

# INFORME MENSUAL

MAYO 2004

N.º 269 Índice

- 1 Perspectivas económicas**
- 2 La situación económica**
- 6 Coyuntura internacional**
- 6 Previsiones del FMI**
- 8 Estados Unidos
- 11 México
- 13 Japón
- 14 China
- 16 Materias primas
- 18 Unión Europea**
- 19 Previsiones de la Comisión**
- 20 Zona del euro
- 22 Alemania
- 24 Francia
- 25 Italia
- 26 Reino Unido
- 27 Mercados financieros**
- 27 Mercados monetarios y de capital
- 36 Rentabilidad de la bolsa y el bono**
- 38 Coyuntura española**
- 38 Actividad económica
- 42 Resultados de las empresas**
- 44 Textil**
- 47 Mercado de trabajo
- 47 Encuesta de la población activa**
- 53 Precios
- 58 Sector exterior
- 61 Sector público
- 63 Ahorro y financiación
- 67 Estudios especiales**
- 67 Las nuevas monedas de la UE**
- 76 Inmigración y mercado laboral**

Estados Unidos: crecimiento vigoroso en el primer trimestre

A los favorables resultados de los indicadores de actividad se suma ahora la mejora del empleo en el mes de marzo. Pág. 8

Los nuevos países de la UE crecerán más

El 1 de mayo la UE incorpora 10 nuevos países, cuyo crecimiento dobla el de los 15. Pág. 18

La demanda interna continúa tirando de la economía

La economía española crece gracias al consumo privado y a la construcción. Pág. 38

La creación de empleo se desacelera

Los resultados de la encuesta de población activa del primer trimestre apuntan a un menor dinamismo del mercado de trabajo. Pág. 47

## ESTUDIOS ESPECIALES

Los nuevos candidatos al euro

En pocos años varios países adherentes adoptarán el euro como moneda propia. Pág. 67

¿En qué sectores trabajan los inmigrantes?

La última ola de inmigrantes trabaja en la construcción, agricultura, hostelería y servicio doméstico. Pág. 76

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	III
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>										
			Previsiones						Previsiones	
<b>Producto interior bruto</b>										
Estados Unidos	2,2	3,1	4,4	2,1	2,4	3,6	4,3	4,9	5,0	4,0
Japón	-0,3	2,7	2,4	2,7	2,4	2,0	3,6	3,2	2,5	2,4
Reino Unido	1,6	2,2	3,0	1,9	2,2	2,2	2,7	3,0	3,2	3,0
Zona del euro	0,9	0,4	1,6	0,7	0,1	0,3	0,6	0,9	1,6	1,7
<i>Alemania</i>	0,2	-0,1	1,4	0,1	-0,3	-0,3	0,0	0,5	1,2	1,7
<i>Francia</i>	1,2	0,2	1,6	0,7	-0,4	-0,2	0,6	0,8	1,6	2,0
<b>Precios de consumo</b>										
Estados Unidos	1,6	2,3	2,2	2,9	2,1	2,2	1,9	1,8	2,2	2,2
Japón	-0,9	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Reino Unido	2,2	2,8	2,2	2,9	2,9	2,9	2,6	2,3	2,0	2,3
Zona del euro	2,3	2,1	2,0	2,3	1,9	2,0	2,0	1,7	1,9	1,9
<i>Alemania</i>	1,3	1,1	1,2	1,2	0,8	1,1	1,2	1,0	1,3	1,1
<i>Francia</i>	1,9	2,1	1,8	2,4	1,9	1,9	2,2	1,8	2,0	2,0
<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	3,0
Consumo de las AA.PP.	4,4	4,6	4,4	4,3	4,5	4,8	4,8	4,5	4,3	4,4
Formación bruta de capital fijo	1,0	3,0	2,4	3,2	3,4	3,0	2,5	2,4	2,4	2,4
<i>Bienes de equipo y otros</i>	-2,7	2,2	1,5	2,8	2,9	1,9	1,2	1,2	1,3	1,5
<i>Construcción</i>	4,2	3,7	3,2	3,5	3,8	3,8	3,6	3,4	3,2	3,1
Demanda nacional	2,6	3,3	3,2	3,6	3,2	3,6	2,9	3,1	3,4	3,0
Exportación de bienes y servicios	0,0	4,0	2,5	4,4	7,8	2,2	1,8	1,8	2,1	2,8
Importación de bienes y servicios	1,8	6,7	3,9	8,5	10,1	5,9	2,7	2,9	4,3	3,8
<b>Producto interior bruto</b>	2,0	2,4	2,7	2,2	2,3	2,4	2,7	2,7	2,6	2,6
<b>Equilibrios</b>										
Empleo	1,5	1,8	2,0	1,6	1,7	1,9	2,1	2,0	2,1	2,1
Tasa de paro (% población activa)	11,4	11,3	11,2	11,7	11,1	11,2	11,2	11,4	11,3	11,2
Índice de precios de consumo	3,5	3,0	2,5	3,7	2,8	2,9	2,7	2,2	2,7	2,4
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	1,3
Repo BCE	3,2	2,3	2,0	2,7	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Bonos EE.UU. 10 años	4,6	4,0	4,5	3,9	3,6	4,2	4,3	4,0	4,4	4,6
Bonos alemanes 10 años	4,8	4,1	4,4	4,1	3,9	4,1	4,3	4,1	4,2	4,5
Obligaciones 10 años	5,0	4,1	4,4	4,1	3,9	4,1	4,3	4,1	4,2	4,2
<b>Tipos de cambio</b>										
\$/Euro	0,95	1,13	1,23	1,07	1,14	1,12	1,19	1,25	1,23	1,27

