimiento de las importaciones que la recuperación de las exportaciones.***

El deterioro del balance del sector exterior se debió más al mayor crecimiento de las importaciones que a un mal comportamiento de las exportaciones. En efecto, las importaciones experimentaron un crecimiento del 6,7% real en 2003, prácticamente cinco puntos por encima del año anterior, con incrementos muy superiores en el caso de las de bienes respecto a las de servicios. Las exportaciones, por su parte, registraron un aumento del 4,0% frente al cero registrado en 2002. En este caso, también, el mayor dinamismo correspondió a las de bienes pues las de servicios permanecieron estancadas en 2003.

***La demanda interna se debilita en el último trimestre pero el balance anual es muy favorable.***

El debilitamiento de la demanda interna en el último trimestre vino principalmente de la mano de la formación bruta de capital fijo, en especial del componente de bienes de equipo, pues tanto la demanda de construcción como la de consumo se moderaron muy ligeramente. Con todo, en el conjunto de 2003 la aportación al crecimiento de la demanda interna se situó en 3,4 puntos porcentuales, ocho décimas más que en el año anterior.

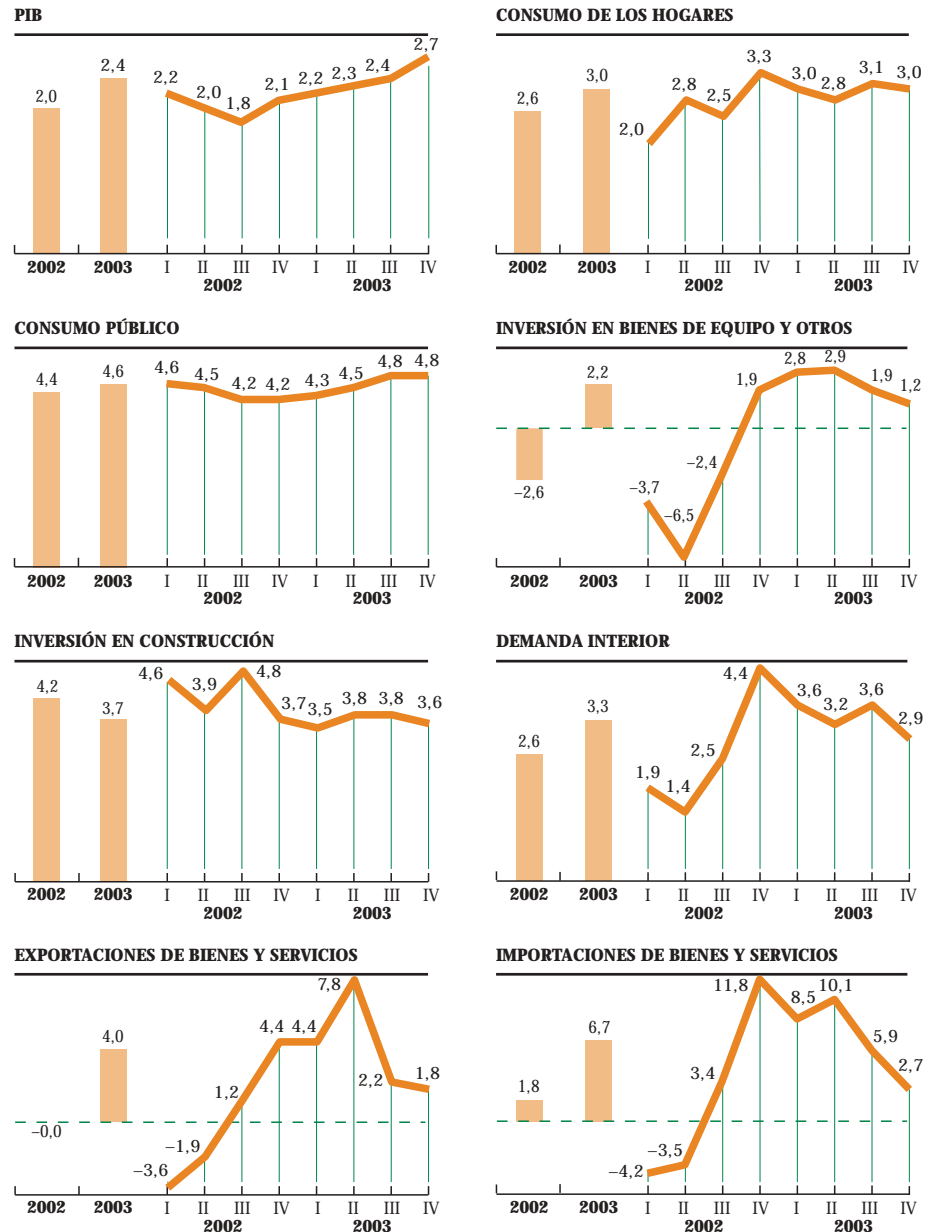
***Se modera el tono de la inversión en bienes de equipo pero su aumento acumulado supera el de 2002.***

La pérdida de vigor de la formación bruta de capital fijo en el segundo semestre no impidió cerrar el año con un balance más positivo que en 2002, al acumularse un crecimiento del 3,0%, mayor en dos puntos al de ese año. El cambio de panorama fue especialmente visible en la demanda de bienes de equipo, pues su crecimiento medio en 2003, un 2,2%, contrasta notoriamente con el descenso del 2,6% del año anterior. En cambio,

la demanda de construcción, más estable a lo largo del año, acabó el ejercicio con un avance del 3,7%, medio punto menos que en 2002.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES  
Porcentaje de variación interanual (\*)

*La demanda interior pierde empuje.*



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

*Expansión notable del consumo de las administraciones públicas.*

El gasto en consumo final creció un 3,3% en 2003, tres décimas más que en el año precedente y mostró un perfil de notable estabilidad. El gasto real de los hogares, por su parte, aumentó un 3,0%, cuatro décimas más que en 2002 gracias a la recuperación del empleo (su crecimiento



medio se situó en el 1,8% en puestos de trabajo a tiempo completo) y al incremento de la remuneración real por asalariado, un 1,1%, todo ello en un contexto de fuerte expansión del crédito al consumo. El gasto en consumo final de las administraciones públicas, por su parte, progresó a una tasa del 4,6%, dos décimas por encima del año anterior.

*Se dinamizan los servicios de mercado, se modera la construcción y la industria muestra una ligera recuperación en un contexto de bajo crecimiento.*

Desde la perspectiva de la oferta, los datos del cuarto trimestre ratifican el perfil ascendente de los servicios, una leve mejora en la tendencia de la poco vigorosa actividad industrial y un principio de moderación en la construcción y en las ramas energéticas. El mayor crecimiento correspondió a los servicios ligados a las administraciones públicas, que elevaron su ritmo de expansión en el último trimestre hasta un 3,9%, con una media para el conjunto de año del 3,3%, un punto superior a la de 2002. Muy elevado también fue el incremento de la actividad en la construcción, un 3,6%, pero menor al del año precedente. Por su parte, la industria creció modestamente, un 1,3%, superando el registro del año anterior pero sin presentar un perfil de recuperación. La actividad agraria y pesquera, finalmente, cerró el año con un balance muy pobre, sin mejorar apreciablemente el registro del periodo anterior pese a la ostensible recuperación del nivel de actividad en el último trimestre.

#### PIB: COMPONENTES DE OFERTA

Datos brutos corregidos de efectos estacionales y de calendario

	Millones de euros (precios corrientes)	Tasas de crecimiento interanual, en pesetas constantes (*)								
		2003	2002				2003			
			I	II	III	IV	I	II	III	IV
Ramas agraria y pesquera	22.187	0,7	7,5	2,0	1,8	-6,6	-1,6	-0,6	0,9	4,2
Ramas energéticas	21.081	1,4	2,1	-1,2	-0,3	0,5	0,3	1,6	2,6	1,0
Ramas industriales	109.514	1,3	-0,7	-0,4	1,1	2,7	2,5	1,7	0,2	0,7
Construcción	67.277	3,6	5,1	4,5	5,5	4,1	3,4	3,7	3,8	3,5
Ramas de los servicios	448.732	2,1	2,1	2,5	1,9	2,2	1,7	1,6	2,5	2,7
<i>Servicios de mercado</i>	<i>349.584</i>	<i>1,8</i>	<i>1,8</i>	<i>2,4</i>	<i>1,9</i>	<i>2,3</i>	<i>1,5</i>	<i>1,2</i>	<i>2,2</i>	<i>2,4</i>
<i>Servicios de no mercado</i>	<i>99.148</i>	<i>3,3</i>	<i>3,1</i>	<i>2,6</i>	<i>2,0</i>	<i>1,8</i>	<i>2,5</i>	<i>3,0</i>	<i>3,7</i>	<i>3,9</i>
Impuestos netos sobre los productos	74.255	6,8	4,2	3,4	0,3	3,1	6,6	9,3	5,5	5,7
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>743.046</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>

NOTA: (\*) Año base: 1995.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

*La remuneración por asalariado se acelera y los costes laborales unitarios crecen un 3,6%.*

Desde la óptica de las rentas, la remuneración de los asalariados elevó su crecimiento hasta el 6,8% nominal en el último trimestre del año, quedando la media anual en un 6,7%, siete décimas por encima del registro del año anterior. La remuneración nominal media por asalariado creció un 4,2%, cuatro décimas de punto más que en 2002. Aumento idéntico experimentaron los costes laborales unitarios, situándose en un 3,6% medio anual. El auge de las rentas salariales se compensó, en buena medida, por la moderación del crecimiento de las rentas mixtas y el excedente bruto de explotación, hasta un 5,9% anual. Por último, los impuestos sobre producción e importaciones crecieron un 10,2%, alrededor de tres puntos por encima del año anterior.

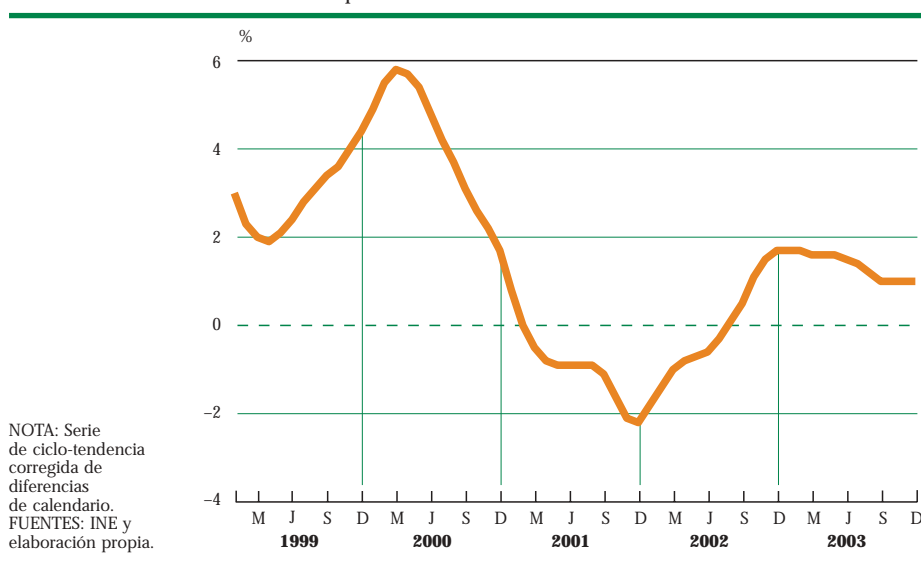
## Indicadores de actividad: tono expansivo en los inicios de 2004

**La demanda interna continúa impulsando el crecimiento de la actividad económica.**

Los primeros datos relativos a 2004 muestran que se mantiene el ritmo de actividad de la economía española. Es lo que apunta, por ejemplo, el consumo de electricidad –indicador altamente representativo del tono de la actividad general– que, tras depurar los efectos de calendario y temperatura, creció un 6,2% interanual en enero, frente al 4,5% registrado durante los tres meses precedentes. La demanda interna mantiene un perfil de crecimiento bastante estable, mientras que en el plano exterior los déficit comercial y por cuenta corriente tienden a ampliarse ligeramente.

### SE ESTANCA EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Variación interanual del índice de producción industrial



**La industria no sale de su atonía...**

Desde la perspectiva de la oferta, la industria continúa mostrando un tono alicaído. En el cuarto trimestre de 2003, el índice de producción general, filtrando las diferencias de calendario, creció un modesto 1,1%, prácticamente igual que en los tres meses precedentes. Una imagen similar es la proyectada por la encuesta de coyuntura del Ministerio de Ciencia y Tecnología. El indicador de clima se situaba en diciembre en la cota de 1,3 puntos negativos, algo mejor no obstante, que en los nueve meses precedentes. La cartera de pedidos sigue moviéndose en la zona negativa pero muestra un suave tendencia ascendente, principalmente en el apartado de bienes de consumo. Para completar el panorama, constatamos que la utilización de la capacidad de producción aumentó al 80,4% en el cuarto trimestre de 2003 y que las previsiones del sector para los tres próximos continúan siendo moderadamente optimistas.

**...aunque la química y la automoción, entre otras, reflejan un tono positivo.**

La evolución de las principales ramas de actividad continúa sujeta a grandes disparidades. Por ejemplo, la industria química logró un sólido avance en 2003 (4,3% de crecimiento medio), al igual que la construcción de vehículos a motor (3,8%), maquinaria y material eléctrico (4,8%), óptica, relojería e instrumentos médico-quirúrgicos (5,2%) y maquinaria y material

eléctrico (4,8%). Por el contrario, sufrieron descensos muy acusados en estos doce meses la industria textil (6,8%), confección y peletería (4,2%), cuero y calzado (11,0%) y electrónica de consumo (11,4%).

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2001	2002	2003						2004
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad (1)	3,8	4,6	3,8	4,4	6,0	3,9	4,8	4,8	6,2
Índice de producción industrial (2)	0,2	1,4	1,5	1,7	1,0	1,1	1,5	0,8	...
Indicador de clima industrial (3)	-5,8	-1,7	-2,7	-0,8	-2,7	-0,1	-0,6	-1,3	...
Utilización capacidad productiva (4)	78,1	79,2	78,9	77,7	79,8	-	80,4	-	-
Imp. bienes interm. no energ. (5)	6,4	4,3	10,6	7,8	-0,1	-1,5	-3,4	...	...
<b>Construcción</b>									
Consumo de cemento	4,7	4,6	3,9	5,1	4,5	0,9	4,9	10,0	1,6
Indicador de clima en la construcción (3)	7,0	9,6	15,3	17,5	6,5	-8,0	-2,0	7,0	...
Viviendas (visados obra nueva)	4,3	20,3	23,9	21,7	14,1	20,2	24,9	...	...
Licitación oficial	13,2	-5,2	34,7	21,4	-34,0	-43,6	...	...	...
<b>Servicios</b>									
Ventas comercio minorista	5,7	5,7	5,6	5,9	5,4	7,0	3,6	7,0	...
Turistas extranjeros	4,5	0,2	-1,6	5,1	-3,0	0,1	0,0	4,5	6,9
Ingresos turismo	-2,9	3,8	0,3	7,5	3,9	3,0	1,0	...	...
Mercancías ferrocarril (Tm-km)	-0,7	1,7	0,7	-2,6	5,8	5,7	-0,2	3,5	-0,8
Tráfico aéreo pasajeros	-1,1	7,4	4,5	8,3	7,7	7,3	9,4	9,2	7,4
Consumo de gasóleo automoción	6,2	7,9	10,2	8,5	7,2	6,0	2,5	9,8	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(3) Encuesta de Coyuntura: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

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

(5) En volumen.

FUENTES: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, SEOPAN, Aviación Civil, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Ciencia y Tecnología, Ministerio de Economía y elaboración propia.

**El fuerte ritmo expansivo de la construcción podría haber tocado techo...**

En el sector de la construcción, los principales indicadores siguen reflejando un tono bastante positivo, aunque alguno de ellos podrían haber alcanzado ya el punto más álgido. Es el caso, por ejemplo, del consumo de cemento que, en términos de ciclo tendencia, mantiene un ritmo de crecimiento bastante estabilizado (ligeramente superior al 5,0%) en los últimos meses. Otros indicadores avanzados del sector de la vivienda moderaron también su ritmo expansivo, como las unidades proyectadas e iniciadas, que durante el tercer trimestre de 2003 redujeron su tasa de crecimiento anual al 4,8% y 13,3%, respectivamente, inferiores a los observados en meses precedentes.

**...aunque el sector se muestra optimista de cara al futuro.**

También la licitación oficial de las administraciones públicas tendió a desacelerar en la segunda mitad de 2003 las altas tasas de crecimiento anteriores. En el mismo sentido, el indicador de clima de la construcción registró un progresivo empeoramiento, a pesar de que las previsiones de cara al futuro, en cuanto a la producción y a la cartera de pedidos, conti-

nuaban siendo bastante optimistas. Según los colegios de aparejadores y arquitectos técnicos, los visados de obra nueva seguían creciendo a un ritmo muy vivo (en torno a un 20% interanual de promedio) hasta noviembre, lo que vendría a avalar dicho optimismo.

**El turismo presenta un balance moderadamente favorable gracias a la demanda nacional.**

En los servicios, se confirman los resultados moderadamente positivos del turismo, gracias sobre todo a la demanda nacional. En efecto, las pernoctaciones de españoles en establecimientos hoteleros aumentaron un 4,7% de promedio en 2003, mientras que las relativas a extranjeros crecieron un modesto 0,7%, en consonancia con el práctico estancamiento del número de turistas procedentes del exterior (0,3% de incremento). Con todo, los ingresos contabilizados en la balanza de pagos englobados en la rúbrica de turismo registraron un crecimiento nominal del 3,8% hasta noviembre, que se reducen a menos del 1% si descontamos el efecto del aumento de precios.

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2001	2002	2003						2004
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
<b>Consumo</b>									
Producción de bienes de consumo (*)	2,4	0,2	0,4	1,8	0,3	-1,1	-2,6	-1,4	...
Importación de bienes de consumo (**)	5,0	9,7	7,9	10,3	12,6	6,9	7,6	...	...
Matriculaciones de automóviles	-6,6	3,8	-5,7	3,6	7,5	8,2	12,6	10,3	9,2
Crédito al consumo de bienes duraderos	12,6	0,3	-2,2	-0,8	4,0	-	-	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-11,6	-13,7	-17,0	-13,7	-12,3	-12,0	-12,0	-11,0	-12,0
<b>Inversión</b>									
Producción de bienes de equipo (*)	-4,9	0,4	0,3	0,4	-2,2	4,0	3,3	-0,1	...
Importación de bienes de equipo (**)	-5,8	17,1	10,6	22,6	26,2	1,1	14,8	...	...
Matriculación de vehículos industriales	-6,0	13,5	15,8	10,6	16,3	12,8	12,2	10,6	7,5
<b>Comercio exterior (**)</b>									
Importaciones no energéticas	3,7	7,9	9,9	11,0	7,6	1,2	2,7	...	...
Exportaciones	1,4	6,1	5,9	11,1	4,6	4,4	-2,1	...	...

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

(\*\*) En volumen.

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

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

**Buen tono general en el resto de servicios.**

En el resto de servicios, se aprecia en general un tono expansivo en el transporte, el comercio, los servicios a empresas y las tecnologías de la información. Por lo que se refiere al transporte, el crecimiento del tráfico de mercancías es en general más intenso que el correspondiente al transporte de pasajeros, excepto en lo referente al tráfico aéreo, que tras cerrar 2003 con un aumento de viajeros del 10,1%, creció en enero un 7,4% interanual. Por lo demás, se aceleró también el ritmo de crecimiento de las ventas del comercio minorista durante el cuarto trimestre de 2003 (6,0% nominal equivalente al 3,3% real, con respecto al mismo periodo del año anterior). En estos tres meses, el ritmo expansivo fue más intenso

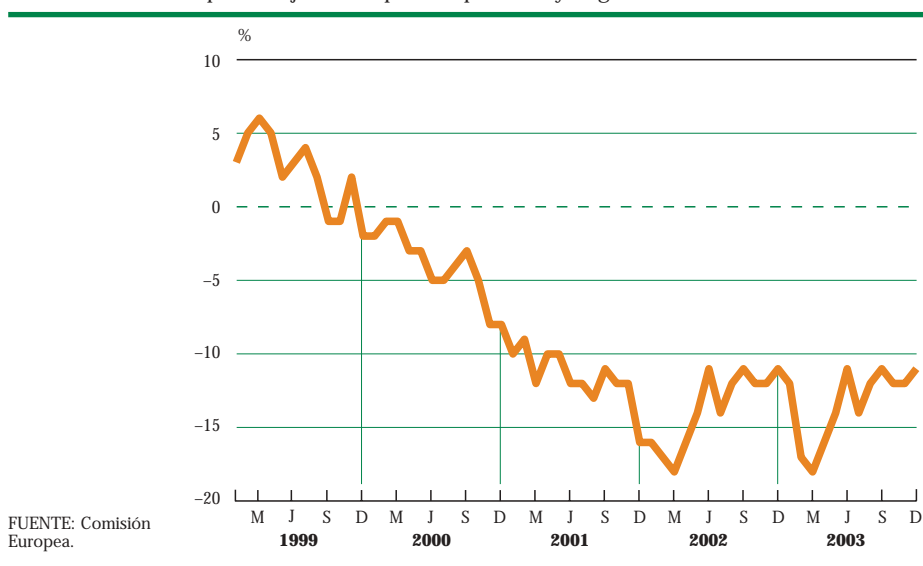
en el capítulo de bienes no alimenticios (4,3% real) y, por clases de establecimientos, en las grandes superficies (7,4%).

### **Crecimiento sostenido del consumo...**

El crecimiento estable del empleo, la ganancia de poder adquisitivo por el descenso de la inflación y la continuidad de los bajos tipos de interés continúan impulsando al consumo, como los primeros datos de 2004 confirman. El notable incremento de las matriculaciones de automóviles de turismo (9,2% interanual en enero), que sigue la pauta de los últimos meses de 2003, es un claro ejemplo de ello. En la misma línea, las importaciones de bienes de consumo registraron un incremento notable (10,3% en volumen) entre julio y noviembre, que contrasta con el descenso registrado por la producción interior de bienes de dicha naturaleza (0,8% en la segunda mitad de 2003), afectada por la debilidad de las exportaciones y por una posible pérdida de cuota en el mercado nacional.

### **EL SENTIMIENTO DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES NO ACABA DE REMONTAR**

Diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas



FUENTE: Comisión Europea.

### **...aunque la confianza de los consumidores no registra ningún avance en los últimos meses.**

A pesar del buen tono general del consumo, la confianza de los consumidores no ha progresado mucho en los últimos meses (ha oscilado en torno a la cota de 12 puntos negativos) aunque sí han mejorado algo las expectativas de los consumidores con respecto a los próximos doce meses. Para completar el panorama de la actividad española, desde el punto de vista de la demanda, constatamos que la inversión en bienes de equipo ha mantenido un perfil de crecimiento relativamente estable en los últimos meses. En concreto, las importaciones de bienes de dicha naturaleza crecieron un 17,3% de promedio entre julio y noviembre de 2003, y las matriculaciones de vehículos de carga aumentaron por encima del 13,5% en la segunda mitad de dicho ejercicio.

## MERCADO DE TRABAJO

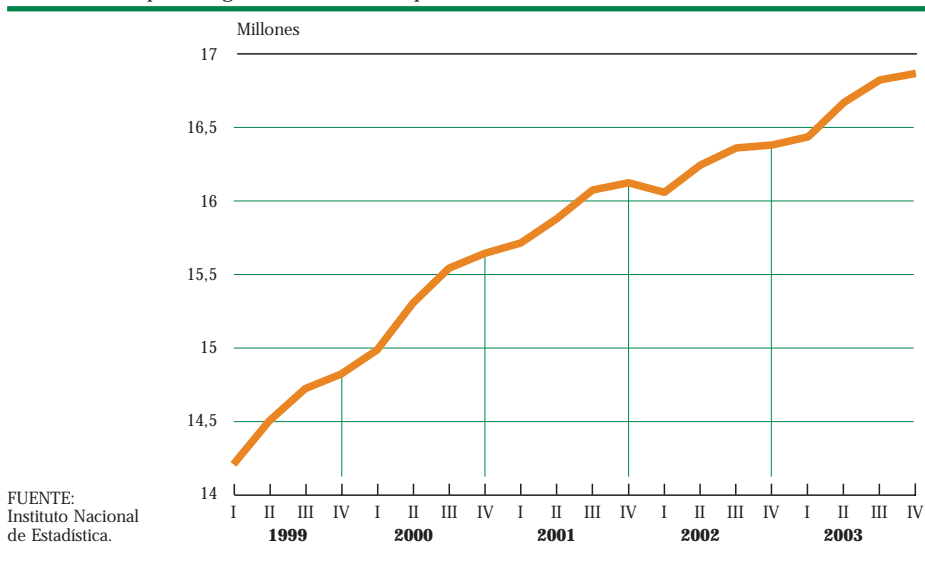
### Sólido balance del empleo en 2003

**El empleo acelera su crecimiento hasta el 3% en el último trimestre de 2003 según la EPA...**

La economía española creó 44.800 nuevos puestos de trabajo netos en el cuarto trimestre de 2003 según la encuesta de población activa (EPA). Este aumento, sensiblemente superior al del mismo periodo del año precedente, permitió que el ritmo de creación de empleo se acelerase hasta un 3,0% interanual, dos décimas por encima del trimestre anterior, confirmando la tendencia de solidez que vino mostrando el mercado de trabajo a lo largo del pasado año.

### EL EMPLEO AFIRMA SU TENDENCIA DE CRECIMIENTO

Población ocupada según la encuesta de población activa



**...y el ejercicio termina con casi 500.000 nuevos ocupados...**

El buen comportamiento del mercado de trabajo en el cuarto trimestre permitió alcanzar una cifra total de 16.862.000 personas ocupadas, 484.700 más que en 2002, un resultado más favorable que el del ejercicio precedente y similar al alcanzado en 2001. Alternativamente, los resultados de la contabilidad nacional trimestral arrojan un crecimiento del empleo de la economía del 2,1% en 2003, con una creación de 339.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

EMPLEO ESTIMADO  
Cuarto trimestre 2003

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación anual		Participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	%
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	951,8	41,1	4,5	10,3	1,1	5,6
No agrarios	15.910,2	3,1	0,0	474,5	3,1	94,4
<i>Industria</i>	<i>3.075,5</i>	<i>-71,3</i>	<i>-2,3</i>	<i>-94,8</i>	<i>-3,0</i>	<i>18,2</i>
<i>Construcción</i>	<i>1.991,9</i>	<i>2,7</i>	<i>0,1</i>	<i>81,7</i>	<i>4,3</i>	<i>11,7</i>
<i>Servicios</i>	<i>10.842,8</i>	<i>71,7</i>	<i>0,7</i>	<i>487,6</i>	<i>4,7</i>	<i>64,3</i>
<b>Por empleadores</b>						
Sector privado	14.114,7	39,5	0,3	395,0	2,9	83,7
Sector público	2.747,3	4,7	0,2	89,7	3,4	16,3
<b>Por situación profesional</b>						
Asalariados	13.752,6	22,4	0,2	452,7	3,4	81,6
<i>Contrato indefinido</i>	<i>9.533,7</i>	<i>23,7</i>	<i>0,2</i>	<i>316,9</i>	<i>3,4</i>	<i>56,5</i>
<i>Contrato temporal</i>	<i>4.218,9</i>	<i>-1,3</i>	<i>-0,0</i>	<i>135,8</i>	<i>3,3</i>	<i>25,0</i>
No asalariados	3.091,7	28,5	0,9	31,1	1,0	18,3
<i>Empresarios empleadores</i>	<i>932,2</i>	<i>24,0</i>	<i>2,6</i>	<i>49,0</i>	<i>5,5</i>	<i>5,5</i>
<i>Empresarios no empleadores</i>	<i>1.898,2</i>	<i>11,7</i>	<i>0,6</i>	<i>-15,3</i>	<i>-0,8</i>	<i>11,3</i>
<i>Ayudas familiares</i>	<i>261,3</i>	<i>-7,2</i>	<i>-2,7</i>	<i>-2,6</i>	<i>-1,0</i>	<i>1,5</i>
Otros	17,7	-6,7	-27,5	0,9	5,4	0,1
<b>Por tiempo de ocupación</b>						
A tiempo completo	15.486,6	-46,2	-0,3	395,8	2,6	91,8
A tiempo parcial	1.375,4	90,3	7,0	89,0	6,9	8,2
<b>Por sexos</b>						
Varones	10.323,1	-30,5	-0,3	158,1	1,6	61,2
Mujeres	6.538,9	74,7	1,2	326,7	5,3	38,8
<b>TOTAL</b>	<b>16.862,0</b>	<b>44,2</b>	<b>0,3</b>	<b>484,7</b>	<b>3,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

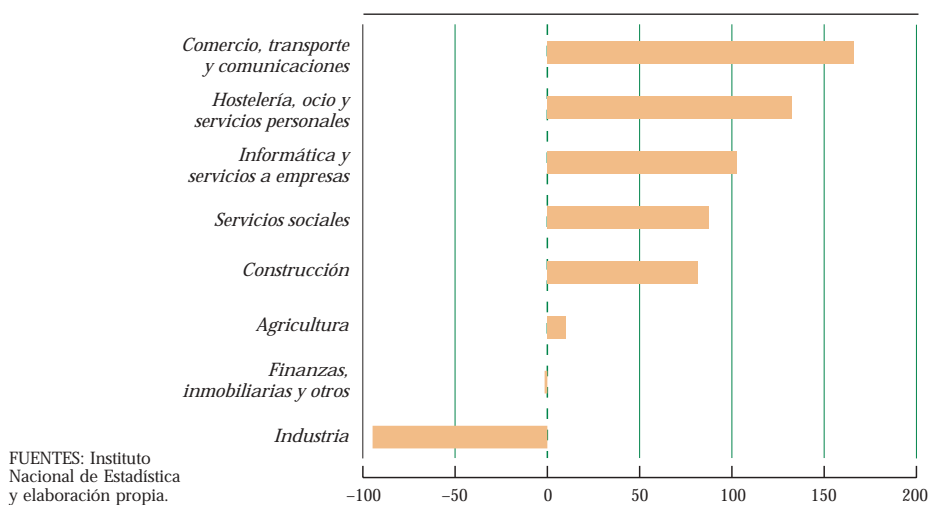
**...la mayor parte de ellos en servicios de bajo valor añadido.**

Según los resultados de la EPA, la continuidad del vigor del mercado de trabajo fue especialmente visible en la construcción y los servicios. En ambos casos, el ritmo de aumento de la ocupación superó la cota del 4% interanual. En la industria, en cambio, el empleo continuó por una senda de contracción mientras que la agricultura se apartó de su tendencia al descenso. En términos absolutos, el comercio, los transportes y las comunicaciones absorbieron la mayor parte de los nuevos empleos generados, situándose a continuación hostelería y restauración. Estas actividades dieron empleo a casi 300.000 nuevos ocupados. Notable también fue el desarrollo de los servicios diversos a empresas, con más de 100.000 nuevos empleos y la construcción, 81.700. En el lado negativo, se constata la pérdida de casi 100.000 puestos de trabajo en la industria.



## LA INDUSTRIA PIERDE EMPLEOS

Variación anual del número de ocupados en el cuarto trimestre de 2003, en miles



**El 93% de los nuevos ocupados son asalariados y los trabajadores autónomos suponen el 18% del total.**

El nuevo empleo se generó mayoritariamente en régimen de asalarización: el 93,4% de los nuevos trabajadores se integraron por esta vía en el mercado laboral. En contrapartida, el empleo no asalariado creció con menor fuerza, aunque presentó una tendencia ligeramente alcista gracias al aumento intenso de los pequeños empresarios y de los miembros de cooperativas. De este modo, la cifra total de no asalariados alcanzó los 3.091.700, es decir, el 18,3% del empleo total.

**El sector público crea el 18% del nuevo empleo en 2003.**

Dentro del empleo asalariado, el público y el privado crecieron al mismo ritmo, aunque el primero desaceleró levemente su tasa respecto a meses precedentes. El nuevo empleo público, 89.700 personas en el último año, representó el 18,5% del total de puestos de trabajo creados. De este modo, la proporción del personal al servicio de las administraciones y empresas públicas respecto al empleo total se situó en un 16,3% en el cuarto trimestre de 2003, equivalente al 20% de la población asalariada.

**Los contratos indefinidos concentran la mayor parte del empleo excepto en la construcción.**

La mayor parte del nuevo empleo generado tuvo carácter indefinido, aunque las diferencias fueron intensas por sectores. Así, el 55% de los nuevos empleos en la construcción tuvo esa naturaleza, lo que facilitó una leve reducción de la tasa de temporalidad en el sector que, a pesar de todo, se situó en un elevado 56,0%. En los servicios, el empleo fijo supuso algo más del 70% del nuevo empleo y la tasa de temporalidad se mantuvo alrededor del 27% de la población asalariada.

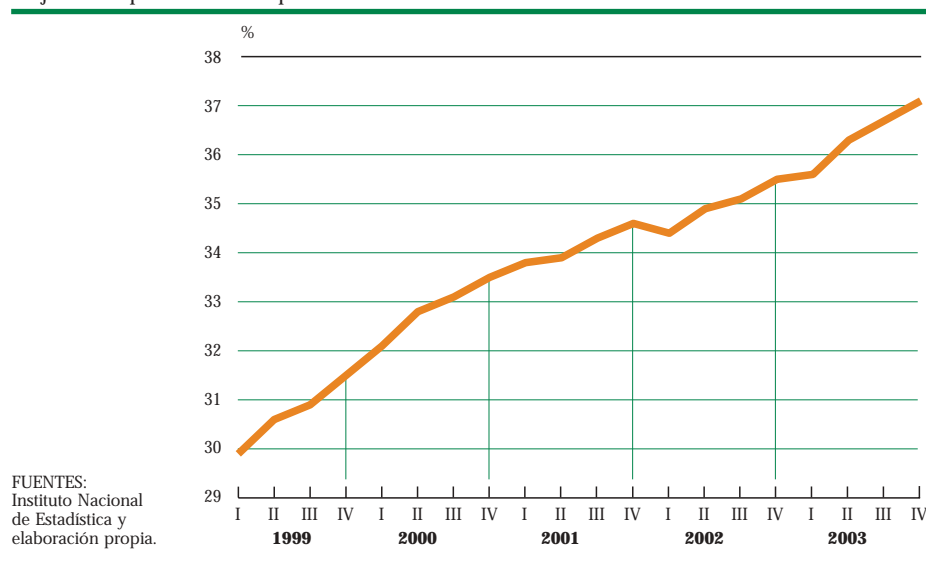
**El trabajo a tiempo parcial crece por encima del empleo a tiempo completo y permite un mayor acceso de la mujer al mercado de trabajo.**

Los nuevos puestos de trabajo creados durante 2003 lo fueron mayoritariamente a jornada completa, concretamente el 81,7% del total. No obstante, se aprecia una notoria tendencia a la intensificación del recurso a la jornada a tiempo parcial, no en vano 89.000 personas se acogieron a esta fórmula entre los nuevos empleados en el año. Con todo, la jornada reducida siguió representando una proporción relativamente baja del empleo, un 8,2%, con una mayor incidencia en la población femenina, segmento

en el que representaba un 16,9% de la ocupación total frente al 2,6% entre los hombres.

## LA TASA DE OCUPACIÓN FEMENINA SIGUE CRECIENDO

Mujeres ocupadas sobre la población femenina de 16 o más años



**El empleo femenino crece por encima del 5%, casi cuatro puntos más que la ocupación masculina.**

La mejora del empleo fue común a ambos sexos pero mucho más intensa entre la población femenina, segmento en el que la ocupación creció un 5,3% frente al 1,6% masculino. De este modo, el empleo femenino ha supuesto el 67,4% del nuevo empleo creado en 2003. El empleo juvenil, por su parte, continuó disminuyendo aunque a un ritmo más moderado por razones demográficas. La intensa pérdida de población activa menor de 25 años, 63.700 personas en el último año, explica la totalidad de la destrucción de empleo juvenil en el mismo periodo.

**La afiliación a la Seguridad Social muestra también un sólido crecimiento.**

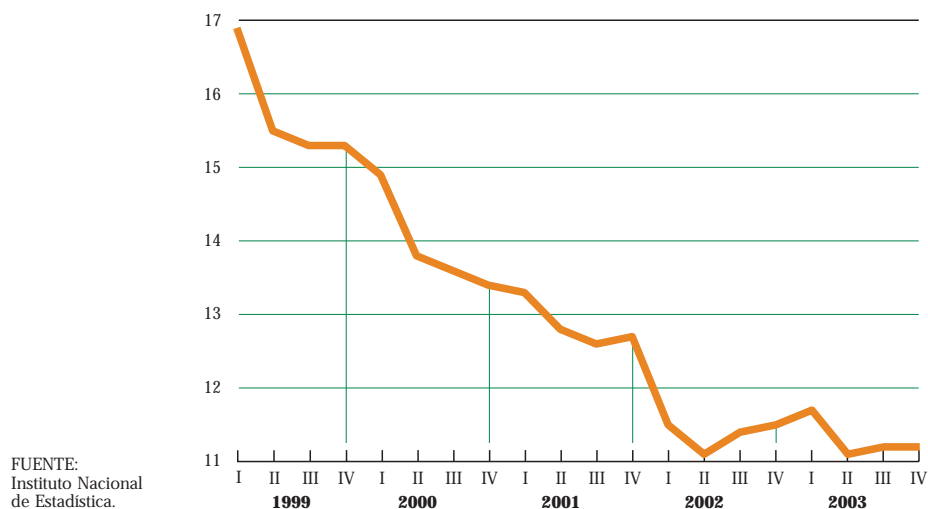
El buen balance del empleo que refleja la EPA queda también corroborado por la afiliación a la Seguridad Social que, en el cuarto trimestre, aumentó con una intensidad levemente superior a la del trimestre precedente. Esta tónica de suave aceleración continuó en el mes de enero de 2004 cuando el aumento de afiliados en alta laboral en la Seguridad Social alcanzó el 3,1%.

**El auge de la población activa femenina impide una mejora sustancial del desempleo.**

El paro estimado, 2.127.100 personas en el cuarto trimestre, aumentó ligeramente respecto al mismo periodo de 2002 por el auge de la población activa, la cual siguió creciendo a un ritmo intenso y superior al de la población de 16 años y más. El incremento de la población activa en 2003 fue de 440.200 personas y prácticamente dobló el de la población mayor de 16 años (224.800), circunstancia indicativa de la mayor propensión de los ciudadanos a buscar activamente un empleo. Esta propensión es especialmente alta en el caso femenino pues las nuevas activas, 330.400, superaron notoriamente el incremento de población (118.300). En el segmento masculino, en cambio, el diferencial fue mucho menor, 163.200 activos de más frente a un incremento de población de 106.500.

## LA TASA DE DESEMPLEO SE RESISTE A BAJAR

Miles de parados estimados



**La tasa de paro femenino se eleva al 15,6% mientras la masculina queda en el 8,2%.**

La tasa de desempleo se situó en un 11,2%, tres décimas por debajo del mismo trimestre del año anterior, manteniéndose acusadas diferencias entre los índices correspondientes a la población masculina y la femenina, un 8,2% y un 15,6% respectivamente. El nivel de desempleo entre los menores de 25 años se situó, por su parte, en un 22,9%, tres décimas menos que el mismo trimestre del año anterior.

### PARO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2003

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación %	Tasa de paro % sobre población activa
		Absoluta	%	Absoluta	%		
<b>Por sexos</b>							
Hombres	922,1	5,9	0,6	5,2	0,6	43,4	8,2
Mujeres	1.204,9	6,5	0,5	3,7	0,3	56,6	15,6
<b>Por edades</b>							
Menores de 25 años	504,7	-12,3	-2,4	-21,7	-4,1	23,7	22,9
Resto	1.622,3	24,7	1,5	30,6	1,9	76,3	9,7
<b>Por situación personal</b>							
Paro de larga duración	273,2	8,2	3,1	9,2	3,5	12,8	-
Buscan su primer empleo	336,4	-19,7	-5,5	-23,9	-6,6	15,8	-
Resto	1.517,5	24,0	1,6	23,7	1,6	71,3	-
<b>TOTAL</b>	<b>2.127,1</b>	<b>12,5</b>	<b>0,6</b>	<b>8,9</b>	<b>0,4</b>	<b>100,0</b>	<b>11,2</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

*La mejora del clima laboral se percibe también en las actitudes de los desempleados a la hora de aceptar un nuevo empleo.*

La mejora del panorama laboral se desprende también de la tendencia de las actitudes de la población en paro respecto a determinadas condiciones de acceso al mercado de trabajo. Así, la proporción de los parados que aceptarían un cambio de residencia para obtener un empleo disminuyó hasta el 20,4%. También cayó el porcentaje de desempleados dispuestos a acceder a un nuevo puesto de trabajo si éste supusiese ingresos inferiores a la propia capacitación o una categoría inferior a la esperada, que se situó en cotas del 49,1% y del 50,9%, respectivamente. En cambio, a los parados no les supone una dificultad ostensible acceder a un nuevo empleo que exija un cambio respecto a su ocupación precedente, pues hasta un 72% estaría dispuesto a ello.

POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS  
Cuarto trimestre 2003

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro %
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	3.207,3	74,8	2,4	2.615,1	115,2	4,6	592,2	-40,4	-6,4	18,5
Aragón	521,4	9,1	1,8	489,1	9,1	1,9	32,3	0,0	0,0	6,2
Asturias	441,3	21,5	5,1	397,0	19,2	5,1	44,3	2,3	5,5	10,0
Baleares	424,2	18,0	4,4	384,4	11,1	3,0	39,8	6,9	21,0	9,4
Canarias	893,5	50,0	5,9	785,4	36,9	4,9	108,1	13,1	13,8	12,1
Cantabria	245,0	9,8	4,2	219,7	9,6	4,6	25,3	0,2	0,8	10,3
Castilla-La Mancha	737,4	11,3	1,6	666,6	10,8	1,6	70,8	0,5	0,7	9,6
Castilla y León	1.056,8	13,5	1,3	941,5	2,9	0,3	115,3	10,6	10,1	10,9
Cataluña	3.172,1	89,4	2,9	2.889,7	102,8	3,7	282,4	-13,4	-4,5	8,9
Comunidad Valenciana	2.026,5	46,2	2,3	1.819,4	47,0	2,7	207,1	-0,8	-0,4	10,2
Extremadura	453,2	4,4	1,0	375,7	12,1	3,3	77,5	-7,7	-9,0	17,1
Galicia	1.276,5	40,8	3,3	1.104,8	17,0	1,6	171,7	23,8	16,1	13,5
Madrid	2.554,4	50,9	2,0	2.375,5	45,1	1,9	178,9	5,8	3,4	7,0
Murcia	537,9	20,1	3,9	481,5	22,9	5,0	56,4	-2,8	-4,7	10,5
Navarra	257,9	6,5	2,6	242,7	4,5	1,9	15,2	2,0	15,2	5,9
País Vasco	1.004,0	17,1	1,7	910,4	15,1	1,7	93,6	2,0	2,2	9,3
La Rioja	120,2	1,8	1,5	112,7	1,5	1,3	7,5	0,3	4,2	6,2
Ceuta y Melilla	59,5	8,3	16,2	50,8	1,7	3,5	8,7	6,6	314,3	14,6
<b>TOTAL</b>	<b>18.989,1</b>	<b>493,6</b>	<b>2,7</b>	<b>16.862,0</b>	<b>484,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2.127,1</b>	<b>8,9</b>	<b>0,4</b>	<b>11,2</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

*Canarias y Murcia presentan el mayor dinamismo del empleo en 2003.*

Desde una perspectiva territorial, la situación presenta una notable diversidad entre comunidades autónomas, aunque se aprecia un crecimiento generalizado del empleo. Los mayores aumentos en media anual se constataron en Canarias y Murcia, con tasas cercanas al 4,5%. Extremadura, Andalucía, Cantabria, Cataluña, Asturias y Galicia conformaron un segundo grupo con crecimientos algo superiores al 3%. En el extremo opuesto, Castilla y León, Navarra y Madrid, con aumentos del empleo inferiores al 2%, figuraron entre las comunidades menos dinámicas. En el caso del paro, la significación de los datos es muy inferior por el efecto de los cambios en la población activa.

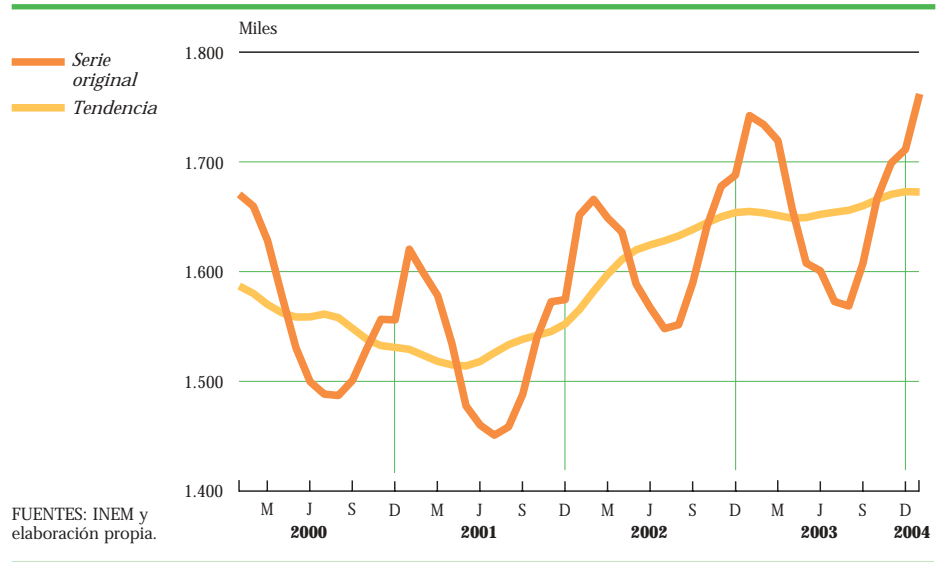
## Paro registrado: aumento muy contenido

**El paro registrado aumenta en enero pero mejora los resultados del pasado año.**

El número de parados inscritos en las oficinas del Instituto Nacional de Empleo (INEM) se situó en 1.761.968 a finales de enero, aumentando en 50.481 respecto al mes precedente. Este aumento, algo menor al del mismo mes del año anterior y propio de esta época del año, no supone una alteración sensible de la tónica de moderación que ha mostrado el ritmo de aumento del desempleo en los últimos meses, si bien no consigue recoger los efectos de la mejora de la actividad registrada a lo largo de 2003.

### EL PARO REGISTRADO NO ACABA DE ESTABILIZARSE

Número de parados registrados en las oficinas del INEM



**El aumento del paro registrado se concentra en los servicios.**

El aumento del paro registrado en enero se concentró en los servicios y contrasta con el intenso descenso constatado en la construcción que, en parte, pudo deberse a una cierta reacción tras la sensible subida de diciembre. Por su parte, el paro en la industria siguió con una tónica decreciente. Por último, se aprecia también un aumento notable de los demandantes de un primer empleo que resultaría coherente con la expansión de la población activa.

**Los contratos tramitados en el INEM aumentan un 2,5% en enero.**

Por otra parte, las contrataciones tramitadas en el INEM mostraron un notable aumento en enero, un 2,5% respecto al mismo periodo de año anterior. Este crecimiento se concentró en los contratos temporales pues la contratación indefinida, poco más del 8% del total, descendió con intensidad.

---

## PRECIOS

### La tasa del IPC cae al 2,3% en enero

**La tasa anual de inflación se reduce en tres décimas en enero.**

La tasa anual de inflación, medida por el índice de precios de consumo (IPC), disminuyó tres décimas porcentuales en enero y se situó en un 2,3%, el menor valor desde julio de 1999. Este buen comportamiento del IPC se debió tanto al descenso de los precios de los carburantes como a la intensa desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos, pues tanto los servicios como la alimentación resultaron prácticamente neutrales con relación a la trayectoria de la tasa de inflación.

### BAJA LA INFLACIÓN

Variación interanual del índice de precios de consumo



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Los bienes industriales no energéticos, elemento clave de esta mejora...**

La intensa moderación de los precios de los bienes industriales fue especialmente visible en el ámbito del vestido y el calzado, donde las rebajas de enero se vivieron con una intensidad superior a la del año pasado, probablemente para incentivar un consumo relativamente poco dinámico. Por otra parte, también fue relevante a este respecto la continuidad en las caídas de los precios de productos sometidos a fuerte competencia como los electrodomésticos (línea blanca y marrón), equipos de óptica y fotografía y, sobre todo, aparatos informáticos. De ahí que los precios de los bienes industriales pasaran a crecer a un 0,7% interanual, medio punto porcentual por debajo del mes anterior.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2003			2004		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2002	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2003	% variación anual
Enero	-0,4	-0,4	3,7	-0,7	-0,7	2,3
Febrero	0,2	-0,2	3,8			
Marzo	0,7	0,5	3,7			
Abril	0,8	1,3	3,1			
Mayo	-0,1	1,2	2,7			
Junio	0,1	1,3	2,7			
Julio	-0,6	0,6	2,8			
Agosto	0,5	1,1	3,0			
Septiembre	0,3	1,4	2,9			
Octubre	0,7	2,1	2,6			
Noviembre	0,3	2,4	2,8			
Diciembre	0,2	2,6	2,6			

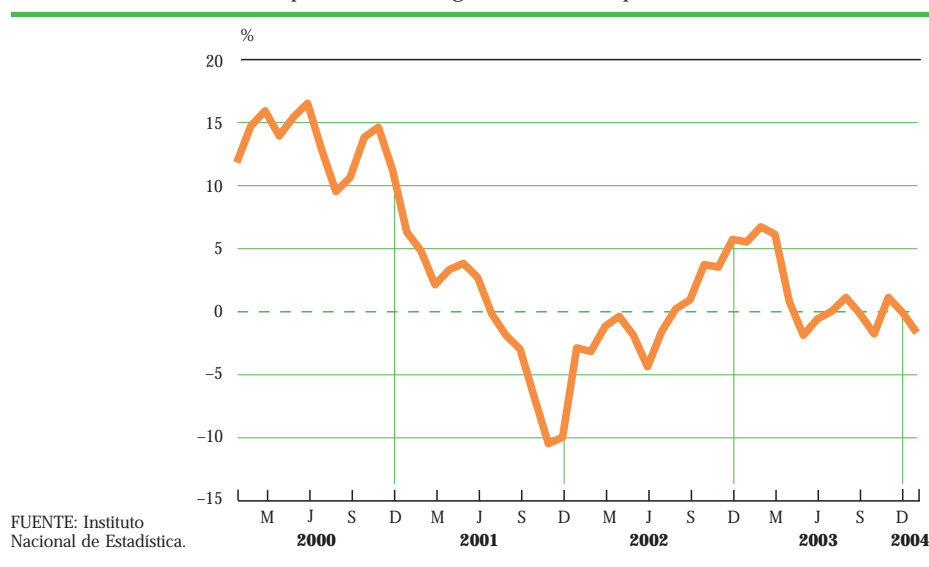
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

*...junto a la caída de los precios energéticos.*

El segundo puntal de la reducción de la tasa anual de inflación en enero fue, conforme a las previsiones, la caída de los precios de los carburantes favorecida por la persistente fortaleza del euro, que anuló con creces la elevación de los precios de los productos petrolíferos. En enero, los precios de la energía pasaron a caer a un ritmo del 1,7% interanual, muy lejos de los incrementos entre el 5% y 6% de los primeros meses de 2003.

### CAE MODERADAMENTE EL PRECIO DE LA ENERGÍA

Variación interanual del componente de energía del índice de precios de consumo





**Los alimentos frescos se resisten a bajar...**

La mejora de la tasa de inflación no ha sido de mayor intensidad debido al mantenimiento de elevadas tasas de aumento en los productos alimenticios frescos. Las notables tensiones vividas en determinados mercados agrarios durante 2003, en parte derivadas de la adversa climatología, han presionado los precios en origen al alza y, lógicamente, los precios finales se han resentido de esta situación. De este modo, los precios de los alimentos frescos seguían en enero avanzando a un ritmo del 6,5%, una décima por encima del mes anterior. Este fuerte aumento se compensó en parte por las menores tensiones en los precios de los alimentos elaborados, avanzando a un 2,5%.

**ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES**

Enero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación anual	
		2003	2004	2003	2004
<b>Por clases de gasto</b>					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	111,8	0,5	0,5	4,9	4,0
Bebidas alcohólicas y tabaco	110,0	0,1	0,1	4,8	2,8
Vestido y calzado	103,5	-9,6	-11,0	2,8	0,9
Vivienda	106,9	0,8	0,7	2,9	2,8
Menaje	104,4	-0,5	-0,6	2,1	1,6
Medicina	105,7	0,3	0,3	2,4	2,0
Transporte	104,4	1,5	0,7	4,8	0,2
Comunicaciones	93,6	1,4	-0,1	-5,0	-1,6
Ocio y cultura	101,9	-1,3	-1,4	1,2	0,0
Enseñanza	112,0	0,1	0,3	4,6	4,5
Hoteles, cafés y restaurantes	112,0	0,5	0,6	5,2	4,1
Otros	110,1	1,6	1,8	3,4	3,3
<b>Agrupaciones</b>					
Alimentos con elaboración	108,8	0,5	0,4	3,7	2,5
Alimentos sin elaboración	117,4	0,4	0,6	7,2	6,5
Conjunto no alimentario	106,1	-0,7	-1,1	3,3	1,8
Bienes industriales	102,5	-1,9	-2,6	2,8	0,1
<i>Productos energéticos</i>	<i>100,5</i>	<i>2,2</i>	<i>0,6</i>	<i>5,5</i>	<i>-1,7</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>99,7</i>	<i>2,5</i>	<i>0,3</i>	<i>7,0</i>	<i>-2,8</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>103,0</i>	<i>-3,1</i>	<i>-3,6</i>	<i>2,0</i>	<i>0,7</i>
Servicios	110,3	0,6	0,6	4,5	3,6
Inflación subyacente (**)	107,3	-0,8	-1,0	3,2	2,3
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>107,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,3</b>

NOTAS: (\*) Base 2001 = 100.

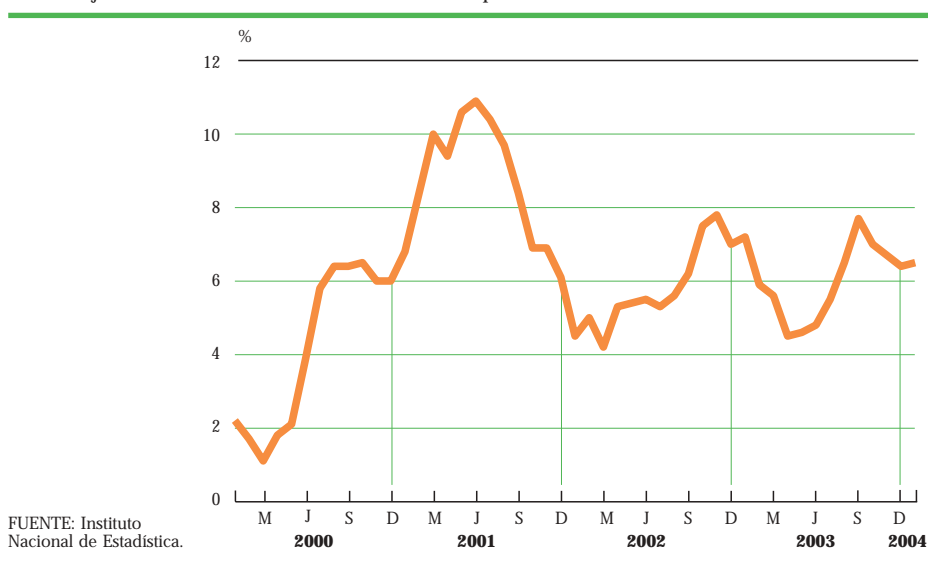
(\*\*) Índice general sin energía ni alimentos no elaborados.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

*...al igual que los servicios.*

Finalmente, se ha confirmado también la resistencia a la baja de los precios de los servicios que, en enero, continuaron avanzando al 3,6% interanual, tasa igual a la del mes precedente. Mercados poco competitivos en algunos casos, segmentados en otros y también la rigidez de la oferta dificultan la moderación de estos precios. Entre los que figuran con mayor incremento se cuentan los servicios financieros, ciertos seguros y servicios de índole personal, tanto recreativos como culturales o educativos. La hostelería y la restauración mantuvieron un crecimiento en la línea del grupo. Únicamente los servicios de comunicaciones presentaron una cierta moderación.

#### LOS ALIMENTOS FRESCOS PRESIONAN SOBRE EL IPC Porcentaje de variación interanual del índice de precios de consumo



*Excelentes perspectivas para el IPC a corto plazo.*

La mejora del IPC en enero deberá continuar, aunque a un ritmo menor, a corto plazo por el positivo influjo de los bienes energéticos si se mantiene la fortaleza del euro y, eventualmente, por el potencial de moderación de los precios de la alimentación fresca, en particular, a partir de Semana Santa. Más compleja es la continuidad de la desaceleración del resto de componentes que, por otra parte, configuran la inflación subyacente, es decir, la que excluye los precios más erráticos como son los alimentos frescos y la energía.

## LA CESTA DEL IPC SE RECOMPONE

*De acuerdo con la metodología implantada en el índice de precios de consumo desde 2001, el Instituto Nacional de Estadística ha llevado a cabo la actualización anual de las ponderaciones utilizadas para su cálculo. Se trata de que el índice recoja adecuadamente el conjunto de los precios de los bienes y servicios consumidos por las familias, en un entorno donde los cambios en las preferencias del consumidor evolucionan más rápidamente que antaño y donde la oferta se diversifica y sofisticada a un ritmo creciente. Es por este motivo que se revisan anualmente las ponderaciones de los diversos artículos que forman parte de la «cesta de la compra», lo que permite afinar la adecuación de uno de los indicadores más seguidos y de mayor trascendencia de la economía española.*

*La estructura de ponderaciones del IPC se ha actualizado con la información procedente de la encuesta continua de presupuestos familiares del periodo comprendido entre el segundo trimestre de 2002 y el primer trimestre de 2003. De esta forma, el IPC refleja los cambios en los hábitos de los consumidores ocurridos en los doce meses posteriores a la última actualización. Los cambios introducidos no afectan a la continuidad de las series de IPC, base 2001, ya que la fórmula de cálculo del Sistema 2001 consiste en encadenar los índices, de forma que no se produzca una ruptura. Por tanto, la actualización de ponderaciones no influye en las tasas de variación publicadas.*

### NUEVAS PONDERACIONES DEL IPC

Grupos	IPC, base 2001 Ponderaciones año 2003	IPC, base 2001 Ponderaciones año 2004	Variación
1. Alimentos y bebidas no alcohólicas	21,93	22,60	0,67
2. Bebidas alcohólicas y tabaco	3,18	3,17	-0,01
3. Vestido y calzado	9,90	9,73	-0,17
4. Vivienda	10,68	10,69	0,01
5. Menaje	6,41	6,41	0,00
6. Medicina	2,75	2,68	-0,07
7. Transporte	15,32	14,40	-0,92
8. Comunicaciones	2,73	2,99	0,26
9. Ocio y cultura	6,83	6,76	-0,07
10. Enseñanza	1,67	1,67	0,00
11. Hoteles, cafés y restaurantes	11,18	11,23	0,05
12. Otros bienes y servicios	7,39	7,64	0,25
<b>General</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	

*Cabe señalar que las modificaciones más importantes corresponden a los grupos de transporte, que pierde peso, y a los alimentos y bebidas no alcohólicas, que gana ponderación; en cambio, prácticamente no varían la enseñanza, el menaje y la vivienda.*

## SECTOR EXTERIOR

### El déficit comercial se amplía paulatinamente

**El déficit comercial crece un 14% hasta noviembre.**

Los intercambios exteriores de mercancías continuaron en noviembre con el tono de debilidad mostrado en el mes precedente, especialmente en lo que se refiere a las exportaciones. De ahí que el déficit comercial se ampliara notablemente hasta elevar el acumulado del año hasta los 41.984 millones de euros, un 13,9% más que en el mismo periodo de 2002. La tasa de cobertura, es decir, la relación entre exportaciones e importaciones, se situó en un 75,0%, un punto y medio por debajo del mismo periodo del año anterior.

#### COMERCIO EXTERIOR Enero-noviembre 2003

	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	17.503	2,4	10,4	3.823	39,5	3,0	-13.680	21,8
Bienes de consumo	47.453	9,8	28,2	51.930	5,4	41,1	4.477	109,4
<i>Alimenticios</i>	<i>11.289</i>	<i>10,1</i>	<i>6,7</i>	<i>15.685</i>	<i>6,4</i>	<i>12,4</i>	<i>4.396</i>	<i>138,9</i>
<i>No alimenticios</i>	<i>36.164</i>	<i>9,3</i>	<i>21,5</i>	<i>36.245</i>	<i>3,8</i>	<i>28,7</i>	<i>81</i>	<i>100,2</i>
Bienes de capital	26.542	8,4	15,8	15.114	4,3	12,0	-11.429	56,9
Bienes intermedios no energéticos	76.728	6,1	45,6	55.376	3,1	43,9	-21.352	72,2
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	107.696	7,8	64,0	91.125	6,5	72,2	-16.571	84,6
<i>Zona del euro</i>	<i>93.181</i>	<i>7,5</i>	<i>55,4</i>	<i>76.299</i>	<i>7,5</i>	<i>60,4</i>	<i>-16.882</i>	<i>81,9</i>
Países terceros	60.530	5,9	36,0	35.117	1,4	27,8	-25.413	58,0
<i>Europa Este y ex-URSS</i>	<i>7.337</i>	<i>5,7</i>	<i>4,4</i>	<i>5.492</i>	<i>7,4</i>	<i>4,4</i>	<i>-1.845</i>	<i>74,9</i>
<i>Estados Unidos</i>	<i>6.157</i>	<i>-5,0</i>	<i>3,7</i>	<i>5.101</i>	<i>-3,6</i>	<i>4,0</i>	<i>-1.056</i>	<i>82,9</i>
<i>Japón</i>	<i>4.383</i>	<i>12,9</i>	<i>2,6</i>	<i>902</i>	<i>-4,1</i>	<i>0,7</i>	<i>-3.480</i>	<i>20,6</i>
<i>América Latina</i>	<i>6.938</i>	<i>0,8</i>	<i>4,1</i>	<i>6.045</i>	<i>-7,6</i>	<i>4,8</i>	<i>-893</i>	<i>87,1</i>
<i>OPEP</i>	<i>10.534</i>	<i>3,4</i>	<i>6,3</i>	<i>3.017</i>	<i>-6,8</i>	<i>2,4</i>	<i>-7.517</i>	<i>28,6</i>
<i>Resto</i>	<i>25.182</i>	<i>10,6</i>	<i>15,0</i>	<i>14.560</i>	<i>7,9</i>	<i>11,5</i>	<i>-10.622</i>	<i>57,8</i>
<b>TOTAL</b>	<b>168.226</b>	<b>7,1</b>	<b>100,0</b>	<b>126.242</b>	<b>5,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-41.984</b>	<b>75,0</b>

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

***Las importaciones se debilitan pero su aumento real se mantiene por encima del 7%.***

Pese al menor vigor de las importaciones en noviembre, éstas crecieron un 2,7% en valor, su importe acumulado en once meses, 168.226 millones de euros, se situó un 7,1% por encima del mismo periodo del año precedente. En términos de volumen, el incremento se elevó hasta un 7,5% habida cuenta del leve descenso de los precios de importación. El freno de las importaciones, especialmente visible en los dos últimos meses, fue prácticamente generalizado para los distintos grupos de productos excepto para los bienes de consumo alimentario, que mostraron un perfil ascendente y crecimiento elevado. El menor tono de las importaciones no excluye, sin embargo, consolidar un balance acumulado de alto crecimiento en las de bienes de capital, un 17,1% real, y más que notable en las de productos de consumo no alimenticio, un 9,5% en volumen, con un dinamismo especial de las compras de muebles, confección y calzado.

***Las exportaciones también pierden fuerza y su incremento acumulado queda en un 6% real.***

Las exportaciones cayeron ligeramente en noviembre, un 1,6% en valor, y su importe acumulado ascendió a 126.242 millones de euros, un 5,0% más que en el mismo periodo de 2002. En términos reales, el crecimiento medio se situó en un 6,1% gracias a la leve caída de precios de exportación. El debilitamiento de las ventas exteriores en noviembre se concretó en los bienes de capital e intermedios, en el primer caso como reacción al fuerte crecimiento del año precedente. En el conjunto de los once primeros meses, el balance más positivo correspondió a bienes intermedios energéticos y bienes de capital, con aumentos del 33,9% y del 13,9% real respectivamente. Estas tasas superaron las registradas por los bienes de consumo e intermedios no energéticos, un 6,2% y un 2,9% respectivamente.

***Las ventas al área del dólar acusan la fortaleza del euro.***

Las ventas a países terceros siguieron mostrando un empuje mayor que las realizadas a la Unión Europea, creciendo un 9,3% y un 4,7% en volumen respectivamente. Dentro de la Unión Europea, el relativo decaimiento de las ventas fue bastante generalizado en noviembre, pero el acumulado de ciertos países (Países Bajos, Italia y Alemania) permanecía en cotas cercanas al 10% nominal. Por otra parte, las ventas a Estados Unidos y a otras áreas del dólar se contrajeron notablemente acusando la fortaleza del euro. En el lado positivo, destaca el auge del mercado chino (un 41,9% acumulado) y, en menor medida, el de los países de Europa del Este. Cabe destacar que el peso del mercado chino para la economía española supera ya ampliamente el de Japón, Brasil o Rusia, aunque las ventas hacia ese país suponían una cuota relativamente pequeña sobre el total, de un 1,1%.

## El déficit corriente sigue al alza

***El déficit corriente crece un 62% en los once primeros meses del año.***

La balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 3.075 millones de euros en noviembre, superior en un 68,7% al del mismo mes de 2002. Este incremento obedeció al deterioro del déficit comercial y de los saldos de transferencias y rentas, sólo compensado parcialmente por el incremento del superávit por servicios. De este modo, el desequilibrio acumulado en los once primeros meses se elevó hasta los 19.732 millones de euros, un 62,3% más que el mismo periodo del año anterior.

BALANZA DE PAGOS  
Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Noviembre 2002	Noviembre 2003	% variación
<b>Balanza corriente</b>			
Balanza comercial	-33.147	-39.090	17,9
Servicios			
<i>Turismo</i>	28.477	29.558	3,8
<i>Otros servicios</i>	-2.112	-2.396	13,5
Total	26.365	27.162	3,0
Rentas	-10.033	-12.205	21,6
Transferencias	2.446	-64	-
<b>Total</b>	<b>-14.370</b>	<b>-24.198</b>	<b>68,4</b>
<b>Cuenta de capital</b>			
	<b>7.899</b>	<b>7.036</b>	<b>-10,9</b>
<b>Balanza financiera</b>			
Inversiones directas	2.603	948	-63,6
Inversiones de cartera	5.457	-28.826	-
Otras inversiones	8.466	54.397	-
<b>Total</b>	<b>16.526</b>	<b>26.519</b>	<b>60,5</b>
Errores y omisiones	-8.994	-3.833	-57,4
Variación de activos del Banco de España	-1.061	-5.524	420,6

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.

*Mejora insuficiente del saldo por servicios para paliar el importante deterioro del resto de partidas de la balanza corriente.*

La ampliación del déficit corriente acumulado se explica principalmente por el incremento del desequilibrio comercial, en buena medida por el descenso del superávit de transferencias y, residualmente, por el aumento del desequilibrio de rentas. La balanza de servicios compensó parcialmente la situación al crecer su superávit un 4,2% hasta noviembre. Dentro de esta rúbrica, el saldo turístico creció un 3,8% impulsado por un incremento de ingresos de idéntica magnitud. Los pagos por servicios turísticos crecieron a una tasa muy similar, un 3,6%.

*La necesidad de financiación de la economía española es tres veces mayor a la del año precedente.*

La cuenta de capital presentó un superávit de 6.737 millones de euros hasta noviembre, inferior en un 6,4% al del año anterior. La necesidad de financiación por operaciones no financieras, resultado agregado de los saldos por cuenta corriente y de capital, se elevó hasta los 12.996 millones de euros hasta noviembre, casi tres veces la registrada el mismo periodo de 2002.

*La inversión española directa en el exterior cae un 31% mientras que la de cartera en el exterior se dobla.*

La cuenta financiera, excluyendo las operaciones del Banco de España, registró unas entradas netas de 28.518 millones de euros hasta noviembre, prácticamente el doble que en el mismo periodo del año precedente. La inversión directa española se recuperó algo en el mes pero su caída acumulada alcanzó el 31,3% respecto al mismo periodo de 2002. Las inversiones de cartera, en cambio, se doblaron. La inversión extranjera directa en España, por su parte, mejoró algo pero acumuló un descenso del 35,2% hasta noviembre. La inversión extranjera de cartera, finalmente, cedió un 8,4%, siendo de magnitud muy inferior a la española en el exterior.

## SECTOR PÚBLICO

### Notable aumento de los impuestos indirectos en 2003

**Los ingresos del Estado aumentan por debajo del crecimiento nominal de la economía.**

Los ingresos no financieros del Estado aumentaron un 1,1% en 2003 hasta alcanzar la cifra de 109.655 millones de euros. Sin embargo, para comparar esta cifra con los resultados de 2002, deben añadirse los ingresos atribuidos a las comunidades autónomas procedentes de los tramos cedidos de la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de la mayor parte de impuestos indirectos, impuesto sobre el valor añadido incluido. Teniendo en cuenta esta circunstancia, la recaudación ascendió a 143.782 millones de euros y aumentó un 4,6%, es decir, en torno a dos puntos por debajo del crecimiento nominal de la economía.

#### EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Diciembre 2003

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>8.540</b>	<b>-3,7</b>	<b>109.655</b>	<b>1,1</b>
<b>Ingresos no financieros corregidos (*)</b>				
IRPF	3.355	14,0	46.446	4,8
Impuesto de sociedades	2.682	-7,5	21.912	2,3
IVA	1.588	-7,3	40.569	9,9
Impuestos especiales	1.350	0,8	16.853	4,6
Resto	2.387	-9,3	18.002	-3,7
<b>Total</b>	<b>11.362</b>	<b>-1,4</b>	<b>143.782</b>	<b>4,6</b>
<b>Pagos no financieros</b>	<b>11.770</b>	<b>5,4</b>	<b>113.787</b>	<b>2,4</b>
<b>Saldo de caja</b>	<b>-3.230</b>	<b>40,8</b>	<b>-4.132</b>	<b>57,3</b>
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)</b>	<b>-7.273</b>	<b>-20,4</b>	<b>-2.117</b>	<b>-38,1</b>

NOTAS: (\*) Están incluidos los tramos cedidos a las comunidades autónomas de acuerdo con el sistema de financiación vigente a partir de 2002.

(\*\*) En términos de contabilidad nacional.

FUENTES: Ministerio de Hacienda y elaboración propia.

**Los impuestos indirectos, en cambio, crecen un 8,4%...**

En lo relativo a ingresos impositivos, el avance de la recaudación se debió principalmente a los impuestos indirectos, que supusieron 59.589 millones de euros y aumentaron un 8,4% respecto a 2002. Entre ellos, destaca el impuesto sobre el valor añadido, que creció un 9,9% en el año, con un mayor dinamismo relativo de la recaudación por operaciones inte-



riores que de las de importación, un 10,7% frente a un 8,0% respectivamente. Los impuestos especiales, por su parte, aumentaron un 4,6%, excluyendo el impuesto sobre determinados medios de transporte, considerado en 2003 como ingreso propio de las autonomías. Dentro de los especiales, el impuesto sobre los hidrocarburos, principal fuente recaudatoria, creció un 3,0% en contraste con el intenso incremento de los recursos procedentes de los impuestos sobre los seguros y las labores del tabaco (un 12,2% y un 7,4% respectivamente).

**...más del doble que los directos.**

Los ingresos por impuestos directos, por su parte, supusieron en conjunto 70.132 millones de euros y aumentaron un 3,7% respecto a 2002. El impuesto sobre la renta de las personas físicas fue la principal fuente de recursos y creció un 4,8%, más que doblando tanto el incremento como la magnitud de los ingresos por renta de sociedades, 21.912 millones en total. Al margen de los recursos impositivos, las tasas y precios públicos aportaron un 31,1% más al erario público y las transferencias corrientes registraron un incremento del 8,8%. Por el contrario, los ingresos patrimoniales disminuyeron un 41,8% y las transferencias de capital un 11,1%.

**Los gastos del Estado en personal, compras y servicios e intereses aumentan en torno al 5%.**

Por otra parte, los pagos no financieros del Estado por caja en 2003 crecieron un 2,4% ascendiendo a 113.787 millones de euros. Esta cifra no incluye la contrapartida de los ingresos correspondientes a los tramos de los impuestos cedidos a las comunidades autónomas, por lo que la comparación con 2002 resulta poco significativa. Dentro del gasto correspondiente exclusivamente al Estado, destaca el crecimiento de los pagos por personal, compras de bienes y servicios e intereses, todos ellos en torno al 5%. Los gastos de capital, por su parte, aumentaron un 7,2%.

**El déficit de caja crece un 57% en 2003 y la necesidad de endeudamiento se eleva hasta el 1% del PIB...**

El déficit de caja del Estado, es decir, la diferencia entre sus ingresos y pagos no financieros, ascendió a 4.132 millones de euros en 2003, un 57,3% más que en el año anterior. Por otra parte, la necesidad de endeudamiento, es decir, los recursos necesarios para financiar este déficit más la variación de activos financieros, ascendió a 7.519 millones de euros, cifra equivalente al 1,0% del PIB estimado para 2003, y superior en un 6,6% a la del año anterior. Dentro de la variación de activos financieros se incluyen, entre otras partidas, las aportaciones patrimoniales al Gestor de Infraestructuras Ferroviarias por importe de 1.898 millones de euros, cifra no computada en el cálculo de la inversión del Estado.

**...pero en términos de contabilidad nacional, el excedente de la Seguridad Social compensa de largo el déficit del Estado en 2003.**

En términos de contabilidad nacional, la necesidad de financiación en 2003 ascendió a 2.117 millones de euros, es decir, un 0,3% del PIB. No obstante, el conjunto de administraciones públicas centrales cerró el ejercicio 2003 con un superávit o capacidad de financiación de 4.758 millones de euros, equivalentes a un 0,6% del producto interior bruto (PIB). Este saldo positivo se produce gracias al superávit obtenido por la administración de la Seguridad Social, un 1,0% del PIB, que compensa de esta forma el déficit arrojado por las cuentas del Estado y sus organismos autónomos.

## AHORRO Y FINANCIACIÓN

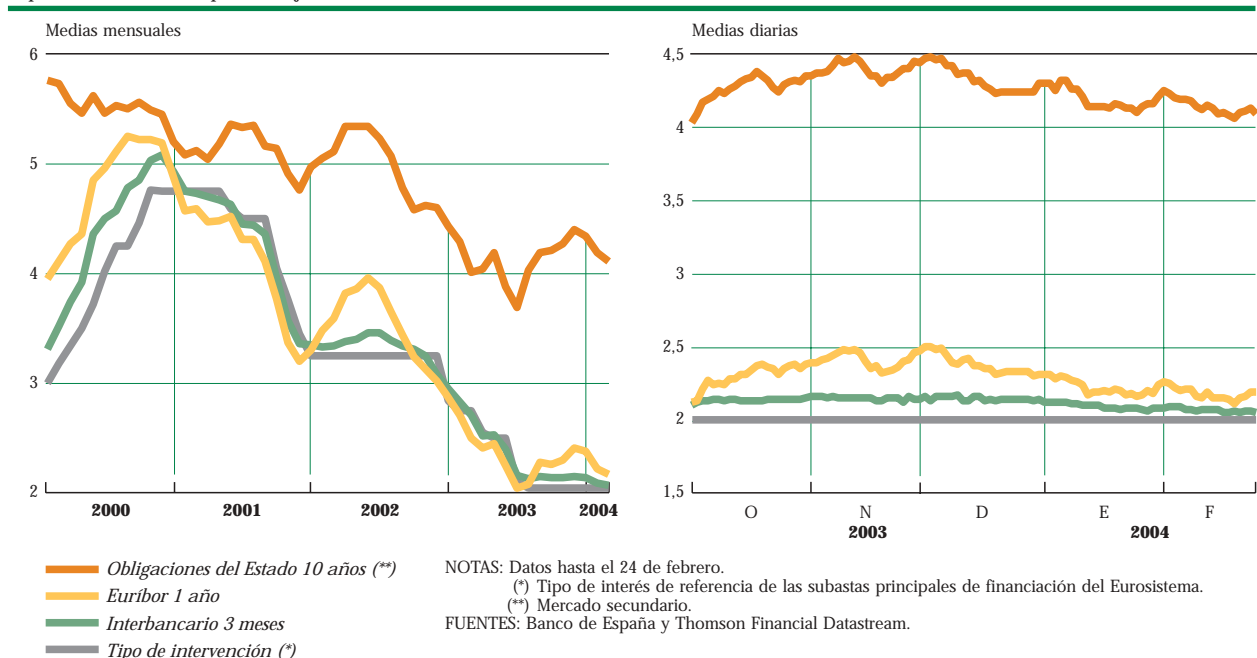
El tipo de interés interbancario a tres meses baja hasta una nueva cota mínima histórica

**La fortaleza del euro y las consiguientes especulaciones sobre una posible rebaja del tipo oficial del Banco Central Europeo propician ligeros descensos de los tipos de interés.**

En febrero el tipo de interés oficial del Banco Central Europeo, se ha mantenido en el 2% fijado en junio de 2003. Sin embargo, en las últimas semanas las especulaciones sobre un posible nuevo recorte a causa de la fortaleza del euro, que ha marcado un nuevo máximo contra el dólar a mediados de febrero, y la desigual recuperación de la economía europea han motivado que el tipo de interés interbancario a tres meses haya marcado un nuevo mínimo histórico. De esta forma, los tipos de interés reales a corto plazo, es decir, descontando la tasa de inflación de los tipos nominales, continúan siendo negativos. Los tipos de interés a largo plazo también han descendido ligeramente en las primeras semanas de febrero, aunque han continuado en la banda de fluctuación del 4%-4,5% de los últimos meses.

### LEVES DISMINUCIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Tipos de interés, en porcentaje anual



**El euríbor a un año se reduce en 17 puntos básicos en enero hasta el 2,22%.**

El rendimiento de los depósitos interbancarios a tres meses anotó un nuevo mínimo histórico del 2,05% el día 16 de febrero, 7 puntos básicos menos que al final de 2003 y 60 puntos por debajo de doce meses antes. Por lo referente al euríbor a un año, se redujo en 17 puntos básicos en media mensual en enero, colocándose en el 2,22%. De este modo, disminuyó en 49 puntos básicos respecto a enero de 2003. El euríbor a un año en las primeras semanas de febrero de 2004 se deslizó a la baja y se situó en el 2,11% en la tercera semana del mes, si bien luego remontó hasta el 2,19% al comienzo de la última semana del mes.

## TIPOS DE INTERÉS

Medias mensuales en porcentaje anual

	Tipo de intervención (2)	Interbancario 3 meses	Euríbor 1 año (3)	Letras del Tesoro 1 año (4)	Bonos del Estado a 3 años (5)	Obligaciones del Estado a 10 años (5)	Obligaciones del Estado a 30 años (5)	Crédito tipo sintético bancario (6)	Acreedores tipo sintético bancario (6)
<b>2003</b>									
Enero	2,81	2,83	2,71	2,55	2,91	4,24	4,87	4,86	1,56
Febrero	2,77	2,71	2,50	2,20	2,70	4,01	4,75	4,76	1,51
Marzo	2,61	2,52	2,41	2,34	2,70	4,04	4,82	4,58	1,43
Abril	2,54	2,53	2,45	2,33	2,81	4,19	4,92	4,54	1,35
Mayo	2,56	2,40	2,25	2,05	2,51	3,88	4,69	4,46	1,35
Junio	2,20	2,16	2,01	1,84	2,24	3,69	4,57	4,28	1,21
Julio	2,08	2,13	2,08	1,98	2,50	4,03	4,87	4,11	1,16
Agosto	2,06	2,15	2,28	2,12	2,97	4,19	4,91	4,24	1,15
Septiembre	2,07	2,14	2,26	2,14	2,93	4,21	4,96	4,18	1,14
Octubre	2,05	2,14	2,30	2,09	2,97	4,27	5,00	4,16	1,14
Noviembre	2,02	2,15	2,41	2,28	3,11	4,40	5,06	4,13	1,15
Diciembre	2,01	2,14	2,38	2,35	3,04	4,34	5,00	4,09 (*)	1,16 (*)
<b>2004</b>									
Enero (*)	2,01	2,08	2,22	2,12	2,78	4,19	4,91	...	...
Febrero (1)	2,00	2,05	2,19	1,95	2,61	4,09	4,90	...	...

NOTAS: (\*) Cifras provisionales.

(1) Día 24 para tipo de intervención, interbancario y bonos y obligaciones del Estado.

(2) Tipo de interés marginal de las subastas principales de financiación del Eurosistema.

(3) Conforme a la Circular del Banco de España 7/1999, de 29-6, este tipo, en cuanto media mensual, puede ser considerado como referencia para préstamos hipotecarios desde el 10-7-99. En alguna ocasión puede diferir en una centésima del euríbor a 12 meses en promedio mensual publicado en el boletín del Banco Central Europeo con dos decimales.

(4) Tipo de interés medio ponderado de emisión.

(5) Mercado secundario. Operaciones simples al contado. Rendimiento interno medio.

(6) Tipo medio ponderado por los saldos correspondientes del conjunto de las entidades de crédito.

FUENTES: Banco de España, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**Mínimos anuales de las letras del Tesoro y de las obligaciones del Estado a 10 años en febrero.**

En cuanto a la deuda pública, la rentabilidad de las letras del Tesoro a doce meses en el mercado secundario alcanzó el nivel mínimo anual el día 18 de febrero en el 1,99%, con un descenso de 19 puntos básicos respecto al final de diciembre de 2003. Asimismo, el rendimiento de las obligaciones del Estado a diez años el día 18 de febrero registró la cota mínima anual en el 4,06%. De esta manera, se colocó 3 puntos básicos por encima de doce meses antes.

**Liviana subida del tipo de interés hipotecario del conjunto de entidades en enero.**

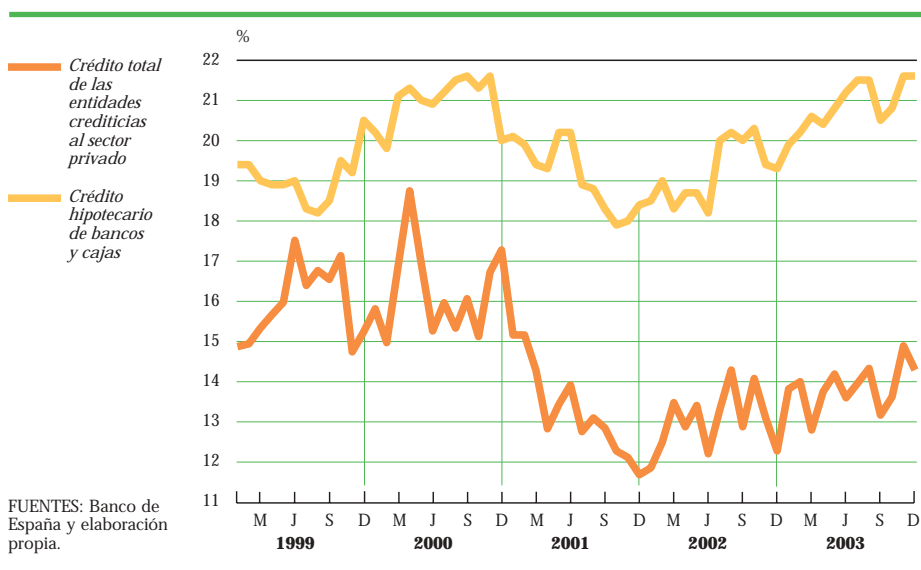
Por lo referente a los tipos de interés bancarios, el tipo de interés de los préstamos hipotecarios a más de tres años para adquisición de vivienda libre del conjunto de entidades de crédito continuó aumentando ligeramente en enero hasta el 3,48%. De esta forma, se situó 5 puntos básicos por encima del mínimo histórico de septiembre de 2003, pero se hallaba 78 puntos básicos por debajo de doce meses antes.

**En 2003, el crédito bancario al sector privado aumenta 2 puntos más que en 2002.**

El crédito al sector privado se eleva el 14% en 2003

El crédito bancario a las empresas y familias creció el 14,3% en diciembre de 2003 en relación con el mismo mes del año anterior, 0,6 puntos menos que en noviembre, pero 2 puntos más que en 2002. El crédito a las empresas y familias ha continuado siendo impulsado por el incremento de la renta y por tipos de interés muy bajos, y se expandió a un ritmo más del doble que el de la zona del euro.

GRAN CRECIMIENTO DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN 2003  
Tasa de variación anual



**El saldo hipotecario gestionado crece el 24% en 2003.**

Por modalidades, el saldo del crédito hipotecario de bancos y cajas mostró una tasa de variación anual del 21,6% en diciembre, 2,2 puntos más que en 2002. La tasa de variación interanual de las entidades de crédito se eleva hasta el 23,9% incluyendo a las titulizaciones, según datos de la Asociación Hipotecaria Española. De esta manera, la demanda de crédito hipotecario terminó 2003 con un buen tono. El crédito comercial, dirigido a la financiación del capital circulante de las empresas, creció el 10,1%, 6,6 puntos más que en 2003. Por su parte, los arrendamientos financieros, relacionados con la financiación de la inversión, aumentaron un notable 13,8%, 4,8 puntos más que en 2002.

**La tasa de morosidad de bancos y cajas termina 2003 levemente por encima del mínimo histórico.**

Los créditos dudosos del conjunto de las entidades de crédito se redujeron el 0,1% en 2003. La tasa de morosidad terminó el pasado ejercicio en el 0,96%, livianamente por encima del registro de noviembre, mínimo de los últimos años. Por su parte, la correspondiente ratio de morosidad de bancos y cajas (excluyendo a otras entidades de crédito), acabó 2003 en el 0,79%, muy levemente por encima del mínimo histórico de noviembre de 2003.

**CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS**  
Diciembre 2003

	Saldo		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%		
Crédito comercial	55.531	5.097	10,1	6,9	
Deudores con garantía real (*)	442.126	78.164	21,5	55,1	
Otros deudores a plazo	250.899	12.706	5,3	31,3	
Deudores a la vista	20.924	1.552	8,0	2,6	
Arrendamientos financieros	25.070	3.037	13,8	3,1	
Créditos dudosos	7.663	-5	-0,1	1,0	
<b>TOTAL</b>	<b>802.213</b>	<b>100.550</b>	<b>14,3</b>	<b>100,0</b>	

NOTA: (\*) La mayor parte corresponde a garantía hipotecaria.  
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**Gran expansión de las titulizaciones en 2003.**

Respecto a otras modalidades de financiación empresarial, las colocaciones netas de pagarés de empresa resultaron negativas de 767 millones de euros en 2003. Las emisiones netas de obligaciones de las sociedades no financieras totalizaron 826 millones de euros. Por otro lado, los fondos de titulización mostraron un gran dinamismo en el pasado ejercicio y su emisión neta se cifró en 30.810 millones de euros, con un alza del 77,0%. Por otra parte, las ampliaciones netas de capital con aportación de fondos de las empresas no financieras se cifraron en 1.469 millones de euros, con una caída interanual del 22,4%, en un entorno de una cierta cautela en el mercado bursátil.

**Los recursos del exterior descenden.**

Adicionalmente, en el periodo enero-noviembre de 2003 el sector privado obtuvo recursos financieros del exterior por un montante neto de 16.379 millones de euros. Esta cantidad representó un descenso del 45,4% con relación al mismo periodo de 2002, debido a una menor inversión directa.

**Los depósitos bancarios del sector privado avivan el ritmo de crecimiento**

**Los depósitos de empresas y familias aumentan el 9% en 2003...**

Los depósitos totales de las empresas y familias residentes en euros y moneda extranjera ascendieron el 8,7% en 2003 en relación con el año precedente. Esta tasa interanual fue 1,1 puntos superior a la registrada al final de 2002. Con todo, el incremento absoluto de los depósitos en 2003, 50.314 millones de euros, representó menos de la mitad del incremento del crédito del sistema bancario residente.

DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO  
Diciembre 2003

	Saldo	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	
A la vista	168.904	14.271	9,2	26,8
De ahorro (*)	145.209	16.955	13,2	23,1
A plazo hasta 2 años	156.211	2.729	1,8	24,8
A plazo a más de 2 años	77.377	17.328	28,9	12,3
Cesiones temporales	77.801	-1.584	-2,0	12,4
<b>Total</b>	<b>625.502</b>	<b>49.699</b>	<b>8,6</b>	<b>99,3</b>
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>4.151</b>	<b>615</b>	<b>17,4</b>	<b>0,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>629.653</b>	<b>50.314</b>	<b>8,7</b>	<b>100,0</b>

NOTA: (\*) Depósitos con preaviso, según definición del BCE.  
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**...y las imposiciones a plazo a más de 2 años suben el 29%.**

Por clases, las imposiciones a plazo a más de dos años experimentaron la mayor alza, del 28,9%. Las cuentas de ahorro también registraron un notable aumento del 13,2% respecto a diciembre de 2002.

**El patrimonio de los fondos de inversión se incrementa el 17% en los últimos doce meses hasta enero.**

Por su parte, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se incrementó en 3.784 millones de euros hasta 201.768 millones de euros, con un ascenso interanual del 17,4%, de acuerdo con la información facilitada por la asociación profesional del sector, Inverco. Este aumento fue debido tanto a unas compras de participaciones netas de 1.892 millones de euros como a unas considerables plusvalías. Las adquisiciones netas de participaciones se concentraron en los fondos globales, lo que denota que los inversores buscaron rentabilidades más elevadas, aun a costa de un mayor riesgo. De este modo, se produjeron trasvases desde los fondos más conservadores, como los de dinero, de renta fija y los garantizados, hacia la renta variable.

**Los fondos de inversión anotan una rentabilidad anual del 5% en enero.**

La rentabilidad media ponderada de los fondos de inversión en los últimos doce meses hasta enero resultó del 4,68%. Todas las categorías de fondos de inversión mobiliaria anotaron ganancias anuales. Las más sobresalientes fueron las de los fondos de renta variable de los mercados emergentes, con un alza del 40,1%, y los de renta variable nacional, con un rendimiento del 34,0%. Las menores plusvalías correspondieron a los fondos de dinero, que ganaron el 1,43%.

**Los fondos de pensiones registran un rendimiento anual del 5% en 2003 y del 7% en los últimos catorce años.**

Por último, el volumen de activos de los fondos de pensiones se situó en 55.765 millones de euros al final de diciembre de 2003. Esta cantidad supuso un crecimiento anual del 15,4%. El número de cuentas de partícipes aumentó el 12,7% hasta 7.361.972. El patrimonio del sistema individual experimentó el mayor aumento anual, del 19,2%, seguido por el de empleo, del 10,9%, y del asociado, del 10,2%. En 2003 la rentabilidad anual media de los fondos de pensiones fue del 5,42%, y en los últimos 14 años, periodo más apropiado para evaluar su rentabilidad, resultó del 7,41%.

## Leves descensos de los rendimientos de las letras del Tesoro

**Disminuye el saldo de letras del Tesoro en el primer bimestre.**

En las subastas del día 28 de enero los tipos de interés marginales (los máximos) de las letras a seis meses, a un año y a dieciocho meses fueron recortados ligeramente en relación con las licitaciones anteriores. En las siguientes convocatorias del 18 de febrero, estas rentabilidades continuaron disminuyendo y se situaron en el 1,94% a seis meses, en el 1,99% a un año y en el 2,14% a un año y medio. El saldo de letras del Tesoro se colocó en 35.243 millones de euros al final de febrero, con una caída de 3.524 millones de euros en relación con el final de 2003.

### EMISIONES DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA

Fecha de emisión	Tramo	Fecha de subasta	Importe (millones de euros)			Tipo de interés (%)		
			Solicitado en subasta	Adjudicado en subasta	Total emitido (*)	Marginal	Medio	Nominal
<b>LETRAS DEL TESORO</b>								
<b>A 6 meses</b>								
30-1-04	5º	28-1-04	2.778,1	529,1	529,1	1,974	1,968	-
20-2-04	6º	18-2-04	2.405,7	500,0	500,0	1,935	1,927	-
<b>A 1 año</b>								
30-1-04	3º	28-1-04	2.584,4	706,4	706,4	2,077	2,064	-
20-2-04	4º	18-2-04	2.755,4	685,2	685,2	1,990	1,952	-
<b>A 18 meses</b>								
30-1-04	1º	28-1-04	1.834,2	1.363,7	1.363,7	2,267	2,258	-
20-2-04	2º	18-2-04	2.220,8	620,8	620,8	2,135	2,128	-
<b>DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO</b>								
<b>Bonos 3 años</b>								
13-1-03	7º	5-2-04	2.613,1	978,1	1.174,9	2,457	2,446	3,20
<b>Obligaciones 10 años</b>								
24-2-04	28º	19-2-04	1.796,6	1.171,4	1.171,4	4,185	4,178	4,75
<b>Obligaciones 30 años</b>								
23-1-01	14º	19-2-04	1.093,7	618,7	618,7	4,902	4,892	5,75

NOTA: (\*) Incluye las eventuales adjudicaciones correspondientes a la segunda vuelta de la subasta y las posibles anulaciones de peticiones aceptadas en la subasta al no haber sido hecho efectivo el desembolso en su totalidad.

FUENTE: Banco de España.

**Bajan las rentabilidades de las obligaciones del Estado en febrero.**

En la licitación de bonos del Estado a tres años realizada el día 5 de febrero, el Tesoro subió la rentabilidad marginal en 5 puntos básicos respecto a la subasta anterior de octubre hasta el 2,46%. En las convocatorias de obligaciones del Estado a diez y treinta años efectuadas el día 19 los rendimientos marginales se situaron en el 4,19% y 4,90%, con unas reducciones, respectivamente, de 22 y 15 puntos básicos con relación a las subastas precedentes de noviembre.

**Considerable incremento del saldo de bonos del Estado.**

El saldo vivo de deuda del Estado a medio y largo plazo ascendió hasta 254.666 millones de euros al final de la tercera semana de febrero. Esta cifra suponía un incremento de 8.197 millones de euros respecto al final de 2003.



## Evolución del empleo y de las redes de oficinas en el sector bancario

### Evolución 2001-2002

*En el 2002, los bancos españoles siguieron reduciendo empleo, mientras que cajas y cooperativas lo aumentaron.*

A 31 de diciembre de 2002 el sector bancario español ocupaba a 239.394 personas, 2.147 personas menos que a finales de 2001. El signo negativo de esta variación deriva en su totalidad del subsector de los bancos, cuyas plantillas se redujeron un 4% a lo largo del pasado ejercicio, lo que equivale a 4.801 empleos menos. Por el contrario, las cajas de ahorros crearon 1.806 empleos netos, mientras que las cooperativas de crédito también contribuyeron a la generación de empleo, con un aumento de 848 empleados.

*Las mismas tendencias se aplican a sus redes territoriales...*

En cuanto a las redes territoriales, el agregado de oficinas se mantuvo prácticamente estable a lo largo de 2002, con una reducción neta de 27 oficinas. La evolución de las redes de oficinas transcurre de forma análoga a la del empleo bancario para cada uno de los subsectores bancarios: la banca redujo en un 4,8% su presencia territorial (719 oficinas), reducción que casi queda compensada por el crecimiento de las redes de las cajas de ahorros (507 oficinas) y de las cooperativas de crédito (185 oficinas). Cabe destacar la ralentización en el ritmo de expansión territorial de las cajas de ahorros, cuyas redes de oficinas registraban en años anteriores mayores índices de crecimiento.

### EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DE LAS REDES DE OFICINAS EN EL SECTOR BANCARIO 2001-2002. A 31 de diciembre

	Empleados				Oficinas				Empleados por oficina	
	2001	2002	Var.	En %	2001	2002	Var.	En %	2001	2002
Bancos	119.277	114.476	-4.801	-4,0	14.928	14.209	-719	-4,8	8,0	8,1
Cajas de ahorros	106.684	108.490	1.806	1,7	19.842	20.349	507	2,6	5,4	5,3
Cooperativas de crédito	15.580	16.428	848	5,4	4.092	4.277	185	4,5	3,8	3,8
<b>Total sector bancario</b>	<b>241.541</b>	<b>239.394</b>	<b>-2.147</b>	<b>-0,9</b>	<b>38.862</b>	<b>38.835</b>	<b>-27</b>	<b>-0,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>

FUENTES: AEB, CECA, Banco de España y elaboración propia.

*...con lo cual se mantiene estable el número medio de empleados por oficina.*

La evolución en empleo y oficinas a lo largo de 2002 se traduce en ligeras oscilaciones de la ratio que relaciona empleados y oficinas. Así, a finales de 2002, trabajaban una media de 8,1 empleados en cada oficina de banco; 5,3 empleados por oficina de caja de ahorros, y 3,8 empleados

por oficina de cooperativa de crédito, ratios parecidas o iguales a las registradas en el año 2001. Hay que tener en cuenta que el cómputo de estas ratios incluye los empleados de los servicios centrales.

**SCH y BBVA concentran la variación en el sector de los bancos...**

Por otra parte, el cuadro siguiente recoge las variaciones, también durante el último ejercicio, en el empleo y redes de oficinas de los principales grupos de bancos y de cajas de ahorros españoles, entendiendo como tales a las entidades matrices y sus filiales españolas. En el mismo se observa cómo la evolución de dichas variables en los dos grandes grupos bancarios, SCH y BBVA, explica en su práctica totalidad el recorte para el conjunto de la banca española.

EVOLUCIÓN DE LOS PRIMEROS GRUPOS BANCARIOS ESPAÑOLES  
Oficinas y empleados de las entidades matrices y sus bancos filiales en España  
2001-2002. A 31 de diciembre

	Empleados			Oficinas		
	2001	2002	Dif.	2001	2002	Dif.
Santander Central Hispano	38.195	33.798	-4.397	4.732	4.212	-520
BBVA	31.916	31.877	-39	3.665	3.440	-225
Popular	11.966	12.125	159	2.123	2.144	21
<b>Total 3 bancos</b>	<b>82.077</b>	<b>77.800</b>	<b>-4.277</b>	<b>10.520</b>	<b>9.796</b>	<b>-724</b>
"la Caixa"	20.514	21.139	625	4.450	4.554	104
Caja de Madrid	11.440	11.859	419	1.844	1.877	33
Caja de Cataluña	4.863	4.982	119	936	961	25
<b>Total 3 cajas</b>	<b>36.817</b>	<b>37.980</b>	<b>1.163</b>	<b>7.230</b>	<b>7.392</b>	<b>162</b>

NOTA: **Bancos que componen el grupo Santander Central Hispano en España, a finales del 2002:** Santander Central Hispano, Banesto, Santander Central Hispano Investment, Albacete, Patagon Bank, Banif, Santander Consumer Finance, Allfunds Bank, Vitoria, Desarrollo Económico Español, Banesto Banco de Emisiones y Alicante de Comercio. No han tenido lugar cambios significativos en la composición del grupo en el año 2002.

**Bancos que componen el grupo BBVA en España, a finales del 2002:** BBVA, Uno-e, BBVA Privanza, Depositario BBVA, Finanzia Banco de Crédito, Industrial de Bilbao, BBVA Banco Financiación, Occidental, Promoción de Negocios, Banco de Crédito Local. No han tenido lugar cambios significativos en la composición del grupo en el año 2002.

**Bancos que componen el grupo Popular en España, a finales del 2002:** Popular, Andalucía, Castilla, Crédito Balear, Galicia, Vasconia, Popular Hipotecario, Popular-e y Popular Banca Privada, este último creado en el 2002.

**En cuanto a las cajas, el grupo "la Caixa" está compuesto por "la Caixa" y Banco de Europa, mientras que el grupo Caja Madrid, incluye Caja Madrid y Banco Altae.**

FUENTES: AEB, CECA y elaboración propia.

**...mientras que en el de las cajas la variación está más distribuida.**

En cambio, en el sector de las cajas de ahorros, la variación total no está tan concentrada en un número reducido de entidades. Las tres primeras cajas aglutinan el 64% del incremento del empleo y el 32% del aumento de oficinas, unos porcentajes que, aunque notables, apuntan hacia una distribución más atomizada del crecimiento global.

**Análisis retrospectivo**

**Se presenta la evolución del empleo y oficinas desde 1975.**

El siguiente cuadro recoge la evolución del empleo y redes territoriales en el sector bancario desde 1975, desglosada por subsectores, y también la evolución de la ratio que relaciona número de empleados y oficinas. Asimismo, se presenta de manera gráfica la evolución de las dos variables estudiadas en bancos y en cajas de ahorros con el fin de facilitar la obtención de conclusiones.

EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE EMPLEADOS Y OFICINAS  
1975-2002. A 31 de diciembre

	Empleados				Oficinas				Empleados por oficina		
	Bancos	Cajas de Ahorros	Cooperativas	TOTAL	Bancos	Cajas de Ahorros	Cooperativas	TOTAL	Bancos	Cajas de Ahorros	Cooperativas
1975	155.428	33.172	-	-	7.569	6.365	2.033	15.967	20,5	5,2	-
1976	165.229	36.999	-	-	9.093	6.818	2.137	18.048	18,2	5,4	-
1977	171.238	40.277	-	-	10.205	7.206	2.277	19.688	16,8	5,6	-
1978	175.774	42.403	-	-	11.095	7.512	2.398	21.005	15,8	5,6	-
1979	179.382	45.320	-	-	12.235	7.807	2.523	22.565	14,7	5,8	-
1980	180.274	49.040	9.731	239.045	13.223	8.198	2.668	24.089	13,6	6,0	3,6
1981	177.230	51.444	10.347	239.021	14.290	8.872	2.841	26.003	12,4	5,8	3,6
1982	175.757	57.304	10.866	243.927	15.374	9.574	3.048	27.996	11,4	6,0	3,6
1983	172.580	59.481	10.880	242.941	16.046	10.081	3.197	29.324	10,8	5,9	3,4
1984	168.888	61.168	10.896	240.952	16.399	10.477	3.315	30.191	10,3	5,8	3,3
1985	163.591	63.213	10.823	237.627	16.568	10.854	3.350	30.772	9,9	5,8	3,2
1986	159.342	65.196	10.225	234.763	16.471	11.306	3.382	31.159	9,7	5,8	3,0
1987	156.986	66.488	10.153	233.627	16.449	11.711	3.248	31.408	9,5	5,7	3,1
1988	156.484	70.590	9.674	236.748	16.651	12.308	3.029	31.988	9,4	5,7	3,2
1989	157.056	74.960	9.592	241.608	16.623	13.158	2.890	32.671	9,4	5,7	3,3
1990	158.160	76.878	9.968	245.006	16.835	13.685	2.919	33.439	9,4	5,6	3,4
1991	165.939	78.902	10.643	255.484	17.923	13.944	3.018	34.885	9,3	5,7	3,5
1992	158.570	82.997	11.016	252.583	18.154	14.123	3.080	35.357	8,7	5,9	3,6
1993	153.638	83.349	11.225	248.212	17.713	14.264	3.072	35.049	8,7	5,8	3,7
1994	150.624	84.552	11.195	246.371	17.405	14.595	3.107	35.107	8,7	5,8	3,6
1995	147.452	84.866	11.626	243.944	17.841	15.010	3.195	36.046	8,3	5,7	3,6
1996	141.640	88.081	12.024	241.745	17.657	15.874	3.311	36.842	8,0	5,5	3,6
1997	138.386	90.853	12.804	242.043	17.727	16.647	3.468	37.842	7,8	5,5	3,7
1998	133.899	94.846	13.292	242.037	17.593	17.598	3.607	38.798	7,6	5,4	3,7
1999	128.204	98.372	13.855	240.431	16.948	18.350	3.744	39.042	7,6	5,4	3,7
2000	122.861	102.989	14.495	240.345	16.027	19.297	3.888	39.212	7,7	5,3	3,7
2001	119.277	106.684	15.580	241.541	14.928	19.842	4.092	38.862	8,0	5,4	3,8
2002	114.476	108.490	16.428	239.394	14.209	20.349	4.277	38.835	8,1	5,3	3,8

NOTA: Desde 1991, en los bancos se incluyen los datos correspondientes a Caja Postal y a las Entidades de Crédito Oficial, con un total de 680 oficinas y 6.838 empleados (en 1991). Con anterioridad a esta fecha, no se recogían en ninguna de las series.

FUENTES: AEB, CECA, Banco de España y elaboración propia.

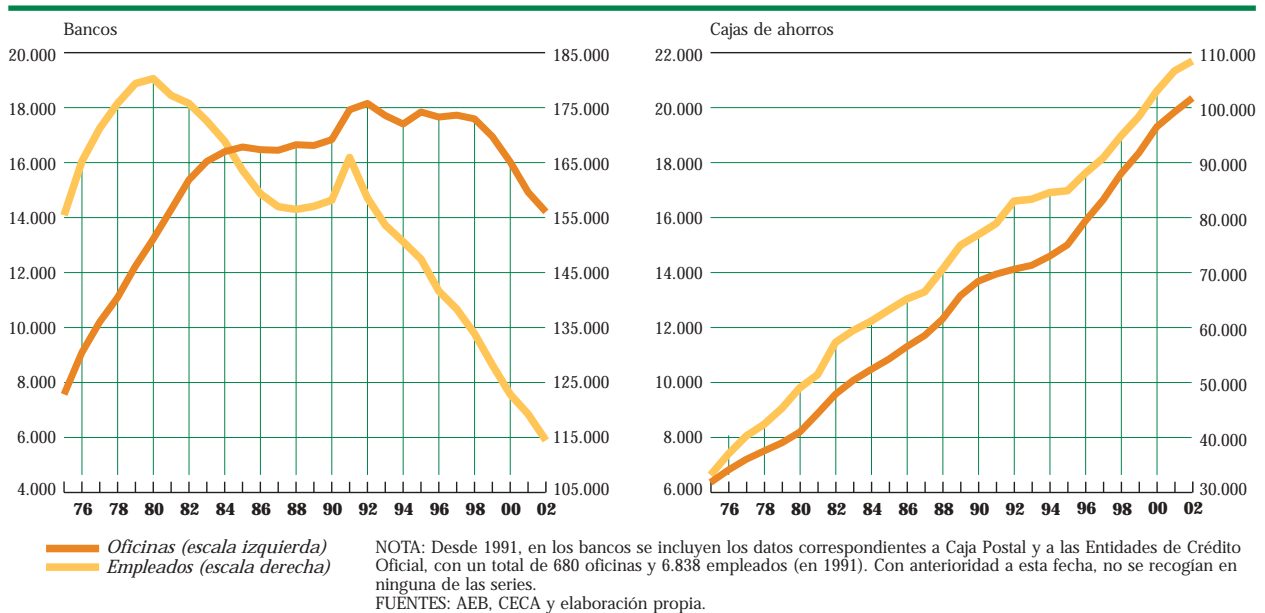
**Las cajas de ahorros han multiplicado por más de tres su empleo y su red desde 1975...**

En este periodo, y en cuanto a la primera de las variables mencionadas, el empleo de la banca se ha reducido en 40.952 personas (un 26,3%), mientras que el de las cajas ha aumentado en 75.318 personas, lo que ha supuesto multiplicar por más de tres la plantilla existente en 1975. Por su parte, el empleo de las cooperativas de crédito ha crecido cerca de un 70% desde 1980 (6.697 personas). Las respectivas evoluciones también presentan notables diferencias y, por su mayor relevancia dentro del conjunto del sistema bancario español, el análisis se centrará a partir de ahora en bancos y cajas de ahorros.

*...crecimiento que se ha hecho de forma gradual debido a la también progresiva liberalización de sus posibilidades de expansión.*

En el caso de las cajas de ahorros, y según queda perfectamente reflejado en el gráfico adjunto, ambas variables crecen en progresión lineal y de forma paralela, hasta el punto que tanto el número de empleados como el de oficinas se ha multiplicado por alrededor de 3,2 en el periodo comprendido entre 1975 y 2002. Además, la ratio que mide el número medio de empleados por oficina es prácticamente la misma al inicio y final del periodo (5,2 y 5,3, respectivamente), sin que se hayan producido grandes oscilaciones a lo largo de todos estos años. El hecho de que la legislación sobre la expansión territorial de las cajas de ahorros fuera liberalizada de forma progresiva ha contribuido sin duda alguna a que el proceso de apertura de oficinas en el sector de las cajas se haya desarrollado asimismo gradualmente. Recordemos, en este sentido, que en 1975 se liberalizó la expansión de las cajas de ahorros en el ámbito de su provincia de origen, territorio que se ampliaría al de su comunidad autónoma en 1979, no obteniendo la total libertad de expansión hasta comienzos de 1989.

EVOLUCIÓN COMPARADA DEL NÚMERO DE OFICINAS Y EMPLEADOS 1975-2002. A 31 de diciembre



*Los bancos españoles empezaron a reducir empleo en 1980.*

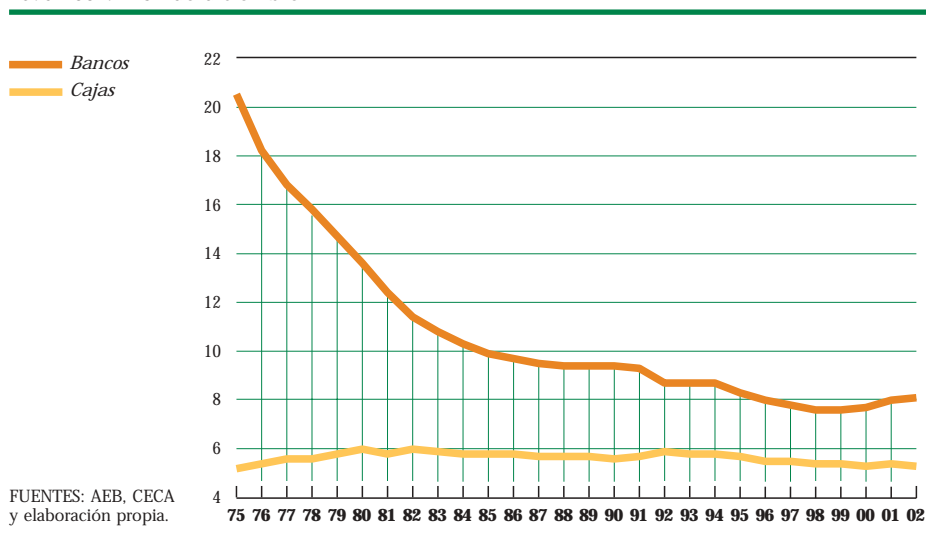
En cambio, las series correspondientes a la banca presentan otro tipo de comportamiento. En cuanto al empleo, el gráfico anterior muestra cuatro etapas distintas en las que se alternan crecimientos y reducciones de plantilla. Así, entre 1975 y 1980 se produce un incremento de 24.846 empleados, alcanzándose en 1980 la cifra máxima de empleo (180.274 empleados). A partir de 1980 se inicia el proceso de reducción de empleo, teniendo lugar hasta 1988 una disminución de 23.790 empleados. Este periodo coincide en buena parte con las crisis bancarias de los ochenta que implicaron una importante reestructuración del sector. La tendencia a la baja fue brevemente interrumpida en los últimos años de la década de los ochenta en que se registró un leve crecimiento del empleo (incremento de 1.676 empleados entre 1988 y 1990). A partir de 1991, y

coincidiendo con el inicio del proceso de contracción de los márgenes financieros, la ocupación bancaria acusa un descenso acentuado, y entre 1991 y 2002 la plantilla total de la banca española se reduce en 51.463 empleados. Hay que señalar que las series relativas a los bancos muestran una discontinuidad en 1991, ya que a partir de este año incorporan los datos de la Caja Postal y las antiguas entidades de crédito oficial.

**La expansión territorial de la banca se concentra en el periodo 1975-1983.**

En cuanto a la evolución de las redes territoriales de la banca, el gráfico refleja un crecimiento muy acelerado entre 1975 y 1983, periodo durante el cual los bancos abrieron un total de 8.477 oficinas. Como causa de esta rápida expansión cabe apuntar que en 1974 se liberalizó totalmente la apertura de sucursales bancarias por todo el territorio español, posibilidad que los bancos aprovecharon de manera decidida e inmediata. Posteriormente, el crecimiento se ralentiza, alternándose variaciones de distinto signo en los años comprendidos entre 1984 y 1997. A partir de 1997 se consolida una tendencia a la baja, que acerca el número de oficinas existentes a finales del año 2002 a los niveles de 1981.

EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE EMPLEADOS POR OFICINA  
1975-2002. A 31 de diciembre



**Las cajas de ahorros compaginaron expansión geográfica con innovación tecnológica.**

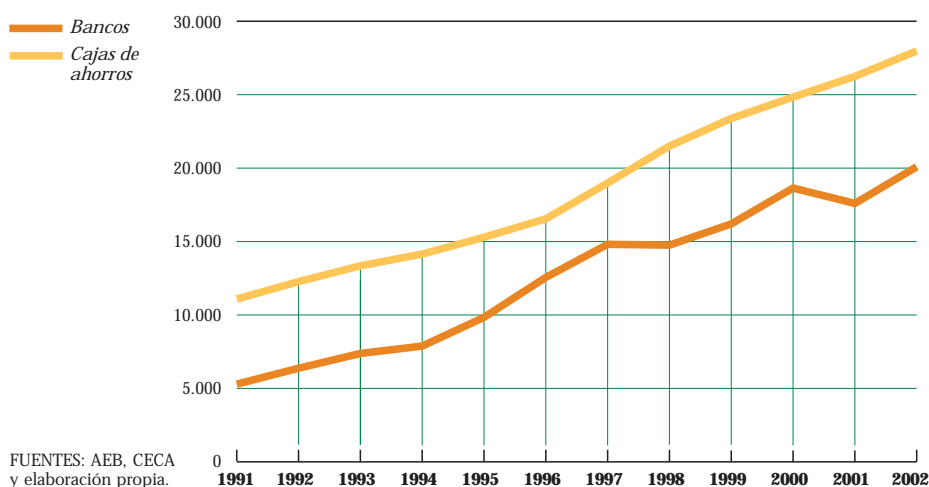
El diferente patrón de expansión de redes territoriales que han implementado bancos y cajas de ahorros, vinculado, como ya se ha comentado, a la distinta evolución de la legislación sobre este tema, tiene una implicación estratégica fundamental: la expansión geográfica de los bancos, más temprana, tuvo lugar antes de la introducción generalizada de las nuevas tecnologías que redujeron la carga del trabajo administrativo en las oficinas bancarias. Por el contrario, las cajas de ahorros compaginaron expansión geográfica con innovación tecnológica, por lo cual dicho crecimiento pudo hacerse, como ya se ha visto, con unas plantillas mucho más ajustadas. En consecuencia, a principios de los noventa, las necesidades de reestructuración de los bancos eran muy superiores a las de las cajas de ahorros. Así lo pone también de manifiesto la evolución del indicador que mide el número de empleados por oficina en el subsector de la banca que ha pasado de una media de 20,5 empleados por ofici-

na en 1975 a 8,1 a finales de 2002, estando aún bastante por encima de la media registrada actualmente por las cajas de ahorros (5,3 empleados por oficina).

**Las cajas también se anticiparon en el desarrollo de su red de autoservicio.**

La evolución comparada del parque de cajeros automáticos de bancos y cajas de ahorros que ofrece el siguiente gráfico ahonda en la misma dirección. Las cajas de ahorros se anticiparon en el desarrollo de sistemas de autoservicio que les permitieran reducir la carga de trabajo administrativo de las oficinas. Y, aún en la actualidad, la dotación de cajeros automáticos de las cajas (27.975 unidades a 31 de diciembre de 2002) es bastante superior a la de los bancos (20.089 unidades).

#### EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE CAJEROS AUTOMÁTICOS



#### Las fusiones bancarias de los noventa impulsan la reestructuración del sector

**A principios de los noventa, la banca necesitaba abordar un proceso de reestructuración.**

Se acaba de comentar que, a principios de la década de los noventa, era patente la necesidad de abordar una reestructuración en la banca española. La ola de fusiones que ha transformado al sector desde finales de los ochenta responde en parte a esta necesidad y constituye a su vez el desencadenante del ajuste estructural emprendido por las entidades fusionadas que, entre otros aspectos, han llevado a cabo una notable reducción de sus plantillas y redes de oficinas.

**Las fusiones entre los mayores bancos han desencadenado importantes ajustes...**

En este sentido, y según muestra el siguiente cuadro, los dos primeros grupos bancarios españoles, Santander Central Hispano y BBVA, han reducido su empleo en España en 45.987 personas desde 1991 y han recorrido sus redes territoriales en 4.789 oficinas. Este cómputo se realiza en base a todas las entidades matrices y filiales bancarias españolas que integraban cada uno de los grupos fusionados en cada una de las fechas. Por otra parte, se toma como referencia 1991 por ser el año en que se incorporan a la serie los datos correspondientes a Caja Postal y entidades de crédito oficial que pasarían a formar parte de Argentaria.

## EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES GRUPOS BANCARIOS ESPAÑOLES

Oficinas y empleados de las entidades matrices y sus bancos filiales en España

1991-2002. A 31 de diciembre

<b>Empleados</b>	1991	2002	Variación	De la cual: por venta de filiales (*)
Santander Central Hispano	67.380	33.798	-33.582	-6.424
BBVA	44.282	31.877	-12.405	-507
<b>Santander Central Hispano + BBVA</b>	<b>111.662</b>	<b>65.675</b>	<b>-45.987</b>	<b>-6.931</b>
<b>Total banca</b>	<b>165.939</b>	<b>114.476</b>	<b>-51.463</b>	

<b>Oficinas</b>	1991	2002	Variación	De la cual: por venta de filiales (*)
Santander Central Hispano	8.422	4.212	-4.210	-1.150
BBVA	4.019	3.440	-579	-74
<b>Santander Central Hispano + BBVA</b>	<b>12.441</b>	<b>7.652</b>	<b>-4.789</b>	<b>-1.224</b>
<b>Total banca</b>	<b>17.923</b>	<b>14.209</b>	<b>-3.714</b>	

NOTA: (\*) Filiales vendidas: Grupo Santander Central Hispano: Banco de Murcia, Banco de Jerez, Banco Gallego, Banco de Granada, Banco de Valencia, Banco de Madrid y la red del Banco de Fomento. BBVA: Banco Industrial del Mediterráneo y Banco Simeón. Del total, 2.791 empleados y 444 oficinas corresponden a filiales bancarias vendidas a cajas de ahorros.

FUENTES: AEB y elaboración propia.

**...que explican la práctica totalidad de los recortes realizados por el conjunto de la banca.**

El cuadro refleja también los recortes realizados por el conjunto de la banca, destacando el hecho de que quedan prácticamente explicados por los ajustes de los dos primeros grupos. Así, la reducción de empleo en los dos primeros grupos explica el 81% de la disminución total contabilizada por el conjunto de la banca, y la reducción de oficinas, el 108%. Para el cálculo de estos porcentajes se han descontado los empleados y oficinas pertenecientes a filiales vendidas a otros bancos, ya que permanecen en el sector.

**El grupo Santander Central Hispano ha reducido su empleo a la mitad desde 1991.**

Destaca, en particular, el ajuste practicado por el grupo Santander Central Hispano que, en poco más de una década, ha reducido a la mitad tanto su plantilla como su red de oficinas en España. Recordemos que este grupo reúne a cuatro de los anteriormente conocidos como «siete grandes» de la banca (Banco Santander, Banco Central, Banco Hispanoamericano y Banesto).

**Los planes de reestructuración de plantillas se han financiado con cargo a reservas de libre disposición.**

Por otra parte, hay que señalar que, hasta el momento, las reestructuraciones de plantillas se han llevando a cabo mediante programas de prejubilaciones y jubilaciones anticipadas y se han financiado con cargo a reservas de libre disposición. Los grupos Santander Central Hispano y BBVA han recurrido ampliamente a esta fórmula para financiar sus diversos planes de reestructuración, habiendo cargado a reservas 3.556 millones de euros y 2.406 millones de euros, respectivamente, en el periodo 1993-2002. Los reajustes realizados en el año 2002 por ambos grupos han supuesto un cargo neto total a reservas de 1.181 millones de euros.



## Las cajas de ahorros se expanden fuera de sus territorios históricos

*Desde finales de los 80, la expansión territorial de las cajas de ahorros se ha desarrollado fuera de sus comunidades autónomas de origen.*

En cuanto al sector de las cajas de ahorros, la política de expansión desarrollada por estas entidades en la última década está directamente relacionada con el decreto que, a finales de 1988, suprimió las restricciones a la apertura de oficinas que aún subsistían para las mismas. Este proceso de expansión responde, por lo tanto, a una política de crecimiento y de diversificación geográfica. Así, a finales de 1988, menos del 6% de la cifra total de oficinas de las cajas de ahorros estaban situadas fuera de sus comunidades autónomas de origen. A finales de 1991, este porcentaje se había casi duplicado, ascendiendo al 11,3%. Y, a 31 de diciembre de 2002, ya existían 5.993 oficinas de cajas de ahorros en territorios de expansión, que equivalen a casi el 30% del total de la red.

DISTRIBUCIÓN DE LAS CAJAS SEGÚN SU PORCENTAJE DE OFICINAS EN ZONA DE EXPANSIÓN  
A 31 de diciembre de 2002

% de oficinas fuera de la región de origen	Número de cajas	En %	% de recursos ajenos que gestionan
Menos del 5%	21	45,7	18,5
Entre el 5% y el 15%	10	21,7	14,0
Entre el 15% y el 30%	7	15,2	16,8
Entre el 30% y el 50%	7	15,2	31,9
Más del 50%	1	2,2	18,8
<b>Total cajas</b>	<b>46</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: CECA y elaboración propia.

*Este proceso ha sido emprendido por las mayores cajas.*

En todo caso, y según refleja el cuadro adjunto, este proceso ha sido emprendido por las cajas de mayor dimensión: sólo ocho entidades, de las 46 que configuran el sector, tienen más del 30% de su red fuera de sus respectivas comunidades autónomas de origen; sin embargo, estas 8 entidades aglutinan más del 50% de los recursos ajenos del sector. Por otro lado, 21 cajas de ahorros tienen su actividad concentrada en su práctica totalidad en su respectivo territorio de origen.

*Las tres primeras cajas concentran el 53% de la expansión del sector desde 1991.*

De hecho, desde finales de 1991, las tres primeras cajas de ahorros españolas han ampliado sus redes en 3.377 oficinas, lo que equivale al 52,7% del crecimiento total. Y la primera entidad, "la Caixa", es responsable del 35,2% de toda la expansión. Los porcentajes son muy similares si la variable utilizada son los empleados. Así, la plantilla conjunta de las tres primeras cajas ha aumentado en 16.106 empleados, cifra que representa el 54,4% del incremento total del sector, respondiendo "la Caixa" por el 35,8% de la variación global.

PRIMERAS CAJAS DE AHORROS: EVOLUCIÓN DE SUS PLANTILLAS Y OFICINAS  
1991-2002. Entidades individuales. A 31 de diciembre

	Empleados			Oficinas		
	1991	2002	Dif.	1991	2002	Dif.
"la Caixa"	10.526	21.124	10.598	2.296	4.553	2.257
Caja de Madrid	7.944	11.792	3.848	1.071	1.874	803
Caja de Cataluña	3.322	4.982	1.660	644	961	317
<b>Total 3 cajas</b>	<b>21.792</b>	<b>37.898</b>	<b>16.106</b>	<b>4.011</b>	<b>7.388</b>	<b>3.377</b>
<b>Total cajas</b>	<b>78.902</b>	<b>108.490</b>	<b>29.588</b>	<b>13.944</b>	<b>20.349</b>	<b>6.405</b>

FUENTES: CECA y elaboración propia.

### Impacto en las cuentas de resultados

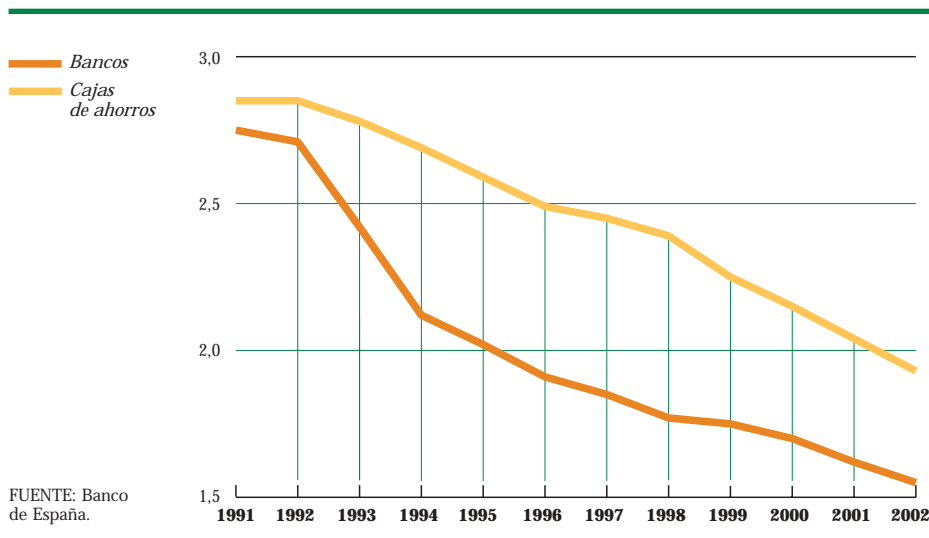
Una vez constatadas las distintas estrategias de bancos y cajas de ahorros en cuanto a plantillas y redes de oficinas, puede resultar interesante observar el impacto de dichas estrategias en sus respectivas cuentas de resultados.

**Bancos y cajas de ahorros han reducido el peso de sus gastos de explotación desde 1991.**

En este sentido, el primer gráfico muestra la evolución de los gastos de explotación de bancos y de cajas de ahorros, expresados como porcentaje sobre los activos totales medios, en el periodo 1991-2002. En ambos casos, se observa una pérdida de peso de los costes de explotación en la cuenta de resultados, bastante más acusada en el caso de los bancos, para los cuales esta ratio se ha reducido del 2,75% al 1,55%. En el mismo periodo y para las cajas de ahorros, dicho indicador ha pasado del 2,85% al 1,93%. Hay que señalar que los costes de las cajas de ahorros recogen el efecto de su expansión, aunque disminuyen por el aumento de actividad que conlleva la misma.

### EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS DE EXPLOTACIÓN

En % sobre activos totales medios



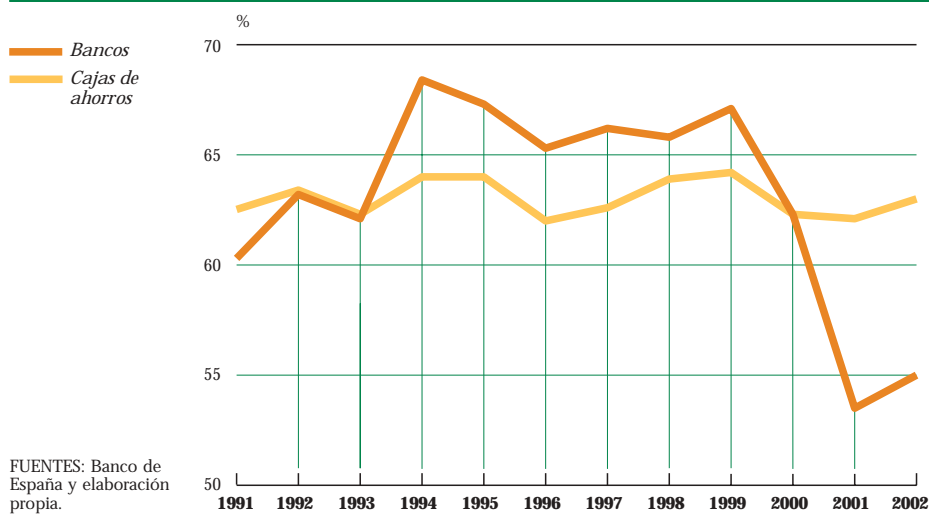
**En cuanto a la ratio de eficiencia...**

**...su evolución ha sido más positiva en los bancos que en las cajas.**

Por otro lado, un segundo gráfico refleja la evolución de la ratio de eficiencia, que mide la parte de los ingresos ordinarios netos que es absorbida por los costes de explotación, siendo mejor la eficiencia cuanto menor sea la ratio.

En esta última década, los bancos españoles han registrado notables fluctuaciones en su ratio de eficiencia. Entre 1994 y 1999 la eficiencia alcanzada por los bancos era inferior a la de las cajas de ahorros, si bien desde el año 2000 la ratio muestra una clara tendencia a la mejoría, incluso teniendo en cuenta que el dato correspondiente al año 2001 está sesgado a causa de dividendos extraordinarios contabilizados por los grandes bancos en ese ejercicio. En el año 2002, la ratio de eficiencia de los bancos se sitúa en el 55%, habiendo mejorado en más de 10 puntos porcentuales en relación a los niveles alcanzados a mediados de los noventa. En cuanto al sector de las cajas de ahorros, su indicador de eficiencia muestra un estancamiento, fluctuando entre el 64% y el 62% en todo el periodo observado. Por lo tanto, el proceso de expansión desarrollado durante el mismo por las cajas no ha perjudicado la eficiencia de estas entidades, aunque también es cierto que, en la actualidad y siempre en términos globales, muestran un nivel de eficiencia inferior al de la banca.

#### EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE EFICIENCIA



#### Empleo y redes de oficinas bancarias en la Unión Europea

**En la última década, el empleo bancario en la Unión Europea se ha reducido un 3,5%.**

En el conjunto de la Unión Europea, el empleo en el sector bancario ha pasado de 2.716.087 empleados a finales de 1992 a 2.620.848 empleados a finales del 2002. Esto implica una disminución global de 95.239 puestos de trabajo (un 3,5%), de los cuales 31.501 se han reducido en el último ejercicio.

EVOLUCIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA  
EMPLEADOS

	1992	2001	2002	Var. 2002-2001		Var. 2002-1992	
				Absoluta	En %	Absoluta	En %
Alemania	711.800	718.450	700.500	-17.950	-2,5	-11.300	-1,6
Austria	70.000	65.027	64.192	-835	-1,3	-5.808	-8,3
Bélgica	77.243	75.843	74.896	-947	-1,2	-2.347	-3,0
Dinamarca	52.161	43.499	42.634	-865	-2,0	-9.527	-18,3
España	252.583	241.541	239.394	-2.147	-0,9	-13.189	-5,2
Finlandia	42.225	24.773	24.440	-333	-1,3	-17.785	-42,1
Francia	390.762	391.351	394.465	3.114	0,8	3.703	0,9
Grecia	49.960 (*)	59.636	60.338	702	1,2	10.378	20,8
Irlanda	21.500	36.100	36.800	700	1,9	15.300	71,2
Italia	352.985	342.279	340.541	-1.738	-0,5	-12.444	-3,5
Luxemburgo	16.143	23.894	23.300	-594	-2,5	7.157	44,3
Países Bajos	119.900	160.000	154.000	-6.000	-3,8	34.100	28,4
Portugal	60.772	55.375	53.623	-1.752	-3,2	-7.149	-11,8
Reino Unido	453.837	372.250	n.d.	-	-	-81.587	-18,0 (***)
Suecia	44.216	42.331	39.475	-2.856	-6,7	-4.741	-10,7
<b>UE-15</b>	<b>2.716.087</b>	<b>2.652.349</b>	<b>2.620.848 (**)</b>	<b>-31.501</b>	<b>-1,2</b>	<b>-95.239</b>	<b>-3,5</b>

OFICINAS

	1992	2001	2002	Var. 2002-2001		Var. 2002-1992	
				Absoluta	En %	Absoluta	En %
Alemania	49.166	39.904	37.582	-2.322	-5,8	-11.584	-23,6
Austria	4.667	4.546	4.471	-75	-1,6	-196	-4,2
Bélgica	8.052	6.168	5.550	-618	-10,0	-2.502	-31,1
Dinamarca	2.467	2.099	2.067	-32	-1,5	-400	-16,2
España	35.357	38.862	38.835	-27	-0,1	3.478	9,8
Finlandia	2.817	1.580	1.572	-8	-0,5	-1.245	-44,2
Francia	25.479	26.049	26.162	113	0,4	683	2,7
Grecia	2.280 (*)	3.101	3.288	187	6,0	1.008	44,2
Irlanda	927	896	902	6	0,7	-25	-2,7
Italia	20.909	29.270	29.926	656	2,2	9.017	43,1
Luxemburgo	303	368	299	-69	-18,8	-4	-1,3
Países Bajos	7.518	5.400	4.600	-800	-14,8	-2.918	-38,8
Portugal	3.303	5.167	5.140	-27	-0,5	1.837	55,6
Reino Unido	18.550	14.050	13.886	-164	-1,2	-4.664	-25,1
Suecia	2.910	2.090	1.952	-138	-6,6	-958	-32,9
<b>UE-15</b>	<b>184.705</b>	<b>179.550</b>	<b>176.232</b>	<b>-3.318</b>	<b>-1,8</b>	<b>-8.473</b>	<b>-4,6</b>

NOTAS: (\*) Datos de 1993.

(\*\*) En los países en los que la información no estaba disponible se ha utilizado la cifra del año anterior.

(\*\*\*) La comparación se realiza con el año 2001.

FUENTE: Servicio de Estudios de "la Caixa".

## CAJEROS AUTOMÁTICOS

	1995	2001	2002	Var. 2002-2001		Var. 2002-1995	
				Absoluta	En %	Absoluta	En %
Alemania	35.700	49.620	50.487	867	1,7	14.787	41,4
Austria	1.993	2.630	2.764	134	5,1	771	38,7
Bélgica	3.591	6.782	6.942	160	2,4	3.351	93,3
Dinamarca	2.033	2.763	2.822	59	2,1	789	38,8
España	26.552	47.191	51.828	4.637	9,8	25.276	95,2
Finlandia	2.421	2.132	2.110	-22	-1,0	-311	-12,8
Francia	22.852	36.912	38.975	2.063	5,6	16.123	70,6
Grecia	1.350	4.389	4.961	572	13,0	3.611	267,5
Irlanda	853	1.355	1.417	62	4,6	564	66,1
Italia	21.887	34.349	37.355	3.006	8,8	15.468	70,7
Luxemburgo	187	355	n.d.	-	-	168	89,8 (**)
Países Bajos	5.489	6.750	7.530	780	11,6	2.041	37,2
Portugal	3.744	8.482	9.032	550	6,5	5.288	141,2
Reino Unido	20.900	36.666	n.d.	-	-	15.766	75,4 (**)
Suecia	2.359	2.567	2.647	80	3,1	288	12,2
<b>UE-15</b>	<b>151.911</b>	<b>242.943</b>	<b>255.891 (*)</b>	<b>12.948</b>	<b>5,3</b>	<b>103.980</b>	<b>68,4</b>

NOTAS: (\*) En los países en los que la información no estaba disponible se ha utilizado la cifra del año anterior.

(\*\*) La comparación se realiza con el año 2001.

FUENTE: Servicio de Estudios de "la Caixa".

**Diez sectores bancarios de la UE acumulan una pérdida de 165.877 empleos desde 1992...**

Por países, predomina la tendencia hacia la disminución de plantillas: 10 de los 15 sectores bancarios de la Unión Europea han reducido su empleo, acumulando una pérdida total de 165.877 puestos de trabajo en la última década. El mayor recorte en cifras absolutas (casi 81.600 empleos) ha tenido lugar en el Reino Unido, país que goza de mayor flexibilidad laboral en relación a la Europa continental. Asimismo, en Finlandia el empleo bancario se ha contraído un 42,1% en estos diez años, equivalente a 17.785 puestos de trabajo. Dicha reducción refleja la profunda reestructuración que tuvo lugar en este sector bancario a raíz de la crisis que le afectó en la primera mitad de los noventa. En cuanto a Alemania, si bien en la última década su sector bancario registra un moderado descenso de 11.300 empleos bancarios, hay que señalar que sólo en el pasado ejercicio se han perdido 17.950 puestos de trabajo (un 2,5%), dos tercios de los cuales corresponden a los bancos privados.

**...mientras que en el resto se han generado 70.638 empleos.**

Por otro lado, cinco sectores bancarios europeos (Países Bajos, Irlanda, Grecia, Luxemburgo y Francia) han registrado incrementos de empleo, con un crecimiento conjunto de 70.638 empleados.

**En el mismo periodo, las oficinas bancarias en la UE se han reducido en 8.473.**

En cuanto a redes territoriales, el número de oficinas bancarias en la Unión Europea se ha reducido de 184.705 a 176.232 en los últimos diez años, un descenso absoluto de 8.473 oficinas, de las cuales 3.318 corresponden a la variación en el último ejercicio. De nuevo, la mayoría de sectores bancarios europeos muestran significativas disminuciones, destacando los recortes en Alemania (-11.584 oficinas) y en el Reino Unido (-4.664 oficinas), donde en ambos casos han tenido lugar de manera progresiva a lo largo de todo el periodo.

**Italia, España, Portugal y Grecia presentan notables incrementos de sus redes bancarias.**

Cabe señalar que hay cuatro países donde el crecimiento de sus redes territoriales es relevante, ya sea a nivel absoluto o relativo. Se trata de Italia, España, Portugal y Grecia. El caso español ya ha sido suficientemente comentado. En cuanto a Italia, la tardía liberalización de la capacidad de expansión geográfica, que no llegó hasta 1990, explica el crecimiento en 9.017 oficinas desde 1992 y, por lo que se refiere a los sistemas bancarios portugués y griego, su reciente modernización y desarrollo justifica el incremento de sus redes de oficinas.

**Importante incremento de las redes de cajeros automáticos en toda la UE...**

Finalmente, un tercer cuadro refleja cómo la tendencia generalizada hacia la reducción de medios operativos (empleados y oficinas) en los últimos diez años ha estado acompañada, en prácticamente todos los sectores bancarios de la Unión Europea, por un notable incremento de las redes de cajeros automáticos, que en conjunto han aumentado de 151.911 a 255.891 unidades instaladas, un 68,4% más.

**...que se convierten en canales alternativos de acceso al cliente.**

Este incremento es un ejemplo del proceso de automatización que ha caracterizado la reciente evolución de los sistemas bancarios europeos, así como del desarrollo de canales alternativos de acceso al cliente.

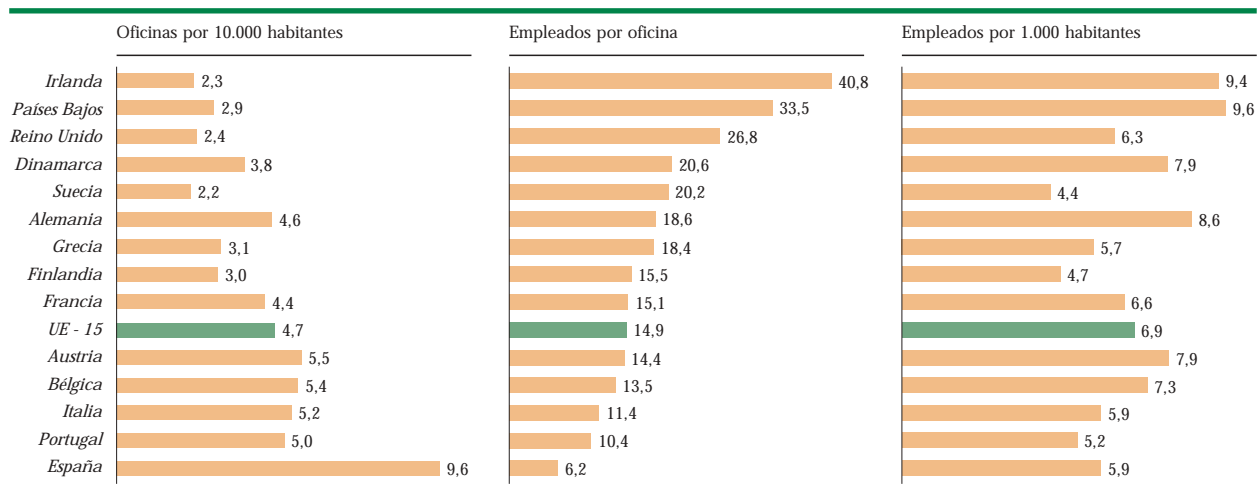
**Las ratios de servicio bancario relacionan el número de oficinas y de empleados bancarios con la población total.**

Por otra parte, un último gráfico muestra para los distintos países de la Unión Europea las principales ratios de servicio bancario. Con estas ratios se relaciona el número de oficinas y de empleados bancarios con la población total (y sirven, por lo tanto, como indicadores de densidad bancaria), y también se mide el tamaño medio de cada oficina bancaria. No se proporciona el dato individual relativo a Luxemburgo, dadas las características particulares de este sistema bancario en su calidad de centro financiero internacional, aunque sí se ha tenido en cuenta para la elaboración de las ratios globales de la Unión Europea.

**Los sistemas bancarios del Reino Unido y de España ejemplifican dos estructuras contrapuestas de servicio bancario.**

Este gráfico pone en evidencia dos modelos diferentes de estructuras bancarias, en cuanto al desarrollo de los medios operativos se refiere. Por un lado, hay varios sistemas bancarios con una densidad de oficinas muy baja, con menos de 3 oficinas bancarias para cada 10.000 habitantes. En esta situación se encuentran los sectores bancarios de Suecia, Irlanda, Reino Unido y Países Bajos, cuyas oficinas, por otro lado, se caracterizan por ser las mayores en términos de plantilla media (más de 20 empleados por oficina). En el otro extremo está España, con 9,6 oficinas por cada 10.000 habitantes, aunque en cada una trabaja una media de sólo 6,2 empleados. Aunque a cierta distancia, Portugal e Italia estarían más próximos al modelo español. Como resultado de este contraste, la relación entre empleados bancarios y población total es mucho más homogénea entre los diferentes países, lo cual hace más difícil afirmar que unos países estén más «bancarizados» que los demás.

UNIÓN EUROPEA: PRINCIPALES RATIOS DE SERVICIO BANCARIO  
A 31 de diciembre de 2002 (\*)



NOTA: (\*) Excepto la cifra de empleados en el caso de Reino Unido (2001).  
FUENTE: Servicio de Estudios de "la Caixa".



## La economía española en 2003

### *La economía española aumenta el ritmo de crecimiento en 2003...*

La economía española presenta un balance global positivo en 2003. El ejercicio se cerró con un crecimiento medio del producto interior bruto (PIB) del 2,4%, frente al 2,0% registrado en 2002. El consumo privado y la construcción fueron los auténticos motores de la expansión, con una contribución al incremento del PIB de 1,8 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente. Por otra parte, el crecimiento de la economía española superó en cerca de un punto al del conjunto de la zona del euro, figurando entre las más dinámicas del grupo de países desarrollados. La caída de la tasa de inflación –hasta 2,6% al finalizar el año– y el renovado dinamismo del mercado de trabajo son otros hechos destacables en el balance del año, mientras que, en el lado opuesto, el aumento del déficit exterior sobresale como uno de los aspectos más negativos.

### PRODUCTO INTERIOR BRUTO POR COMPONENTES DE GASTO Porcentaje de variación anual a precios constantes

	Producto interior bruto	Consumo de los hogares	Consumo público	Inversión de capital fijo	Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Valor añadido bruto				
							Agricultura y pesca	Energía	Industria	Construcción	Servicios
1989	4,8	5,4	8,3	12,0	1,4	17,7	-4,7	0,4	4,5	12,8	4,8
1990	3,8	3,4	6,3	6,5	4,7	9,6	5,4	-0,2	2,7	8,1	3,8
1991	2,5	2,8	6,0	1,7	8,2	10,3	3,7	2,3	1,9	2,1	3,0
1992	0,9	2,1	3,5	-4,1	7,5	6,8	1,0	-0,5	-0,3	-6,1	2,2
1993	-1,0	-2,0	2,7	-8,9	7,8	-5,2	2,8	-1,8	-3,9	-6,7	0,6
1994	2,4	0,9	0,5	1,9	16,7	11,4	-4,7	2,7	1,7	1,1	3,2
1995	2,8	1,7	2,4	7,7	9,4	11,1	-6,1	1,8	3,8	6,2	2,9
1996	2,4	2,2	1,3	2,1	10,4	8,0	17,6	4,9	1,4	-1,4	1,8
1997	4,0	3,2	2,9	5,0	15,3	13,2	2,6	3,4	5,8	2,2	3,5
1998	4,3	4,4	3,7	10,0	8,2	13,2	-0,6	1,4	5,4	7,2	3,8
1999	4,2	4,7	4,2	8,8	7,7	12,6	-5,1	2,4	4,2	8,5	4,1
2000	4,2	4,0	5,1	5,7	10,0	10,6	1,8	4,4	3,8	6,0	4,1
2001	2,8	2,9	3,6	3,3	3,6	4,0	-3,3	4,3	1,9	5,5	3,3
2002	2,0	2,6	4,4	1,0	0,0	1,8	1,0	0,3	0,7	4,8	2,2
2003	2,4	3,0	4,6	3,0	4,0	6,7	0,7	1,4	1,3	3,6	2,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

### *...gracias fundamentalmente a la contribución del consumo privado...*

El consumo privado aumentó un 3,0% en promedio anual, 0,4 puntos porcentuales más que en 2002, con un perfil de crecimiento relativamente estable en la mayor parte del año. El incremento de la riqueza financiera de las familias debido a la recuperación de las bolsas, el avance del empleo, la ganancia de poder adquisitivo por la disminución de la tasa de inflación, la permanencia de los bajos tipos de interés y el recorte de los tipos impositivos aplicables a la renta de las personas físicas son algunos de los factores que apoyaron el comportamiento expansivo de dicho componente. Con todo, la confianza de los consumidores acusó una

mejora muy discreta, finalizando el año con doce puntos negativos frente a los dieciséis anotados en diciembre de 2002, lo que probablemente contribuyó a moderar el ritmo de avance del consumo que, en otras circunstancias, pudiera haber sido todavía más intenso.

### **...y el impulso de la construcción.**

Junto al vigor de la construcción, también cabe destacar la recuperación de la inversión en bienes de equipo, que creció un 2,2% en el conjunto del año, abandonando la tónica contractiva de 2002, aunque perdió intensidad en la segunda mitad del mismo. El consumo público tuvo también un comportamiento expansivo, con un crecimiento medio del 4,6%, aportando 0,8 puntos al crecimiento global del PIB. Por último, el tirón de las importaciones y la contención del crecimiento de las exportaciones, sobre todo en el capítulo de los servicios, motivó que el sector exterior restara 1,0 puntos al crecimiento del PIB, cuatro décimas más que en 2002.

## MERCADO DE TRABAJO

	Empleo (*)			Paro						
	Total (miles)	Variación anual		Estimado (**)			Tasa de paro (%)	Registrado (***)		
		Miles	%	Total (miles)	Variación anual			Total (miles)	Variación anual	
				Miles	%			Miles	%	
1989	12.638,2	434,6	3,6	2.632,5	-274,0	-9,4	17,2	2.426,6	-341,9	-12,3
1990	12.954,9	316,7	2,5	2.510,5	-122,0	-4,6	16,2	2.351,2	-75,4	-3,1
1991	13.057,1	102,1	0,8	2.545,2	34,7	1,4	16,3	2.329,3	-21,9	-0,9
1992	12.822,3	-234,7	-1,8	2.883,4	338,2	13,3	18,4	2.360,4	31,1	1,3
1993	12.293,8	-528,5	-4,1	3.598,8	715,4	24,8	22,6	2.705,8	345,4	14,6
1994	12.207,7	-86,1	-0,7	3.880,1	281,3	7,8	24,1	2.556,8	-149,0	-5,5
1995	12.512,0	304,4	2,5	3.715,6	-164,5	-4,2	22,9	2.377,0	-179,9	-7,0
1996	12.835,0	323,0	2,6	3.657,3	-58,3	-1,6	22,2	2.216,1	-160,9	-6,8
1997	13.259,5	424,5	3,3	3.471,9	-185,4	-5,1	20,8	2.075,7	-140,4	-6,3
1998	13.807,6	548,1	4,1	3.177,3	-294,6	-8,5	18,7	1.785,7	-290,0	-14,0
1999	14.568,1	760,5	5,5	2.722,4	-454,9	-14,3	15,7	1.613,8	-171,9	-9,6
2000	15.369,7	801,6	5,5	2.486,9	-235,5	-8,7	13,9	1.556,4	-57,4	-3,6
2001	15.945,6	575,9	3,7	1.869,0	-	-	10,5	1.574,8	18,5	1,2
2002	16.257,6	312,1	2,0	2.082,9	213,9	11,4	11,4	1.688,1	113,2	7,2
2003	16.694,6	437,0	2,7	2.127,4	44,5	2,1	11,3	1.711,5	23,4	1,4

NOTA: (\*) Medias anuales. Encuesta de población activa.

(\*\*) Medias anuales. Encuesta de población activa; la nueva definición de paro a partir de 2001 hace que no sea comparable con los datos anteriores.

(\*\*\*) A final de año. Registro del Instituto Nacional de Empleo.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Instituto Nacional de Empleo y elaboración propia.

### **La expansión de la actividad repercute en el aumento del ritmo de creación de empleo, aunque la tasa de paro supera todavía el 11%...**

La aceleración del ritmo de actividad en 2003 repercutió positivamente en el mercado de trabajo. Se crearon 437.000 empleos netos en promedio anual, unos 125.000 más que en 2002, según la encuesta de población activa (EPA). Sin embargo, el aumento de la población activa motivó que la tasa de paro sufriera una reducción muy limitada, situándose en el 11,3% de media anual (sólo una décima menos que en 2002), la más alta de la Unión Europea. No se produjo tampoco ningún avance apreciable

en lo referente a la clase de empleo; al finalizar el año, los contratos de carácter temporal representaban el 30,7% del total, exactamente la misma proporción que un año antes. De modo similar, el avance de los contratos a tiempo parcial fue muy modesto, con el 8,2% del total en 2003, sólo tres décimas más que en 2002.

**...y subsisten algunos desequilibrios, como el exceso de temporalidad y la baja tasa de actividad femenina.**

En definitiva, el dinamismo del mercado de trabajo coexiste todavía con desequilibrios notables, a pesar de los progresos realizados en los últimos años. Al final de 2003, la tasa de actividad (porcentaje de activos sobre la población de 16 a 64 años) se situaba en el 69,3%, con un avance de 4,5 puntos en los últimos cinco años, acercándose a la media de la Unión Europea (69,8% en 2002). Sin embargo, mientras que la tasa de actividad masculina (81,8%) supera incluso a la media comunitaria (78,5%), la tasa de actividad femenina, a pesar de haber aumentado más de seis puntos en estos cinco años, se situaba en el 56,8%, lejos todavía de la correspondiente al conjunto de la Unión (61%).

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

Porcentaje de variación en diciembre sobre diciembre del año anterior

	Total		Grupos especiales						Agrupaciones		
	Media anual	Final año	Alimentación			Bienes industriales			Servicios totales	Conjunto no alimentario	Inflación subyacente
			Con elab.	Sin elab.	Total	No energéticos	Energéticos	Total			
1989	6,8	6,9	8,6	6,3	7,5	3,7	6,2	4,1	9,1	6,6	7,1
1990	6,7	6,5	3,7	7,2	5,3	4,8	11,3	5,8	9,4	7,2	6,1
1991	5,9	5,5	4,4	2,0	3,3	4,7	1,9	4,2	9,6	6,7	6,5
1992	5,9	5,3	5,6	-3,5	1,3	5,0	10,1	5,9	10,4	7,4	6,8
1993	4,6	4,9	4,8	3,7	4,4	3,3	6,4	3,9	6,8	5,1	5,0
1994	4,7	4,3	5,0	4,7	4,9	3,6	1,8	3,2	5,2	4,1	4,5
1995	4,7	4,3	6,2	1,9	4,5	4,2	3,0	4,0	4,5	4,2	4,8
1996	3,6	3,2	3,2	2,4	2,9	2,4	6,5	3,1	3,6	3,3	3,0
1997	2,0	2,0	0,4	3,2	1,5	1,4	0,6	1,2	3,5	2,2	2,0
1998	1,8	1,4	0,4	0,9	0,6	1,6	-6,6	0,1	3,7	1,7	2,2
1999	2,3	2,9	2,6	2,0	2,4	1,3	11,5	3,1	3,2	3,1	2,4
2000	3,4	4,0	1,1	6,5	3,2	2,5	11,2	4,1	4,4	4,2	3,0
2001	3,6	2,7	5,3	6,1	5,6	2,6	-10,0	-0,4	4,2	1,8	3,8
2002	3,5	4,0	3,4	7,0	4,6	2,6	5,7	3,3	4,4	3,8	3,5
2003	3,0	2,6	2,7	6,4	3,9	1,2	-0,1	0,9	3,6	2,2	2,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Cae la tasa de inflación, gracias a la moderación de los precios relativos a la energía, los bienes industriales...**

La caída de la tasa del índice de precios de consumo (2,6% al finalizar el año, 1,4 puntos menos que en diciembre de 2002) sitúa éste al nivel más bajo de los últimos cinco años. La moderación del coste del petróleo importado fue una de las causas determinantes de dicha caída. En concreto, el comportamiento del subgrupo de carburantes y combustibles, con una variación interanual negativa del 0,6% en diciembre de 2003, explica un 42% de la disminución registrada. También los bienes industriales no energéticos, que redujeron al 1,2% la variación interanual, frente al 2,6% registrado en diciembre de 2002, contribuyeron a dicha reducción de un

modo importante (31%), habiendo influido quizás, en este caso, la fortaleza del euro y la intensidad de la competencia internacional. Esta circunstancia afectó sobre todo a los equipos informáticos, audio, fotografía y vídeo y al componente de vestido y calzado.

## COTIZACIÓN DEL EURO

Unidades de moneda nacional por ecu o euro (\*). Medias anuales

	Dólar EE.UU.	Yen japonés	Franco suizo	Libra esterlina	Corona sueca	Corona danesa	Peseta	Índices de competitividad (**)	
								Frente a países desarrollados	Frente a la Unión Europea
1989	1,106	152,0	1,801	0,673	7,10	8,05	130,41	110,6	110,5
1990	1,273	183,7	1,762	0,714	7,52	7,86	129,41	116,2	113,6
1991	1,241	166,7	1,772	0,701	7,48	7,91	128,47	117,7	115,9
1992	1,297	164,2	1,819	0,737	7,53	7,81	132,53	117,2	114,7
1993	1,172	130,5	1,732	0,780	9,11	7,59	149,12	105,0	105,0
1994	1,188	121,3	1,622	0,776	9,16	7,54	158,92	100,0	100,2
1995	1,308	122,9	1,545	0,829	9,33	7,33	163,00	101,2	100,7
1996	1,269	138,0	1,568	0,814	8,52	7,36	160,75	103,5	102,4
1997	1,134	137,2	1,644	0,693	8,66	7,48	165,89	99,3	99,1
1998	1,120	146,4	1,622	0,676	8,91	7,50	167,18	99,6	99,1
1999	1,067	121,4	1,600	0,659	8,81	7,44	166,39	99,1	99,8
2000	0,924	99,5	1,558	0,609	8,45	7,45	-	97,6	100,4
2001	0,896	108,7	1,510	0,622	9,26	7,45	-	98,7	101,4
2002	0,945	118,1	1,467	0,629	9,16	7,43	-	101,3	103,0
2003	1,131	131,0	1,521	0,692	9,12	7,43	-	105,6	105,4

NOTAS: (\*) Tipos de cambio del ecu hasta diciembre de 1998; tipos de cambio del euro a partir de enero de 1999.

(\*\*) Medido con precios de consumo. Primer trimestre de 1999 = 100. La caída del índice refleja mejoras en la competitividad.

FUENTE: Banco de España.

**...y los servicios, reduciéndose notablemente el diferencial existente con la zona del euro.**

Los servicios, con un incremento del 3,6% frente al 4,4% de 2002, explican en torno a un 20% de la caída de la tasa de inflación, gracias en buena parte a la moderación de los precios relativos a la hostelería y el turismo. Por lo demás, el hecho de que la inflación subyacente (que no incluye los productos energéticos y los alimentos no elaborados) cayera al 2,5% al final de año, por debajo incluso del IPC general, refuerza las expectativas de que el recorte de la tasa de inflación se consolide en el transcurso de 2004. Por otra parte, la desaceleración de la tasa de inflación española permitió que el diferencial con el conjunto de la zona del euro mejorara notablemente (0,7 puntos porcentuales en diciembre de 2003 frente a los 1,7 puntos registrados un año antes).

**El tirón de las importaciones explica el fuerte aumento de los déficit comercial...**

En el sector exterior, el crecimiento de las importaciones (7,1% hasta noviembre, en términos de la balanza de pagos), superior al correspondiente a las exportaciones (5,3%), comportó el fuerte aumento del déficit comercial en 2003, que ascendió a 34.640 millones de euros en estos once meses, un 14,5% más que en el mismo periodo de 2002. El tirón de la demanda interna, el estancamiento del mercado europeo y la apreciación del euro, en torno a un 20% de promedio anual (en 2002 lo hizo en un 5,5%), han contribuido en buena medida a ello. No hay que perder tampoco de vista que el aumento de la tasa de inflación española, supe-

rior en los últimos años a la correspondiente a nuestros socios europeos, ha acabado erosionando la competitividad de la economía española (en casi un 6,5% con respecto a la zona del euro, desde el advenimiento de la moneda única) y en mayor proporción, aún, con respecto al conjunto de países desarrollados, tras la caída del dólar.

## BALANZA DE PAGOS

Millones de euros

	Balanza por cuenta corriente					% saldo cta. cte. s/PIB	Saldo cuenta de capital	Saldo cuenta corriente + cuenta de capital		Saldo cuenta financiera (*)
	Mercancías	Servicios	Transferencias	Rentas	Saldo cta. cte.			Total	s/PIB	
1989	-17.703	8.356	...	-2.119	...	...	...	-8.186	-2,9	9.727
1990	-17.813	7.263	1.683	-2.158	-11.025	-3,5	911	-10.114	-3,2	13.857
1991	-18.988	7.557	1.625	-2.674	-12.480	-3,6	2.120	-10.361	-3,0	19.958
1992	-18.562	7.645	1.314	-3.532	-13.135	-3,6	2.298	-10.837	-2,9	3.804
1993	-11.440	8.964	991	-2.724	-4.210	-1,1	2.269	-1.941	-0,5	-303
1994	-11.868	11.953	1.013	-6.238	-5.140	-1,3	1.843	-3.297	-0,8	3.554
1995	-13.761	13.935	3.494	-3.105	563	0,1	4.473	5.036	1,2	-6.178
1996	-12.384	15.554	1.802	-4.661	311	0,1	5.020	5.331	1,1	14.971
1997	-11.802	17.583	2.408	-5.949	2.240	0,5	5.609	7.849	1,6	7.955
1998	-18.480	19.626	3.006	-6.751	-2.598	-0,5	5.680	3.081	0,6	-11.971
1999	-28.585	21.524	2.853	-8.904	-13.112	-2,3	6.552	-6.561	-1,2	26.311
2000	-37.778	24.243	1.528	-8.985	-20.991	-3,4	5.181	-15.811	-2,6	27.444
2001	-36.396	27.131	1.798	-10.878	-18.346	-2,8	5.566	-12.780	-2,0	2.597
2002	-34.712	26.128	2.424	-10.466	-16.627	-2,4	7.498	-9.129	-1,3	12.618
2003 (**)	-34.640	25.929	115	-11.136	-19.733	-2,7	6.737	-12.996	-1,8	28.518

NOTA: (\*) Excepto variación de reservas y otros activos del Banco de España.

(\*\*) Enero-noviembre.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### ...y corriente.

Por otra parte, el crecimiento moderado del superávit de servicios, debido en parte a la contención de los ingresos por turismo, resultó insuficiente para contrarrestar el desequilibrio comercial aludido. Este hecho, junto al notable incremento del déficit de la balanza de rentas –provocado sobre todo por el aumento de los pagos realizados por el sector privado no financiero– explica el fuerte crecimiento del déficit por cuenta corriente, superior en más del 62% al correspondiente a 2002.

### Los bajos tipos de interés continúan impulsando el crecimiento del crédito bancario.

En 2003, el tipo de referencia del Banco Central Europeo sufrió dos nuevos recortes hasta caer, en junio, al mínimo histórico del 2,0%, que ya no sufriría modificaciones en los meses siguientes. Con lo tipos de interés bajo mínimos, el crédito bancario adquirió un nuevo impulso. Así, en diciembre, el saldo del crédito concedido a empresas y familias era casi un 15% superior al contabilizado un año antes, siendo todavía mayor el crecimiento del crédito hipotecario (casi un 22%), en consonancia con el auge del mercado inmobiliario –el precio medio de una vivienda aumentó casi un 17% durante los nueve primeros meses del año–.

## MERCADOS FINANCIEROS

	Tipos de interés (1)					Crédito bancario (6)	Depósitos bancarios (6)	Índice IBEX 35 (7)	Volumen de negociación de acciones del mercado bursátil (8)
	Referencia del banco central	Mercado interbancario a un año (2)	Obligaciones del Estado a 10 años (3)	Cuentas de crédito de 1 a 3 años de la banca (4)	Cuentas corrientes de la banca (5)				
1988	11,6	11,8	-	15,2	7,1	17,6	13,1	2.727	20
1989	14,0	15,1	12,1	16,4	8,1	19,6	15,1	3.000	28
1990	14,6	15,4	13,0	17,5	10,2	11,2	13,5	2.249	27
1991	13,2	13,1	11,8	16,5	9,6	12,2	9,0	2.603	28
1992	12,8	13,3	11,2	15,9	8,3	6,9	3,6	2.345	27
1993	11,3	10,9	10,7	14,6	7,4	1,2	9,9	3.615	39
1994	7,8	8,4	10,1	10,9	5,1	3,2	7,3	3.088	55
1995	8,8	10,0	11,5	11,3	5,1	6,2	12,1	3.631	48
1996	7,6	7,4	8,9	9,6	4,3	7,4	5,1	5.155	77
1997	5,4	5,2	6,5	7,3	3,2	13,8	4,3	7.255	163
1998	4,2	4,0	4,9	6,0	2,5	16,8	2,0	9.837	261
1999	2,7	3,2	4,8	4,7	1,5	15,2	7,5	11.641	292
2000	4,0	4,8	5,6	5,7	2,1	17,3	12,8	9.110	493
2001	4,3	4,1	5,1	5,9	2,4	11,7	12,2	8.398	445
2002	3,2	3,5	5,0	5,0	2,0	12,3	7,8	6.037	445
2003	2,3	2,3	4,1	4,0	0,8	14,3	8,0	7.737	500

NOTAS: (1) En porcentaje anual. Media anual.

(2) Mercado nacional hasta 1998, euribor a partir de entonces.

(3) Emisiones en el mercado primario. Tipo de interés marginal.

(4) Créditos hasta 1 millón de euros a las sociedades no financieras para 2003.

(5) Depósitos a la vista de los hogares para 2003.

(6) Tasa de variación interanual de los saldos de las entidades de crédito a diciembre de cada año.

(7) Al final del ejercicio.

(8) Miles de millones de euros.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### **Cierre del ejercicio con avances en las bolsas y cesión de rentabilidades en los mercados de renta fija.**

Por otra parte, la recuperación de las bolsas, tras las sucesivas caídas registradas durante los años precedentes, marcó un importante cambio de tendencia en los mercados financieros. El IBEX cerró el ejercicio en 7.737 puntos, con una ganancia superior al 28%, mayor que la anotada por el índice Euro Stoxx 50 (15,7%), representativo del conjunto de la zona del euro. El mercado de renta fija reportó también beneficios al flexionar las rentabilidades a la baja (lo que comporta la subida recíproca del precio de los títulos). El tipo medio de emisión de las obligaciones del Estado a 10 años se situó en torno al 4,1%, nueve décimas menos que en 2002, aunque con tendencia a orientarse al alza en la segunda mitad del año, siguiendo la pauta dictada por los mercados internacionales, que reaccionaron ante las expectativas de consolidación de la recuperación económica en Estados Unidos, el deterioro de los déficit públicos y la conjura del riesgo de deflación.

### **Se mantiene el equilibrio presupuestario público en 2003.**

Por lo que se refiere a la actuación del sector público, las primeras estimaciones apuntan a que el ejercicio se cerró con superávit. Asimismo, se prevé que la contención del gasto (en los últimos años se ha situado ligeramente por debajo del 40% del PIB) permita que el montante de la deuda total de las administraciones públicas descienda al 50,8% del PIB, tres puntos porcentuales menos que en 2002. En el capítulo de ingresos, vemos

que los recursos de las administraciones públicas españolas procedentes del cobro de impuestos y de cotizaciones sociales efectivas han tendido a aumentar su participación sobre el PIB en los últimos años (35,7% en 2002, cerca de un punto porcentual más que un año antes). Partiendo de dicha información, se constata que la presión fiscal (que incluye los tramos de impuestos cedidos a las instituciones de la Unión Europea y otros ajustes técnicos) creció hasta el 35,5% del PIB en 2002 (en torno a 0,6 puntos porcentuales más que en 2002), según los datos del Ministerio de Economía.

## ACTUACIÓN PRESUPUESTARIA DEL SECTOR PÚBLICO % sobre el PIB

	Operaciones no financieras de las administraciones públicas		Saldo de caja no financiero del Estado (Millones de euros)	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación				Deuda Total AA.PP.
	Impuestos + Cotiz. sociales (*)	Gasto total (**)		Estado	Seguridad Social	Otras AA.PP.	Total AA.PP.	
1989	33,6	42,0	-4.654	-2,2	0,2	-0,8	-2,8	43,8
1990	33,4	42,7	-7.035	-2,9	0,1	-1,0	-3,8	43,1
1991	33,6	43,7	-8.219	-2,5	-0,3	-1,6	-4,4	44,2
1992	35,2	45,0	-11.223	-2,8	-0,1	-1,1	-4,0	46,7
1993	34,3	47,8	-22.681	-6,1	0,5	-1,2	-6,8	55,4
1994	34,0	46,2	-20.843	-5,0	-0,2	-1,0	-6,2	60,2
1995	32,7	45,0	-19.017	-5,7	-0,3	-0,6	-6,6	64,0
1996	33,0	43,7	-22.137	-3,9	-0,4	-0,7	-5,0	68,2
1997	33,5	41,8	-12.314	-2,7	-0,2	-0,3	-3,2	66,6
1998	33,8	41,4	-6.698	-2,4	-0,3	-0,3	-3,0	64,6
1999	34,5	40,2	-6.354	-1,1	0,1	-0,2	-1,2	63,1
2000	35,0	39,8	-2.431	-0,9	0,4	-0,3	-0,8	60,5
2001	34,8	39,4	-2.884	-0,6	0,8	-0,5	-0,3	56,8
2002	35,7	39,7	-2.626	-0,5	0,8	-0,3	0,0	53,8
2003	...	...	-4.132	-0,4	1,0	-0,3	0,3	50,8

NOTAS: (\*) Recursos de las AA.PP. españolas (no incluye los tramos correspondientes a las instituciones de la UE).

(\*\*) Empleos corrientes y de capital.

FUENTES: Ministerio de Hacienda, Banco de España y elaboración propia.

**En el Programa de Estabilidad se prevé que el crecimiento del PIB se acelere hasta el 3,0% en 2004.**

Por último, con respecto a las perspectivas futuras, cabe esperar que se consolide la tendencia de crecimiento de la economía española en 2004, gracias al dinamismo de la demanda interna y la mejora del contexto económico internacional. En la última actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España se prevé que la tasa de expansión del PIB se acelere al 3,0% en 2004 y permanezca estable durante los tres años siguientes. Ello permitiría que el empleo continuara creciendo de forma continua (en torno a un 2% anual de promedio en estos cuatro años) y que la tasa de paro cayera por debajo del 8% en 2007. Se contempla asimismo en dicho escenario la continuidad del equilibrio presupuestario público y el mantenimiento de un déficit exterior (medido por necesidad de financiación de la nación) ligeramente superior al 2,5% del PIB.



ACTUALIZACIÓN DEL PROGRAMA DE ESTABILIDAD DEL REINO DE ESPAÑA.  
 ESCENARIO MACROECONÓMICO

Porcentaje de variación real, salvo indicación en contra

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Agregados</b>						
Gasto en consumo final de los hogares	2,6	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0
Formación bruta de capital	1,1	3,1	3,9	3,9	3,9	3,9
Demanda interna	2,6	3,1	3,3	3,2	3,2	3,2
Saldo exterior (contribución al crecimiento del PIB)	-0,6	-0,9	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
<b>PIB</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>Precios y costes</b>						
Deflactor del consumo privado	3,5	3,2	2,7	2,4	2,4	2,4
Coste laboral unitario	3,3	3,3	2,1	2,1	2,1	2,1
<b>Mercado de trabajo</b>						
Empleo	1,5	1,8	1,9	2,1	2,1	2,1
Tasa de paro (% sobre población activa)	11,4	11,3	11,0	10,0	8,9	7,9
<b>Otras variables</b>						
Saldo presupuestario de las administraciones públicas (% PIB)	0,1	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (% PIB)	-1,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7

FUENTE: Ministerio de Economía.

# SISTEMA BANCARIO

## RECURSOS AJENOS DEL SISTEMA BANCARIO

Saldos a 31-12-2003 en millones de euros

Instituciones	Saldo			Participación		
	31-12-2003	31-12-2002	Variación %	31-12-2003	31-12-2002	Variación
<b>Banca</b>	<b>435.293</b>	<b>401.753</b>	<b>8,35</b>	<b>46,83</b>	<b>48,13</b>	<b>-1,31</b>
<b>Cajas de ahorros</b>	<b>448.571</b>	<b>391.517</b>	<b>14,57</b>	<b>48,25</b>	<b>46,90</b>	<b>1,35</b>
<b>Cooperativas de crédito</b>	<b>45.739</b>	<b>41.438</b>	<b>10,38</b>	<b>4,92</b>	<b>4,96</b>	<b>-0,04</b>
<b>Total</b>	<b>929.603</b>	<b>834.708</b>	<b>11,37</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	

NOTA: A partir de datos no consolidados. Incluye los epígrafes débitos a clientes, débitos representados por valores negociables y pasivos subordinados del balance público. No incluye las sucursales de entidades de crédito extranjeras con sede central en Europa.

FUENTES: AEB, «Balances y Estadísticas de la Banca en España»; CECA, «Boletín Estadístico»; y elaboración propia.

## RANKING DE LOS PRINCIPALES GRUPOS BANCARIOS Y DE CAJAS POR RECURSOS AJENOS (1)

Saldos a 31-12-2003 en millones de euros

Grupos consolidados	Saldo a 31-12-2003	Saldo a 31-12-2002	Variación s/diciembre 2002	% variación s/diciembre 2002
<b>1 Santander Central Hispano</b>	<b>214.997,9</b>	<b>211.555,1</b>	<b>3.442,8</b>	<b>1,63</b>
<b>2 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria</b>	<b>182.831,2</b>	<b>180.570,6</b>	<b>2.260,6</b>	<b>1,25</b>
<b>3 Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona</b>	<b>91.214,0</b>	<b>74.711,1</b>	<b>16.502,9</b>	<b>22,09</b>
<b>4 C. A. y M. P. de Madrid</b>	<b>60.831,3</b>	<b>53.138,7</b>	<b>7.692,6</b>	<b>14,48</b>
<b>5 Banco Popular Español (2)</b>	<b>37.464,0</b>	<b>32.863,2</b>	<b>4.600,8</b>	<b>14,00</b>
<b>6 Banco Sabadell</b>	<b>24.423,7</b>	<b>20.954,7</b>	<b>3.574,9</b>	<b>17,15</b>
<b>7 Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante</b>	<b>24.268,6</b>	<b>20.848,8</b>	<b>3.313,9</b>	<b>15,81</b>
<b>8 Caja de Ahorros de Cataluña</b>	<b>21.969,6</b>	<b>19.502,4</b>	<b>2.467,2</b>	<b>12,65</b>
<b>9 Caja de Ahorros del Mediterráneo</b>	<b>20.057,8</b>	<b>17.596,3</b>	<b>2.461,5</b>	<b>13,99</b>
<b>10 Bankinter</b>	<b>17.992,4</b>	<b>15.738,2</b>	<b>2.254,2</b>	<b>14,32</b>
<b>11 C. A. y M. P. de Zaragoza, Aragón y Rioja</b>	<b>15.838,5</b>	<b>13.917,3</b>	<b>1.931,1</b>	<b>13,89</b>
<b>12 Caja de Ahorros de Galicia</b>	<b>15.643,0</b>	<b>13.907,4</b>	<b>1.725,7</b>	<b>12,40</b>
<b>13 M. P. y C. A. de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera</b>	<b>14.041,8</b>	<b>12.502,3</b>	<b>1.539,5</b>	<b>12,31</b>
<b>14 Bilbao Bizkaia Kutxa</b>	<b>12.571,3</b>	<b>11.999,4</b>	<b>571,8</b>	<b>4,77</b>
<b>15 Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra</b>	<b>11.189,0</b>	<b>9.463,9</b>	<b>1.026,9</b>	<b>10,11</b>
<b>16 Caja España de Inversiones, C. A. y M. P.</b>	<b>10.915,1</b>	<b>10.162,1</b>	<b>1.451,2</b>	<b>15,33</b>
<b>17 Caja de Ahorros de Salamanca y Soria</b>	<b>10.230,5</b>	<b>9.726,1</b>	<b>504,4</b>	<b>5,19</b>
<b>18 C. A. y M. P. de Guipúzkoa y San Sebastián</b>	<b>8.686,4</b>	<b>8.062,5</b>	<b>623,9</b>	<b>7,74</b>
<b>19 Barclays Bank (3)</b>	<b>8.629,9</b>	<b>7.848,2</b>	<b>781,7</b>	<b>9,96</b>
<b>20 Banco Pastor</b>	<b>8.496,9</b>	<b>7.043,6</b>	<b>1.453,3</b>	<b>20,63</b>

NOTAS: (1) Incluye los epígrafes débitos a clientes, débitos representados por valores negociables y pasivos subordinados del balance público consolidado.

(2) Los recursos a 31-12-2002 se obtienen por la agregación de los correspondientes a Banco Popular Español y a Banco Nacional de Crédito Inmobiliario (BNC).

(3) Los recursos a 31-12-2002 se obtienen por la agregación de los correspondientes a Barclays Bank y Banco Zaragozano.

FUENTES: AEB, «Balances y Estadísticas de la Banca en España»; CECA, «Boletín Estadístico»; y elaboración propia.

EVOLUCIÓN DE LOS RECURSOS AJENOS DE LAS CAJAS DE AHORROS  
POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (1)

Cifras consolidadas en millones de euros. A 31 de diciembre de 2003

Grupos consolidados (2)	Saldo		Variación s/diciembre 2002	% variación s/diciembre 2002
	31-12-2003	31-12-2002		
<b>Andalucía</b>	<b>42.561,5</b>	<b>36.693,7</b>	<b>5.867,8</b>	<b>15,99</b>
M. P. y C. A. de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera - Unicaja	14.041,8	12.502,3	1.539,5	12,31
M. P. y C. A. de Huelva y Sevilla	7.878,1	6.658,4	1.219,7	18,32
C. A. y M. P. de Córdoba - Cajasur	8.358,2	6.848,6	1.509,6	22,04
Caja General de Ahorros de Granada	6.378,3	5.634,5	743,8	13,20
Caja de Ahorros San Fernando de Sevilla y Jerez	5.548,7	4.760,9	787,8	16,55
Caja Provincial de Ahorros de Jaén	356,4	289,0	67,4	23,32
<b>Aragón</b>	<b>20.508,0</b>	<b>18.052,2</b>	<b>2.455,8</b>	<b>13,60</b>
C. A. y M. P. de Zaragoza, Aragón y Rioja. Ibercaja	15.838,5	13.917,3	1.921,2	13,80
Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón	4.669,5	4.134,9	534,6	12,93
<b>Asturias</b>				
Caja de Ahorros de Asturias	<b>5.932,6</b>	<b>5.528,7</b>	<b>403,9</b>	<b>7,30</b>
<b>Baleares</b>	<b>4.874,6</b>	<b>4.595,8</b>	<b>278,7</b>	<b>6,07</b>
C. A. y M. P. de las Baleares - Sa Nostra	4.673,1	4.418,2	254,8	5,77
Caja de Ahorros de Pollença «Colonya»	201,5	177,6	23,9	13,46
<b>Canarias</b>	<b>8.051,7</b>	<b>7.167,6</b>	<b>884,1</b>	<b>12,33</b>
Caja General de Ahorros de Canarias	4.701,7	4.087,9	613,8	15,01
Caja Insular de Ahorros de Canarias	3.350,0	3.079,6	270,3	8,78
<b>Cantabria</b>				
Caja de Ahorros de Santander y Cantabria	<b>4.403,7</b>	<b>3.508,9</b>	<b>894,8</b>	<b>25,50</b>
<b>Castilla y León</b>	<b>32.588,9</b>	<b>30.107,9</b>	<b>2.481,1</b>	<b>8,24</b>
Caja España de Inversiones, C. A. y M. P.	10.915,1	10.162,1	753,0	7,41
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria - Caja Duero	10.230,5	9.726,1	504,4	5,19
Caja de Ahorros Municipal de Burgos	4.787,8	4.242,7	545,1	12,85
C. A. y M. P. del C.C.O. de Burgos	2.220,8	2.089,1	131,7	6,30
C. A. y M. P. de Segovia	2.319,7	2.062,3	257,4	12,48
C. A. y M. P. de Ávila	2.115,0	1.825,5	289,5	15,86
<b>Castilla-La Mancha</b>	<b>8.924,6</b>	<b>7.865,9</b>	<b>1.058,7</b>	<b>13,46</b>
Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha	8.214,8	7.208,9	1.005,9	13,95
Caja de Ahorros Provincial de Guadalajara	709,8	657,0	52,8	8,04
<b>Cataluña</b>	<b>142.373,2</b>	<b>120.098,8</b>	<b>22.274,4</b>	<b>18,55</b>
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - "la Caixa"	91.214,0	74.711,1	16.502,9	22,09
Caja de Ahorros de Cataluña	21.969,6	19.502,4	2.467,2	12,65
Caja de Ahorros del Penedés	7.501,5	6.788,1	713,4	10,51
Caja de Ahorros de Sabadell	4.576,5	3.950,5	626,0	15,85
Caja de Ahorros de Terrassa	4.289,9	3.659,2	630,7	17,24
Caja de Ahorros de Tarragona	3.595,6	3.206,4	389,2	12,14
Caja de Ahorros Laietana	3.064,2	2.718,2	346,0	12,73
Caja de Ahorros de Girona	2.915,5	2.630,4	285,1	10,84
Caja de Ahorros de Manresa	2.067,3	1.895,3	172,0	9,07
Caja de Ahorros Comarcal de Manlleu	1.179,1	1.037,3	141,8	13,67

Grupos consolidados (2)	Saldo		Variación s/diciembre 2002	% variación s/diciembre 2002
	31-12-2003	31-12-2002		
<b>Comunidad Valenciana</b>	<b>44.826,7</b>	<b>38.879,6</b>	<b>5.947,1</b>	<b>15,30</b>
Caja de Ahorros del Mediterráneo - CAM	20.057,8	17.596,3	2.461,5	13,99
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante - Bancaja	24.268,6	20.848,8	3.419,8	16,40
C. A. y M. P. de Ontinyent	500,4	434,5	65,9	15,16
<b>Extremadura</b>	<b>5.630,7</b>	<b>5.229,2</b>	<b>401,5</b>	<b>7,68</b>
C. A. y M. P. de Extremadura	3.433,6	3.194,6	239,0	7,48
M. P. y Caja General de Ahorros de Badajoz	2.197,1	2.034,6	162,4	7,98
<b>Galicia</b>	<b>26.832,0</b>	<b>23.371,4</b>	<b>3.460,6</b>	<b>14,81</b>
Caja de Ahorros de Galicia	15.643,0	13.907,4	1.735,5	12,48
Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra - Caixanova	11.189,0	9.463,9	1.725,1	18,23
<b>La Rioja</b>				
Caja de Ahorros de La Rioja	<b>1.698,1</b>	<b>1.406,6</b>	<b>291,4</b>	<b>20,72</b>
<b>Madrid</b>				
C. A. y M. P. de Madrid	<b>60.831,3</b>	<b>53.138,7</b>	<b>7.692,6</b>	<b>14,48</b>
<b>Murcia</b>				
Caja de Ahorros de Murcia	<b>7.114,9</b>	<b>5.995,7</b>	<b>1.119,2</b>	<b>18,67</b>
<b>Navarra</b>				
C. A. y M. P. de Navarra	<b>7.252,3</b>	<b>6.449,8</b>	<b>802,5</b>	<b>12,44</b>
<b>País Vasco</b>	<b>25.316,3</b>	<b>23.832,9</b>	<b>1.483,4</b>	<b>6,22</b>
Bilbao Bizkaia Kutxa - BBK	12.571,3	11.999,4	571,8	4,77
C. A. y M. P. de Guipúzkoa y San Sebastián - Kutxa	8.686,4	8.062,5	623,9	7,74
Caja de Ahorros de Vitoria y Álava - Vital	4.058,6	3.770,9	287,7	7,63
<b>Total Grupos de Cajas de Ahorros (3)</b>	<b>449.721,0</b>	<b>391.923,2</b>	<b>57.797,8</b>	<b>14,75</b>

NOTAS: (1) Incluye los epígrafes débitos a clientes, débitos representados por valores negociables y pasivos subordinados del balance público.

(2) Excepto en el caso de C. A. y M. P. de Ontinyent y Caja de Ahorros de Pollença «Colonya», que no tienen grupo consolidado.

(3) Incluye saldos CECA.

FUENTES: CECA, «Balances de las Cajas de Ahorros», «Boletín Estadístico»; y elaboración propia.

---

## PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

**Todas las publicaciones están disponibles en Internet:**  
**www.estudios.lacaixa.es**  
**Correo electrónico: publicacionesestudios@lacaixa.es**

### **INFORME MENSUAL**

Informe sobre la situación económica

### **MONTHLY REPORT**

Versión inglesa del Informe Mensual

### **ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2003**

Estadísticas municipales, provinciales y autonómicas

### **COLECCIÓN ESTUDIOS ECONÓMICOS**

- 1 - ESTUDIO DE LA OCDE SOBRE EL EMPLEO (Agotado)
  - 2 - LA DEFENSA DE LA COMPETENCIA EN ESPAÑA Y EN EUROPA (Agotado)
  - 3 - ÉTICA Y PROGRESO ECONÓMICO (Agotado)  
James M. Buchanan
  - 4 - LA REFORMA DEL SISTEMA PÚBLICO DE PENSIONES EN ESPAÑA (Agotado)  
José A. Herce y Victor Pérez-Díaz  
Versión inglesa: REFORM OF THE PUBLIC PENSION SYSTEM IN SPAIN
  - 5 - POBLACIÓN Y ACTIVIDAD EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS (Agotado)  
A. Blanes, F. Gil y J. Pérez
  - 6 - EL SECTOR BANCARIO EUROPEO: PANORAMA Y TENDENCIAS (Agotado)  
Josep M. Liso (director), Teresa Balaguer y Montserrat Soler
  - 7 - EL DESAFÍO DE LA MONEDA ÚNICA EUROPEA (Agotado)  
Joan Elias (2ª edición)
  - 8 - EL FUTURO DE LAS PENSIONES EN ESPAÑA: HACIA UN SISTEMA MIXTO (Agotado)  
José A. Herce, Simón Sosvilla, Sonsoles Castillo y Rosa Duce
  - 9 - ESPAÑA Y EL EURO: RIESGOS Y OPORTUNIDADES (Agotado)  
Joaquim Muns (director), Susan M. Collins, Manuel Conthe, Juergen B. Donges, José Luis Feito, José Luis Oller-Ariño y Alfredo Pastor  
Versión inglesa: SPAIN AND THE EURO: RISKS AND OPPORTUNITIES (Agotado)
  - 10 - LA OPINIÓN PÚBLICA ANTE EL SISTEMA DE PENSIONES (Agotado)  
Victor Pérez-Díaz, Berta Álvarez-Miranda y Elisa Chuliá
  - 11 - LOS BENEFICIOS DE LA LIBERALIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE PRODUCTOS  
Antón Costas y Germà Bel (editores)
  - 12 - LA SUCESIÓN EN LA EMPRESA FAMILIAR (Agotado)  
Miguel Ángel Gallo
  - 13 - BENEFICIOS FISCALES EN LA EMPRESA FAMILIAR: PATRIMONIO Y SUCESIONES (Agotado)  
Ernest de Aguiar
  - 14 - EL IMPACTO DEL EURO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS  
Enrique Vidal-Ribas (director), Carmen Alcaide, Javier Ariztegui, Robert N. McCauley, Blas Calzada, Francisco de Oña, Ignacio Ezquiaga y León Benelbas
  - 15 - LA CULTURA DE LA ESTABILIDAD Y EL CONSENSO DE WASHINGTON  
Manuel Guitián y Joaquim Muns (directores), Antonio Argandoña, Miguel A. Fernández Ordóñez, Paul Krugman y John Williamson
  - 16 - EL SECTOR BANCARIO EUROPEO: PANORAMA Y TENDENCIAS (2ª parte)  
Josep M. Liso (director), Teresa Balaguer y Montserrat Soler
  - 17 - LA MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA  
Javier Ruiz-Castillo, Eduardo Ley y Mario Izquierdo
  - 18 - LA ECONOMÍA DEL ARTE (Agotado)  
Bruno Frey
  - 19 - LA REFORMA DE LAS PENSIONES ANTE LA REVISIÓN DEL PACTO DE TOLEDO  
José A. Herce y Javier Alonso Meseguer
  - 20 - LA AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA AL ESTE DE EUROPA
  - 21 - DEL REAL AL EURO. UNA HISTORIA DE LA PESETA (Agotado)  
José Luis García Delgado y José María Serrano Sanz (directores)
  - 22 - CÓMO TRATAR CON BRUSELAS. EL LOBBY EN LA UNIÓN EUROPEA  
Robin Pedler
  - 23 - CRECIMIENTO Y EMPLEO EN LAS EMPRESAS INDUSTRIALES  
Ángel Hermosilla y Natalia Ortega
  - 24 - LA REGULACIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL: DEL GATT A LA OMC (Agotado)  
Montserrat Millet
  - 25 - QUIEBRAS Y SUSPENSIONES DE PAGOS: CLAVES PARA LA REFORMA CONCURSAL  
Fernando Cerdá e Ignacio Sancho
  - 26 - EL EURO: BALANCE DE LOS TRES PRIMEROS AÑOS  
Joan Elias (director), Pere Miret, Àlex Ruiz y Valentí Sabaté
  - 27 - LA AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA. EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA  
Carmela Martín, José Antonio Herce, Simón Sosvilla-Rivero y Francisco J. Velázquez  
Versión inglesa: EUROPEAN UNION ENLARGEMENT. EFFECTS ON THE SPANISH ECONOMY (Agotado)
  - 28 - INTERNET: SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS  
Fèlix Badia
  - 29 - EL GOBIERNO DE LA EMPRESA  
Vicente Salas Fumás
  - 30 - LA BANCA EN LATINOAMÉRICA. REFORMAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS  
Josep M. Liso, Montserrat Soler, Montserrat Manero y María Pilar Buil
  - 31 - LOS NUEVOS INSTRUMENTOS DE LA GESTIÓN PÚBLICA  
Guillem López Casanovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza e Ivan Planas Miret
-