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

Mayo 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  
Correo electrónico:  
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

Cerrado el primer trimestre del año, los indicadores de la economía mundial confirman que la recuperación está dando paso a una **expansión de amplio calado**. El motor fundamental del crecimiento económico internacional es Estados Unidos. Cuando se esperaba una cierta estabilización de la actividad en los primeros meses de 2004, el consumidor norteamericano ha vuelto a sorprender al alza. Asimismo, la creación de empleo, hasta la fecha casi ausente de la recuperación estadounidense, parece entrar en una fase de consolidación. Como resultado, todo apunta a que **la primera economía mundial crecerá en torno a un 5% en el primer semestre** del año, para después desacelerarse moderadamente.

La actividad en la zona del euro sigue recuperando su pulso, si bien a un ritmo mucho más pausado que en las restantes grandes economías mundiales. Para el conjunto del año se espera un **crecimiento modesto**, del 1,6%. Las previsiones que se manejan, y que los indicadores del primer trimestre van confirmando, dibujan un patrón de crecimiento basado en la recuperación de la inversión, en una inflexión al alza del consumo y en el tirón exportador.

En esta coyuntura, la Reserva Federal **posiblemente suba su tipo de interés de referencia hacia el verano**. El Banco de Inglaterra, que ya ha iniciado el giro alcista, posiblemente efectuará otra nueva vuelta de tuerca esta primavera. En cambio, el Banco Central Europeo no tendrá prisa por variar su posición, y resistirá las presiones para una bajada, a no ser que se interrumpa el proceso de recuperación económica gradual en la eurozona. Los tipos de interés a largo plazo ya han empezado a orientarse al alza, arrastrados por las expectativas de los tipos a corto norteamericanos, con un cierto riesgo de una fuerte subida cuando la Reserva Federal empiece a elevar su tipo de interés oficial. El euro está en una fase de corrección frente al dólar, terminada la cual podría reemprender una nueva escalada dadas las presiones bajistas sobre la divisa norteamericana a causa de su abultado déficit exterior por cuenta corriente.

En cuanto a la economía española, y a la espera de que los datos de la contabilidad nacional lo confirmen, el primer trimestre de 2004 se habría cerrado sin variaciones apreciables, con un **ritmo de avance sostenido** gracias al impulso del consumo y de la construcción. Por otra parte, parece que las consecuencias económicas de los luctuosos sucesos que se vivieron el 11 de marzo en Madrid serían, inicialmente, menos importantes de lo temido en principio, de acuerdo con los primeros resultados de las encuestas de clima económico difundidos con posterioridad a dichos acontecimientos.

Desde una perspectiva general, la consolidación de la recuperación económica internacional fortalece las expectativas de que el crecimiento medio del PIB supere el 2,5% en el conjunto del ejercicio. Aunque en dicho contexto el empleo seguirá creciendo a un ritmo estable, difícilmente la tasa de paro bajará del 11%. Las tensiones sobre el precio del petróleo y la resistencia a la baja de los precios de los alimentos frescos complican el panorama de la inflación, pero de momento sigue confiándose en que la tasa interanual de los precios de consumo se sitúe en torno al 2,5% al final de año.

28 de abril de 2004

---

## LA SITUACIÓN ECONÓMICA

### La UE se amplía a 25 miembros

***El primero de mayo se completa la quinta ampliación de la UE, que aportará un 20% de nuevos ciudadanos comunitarios pero sólo un 5% más de PIB.***

***Se trata de países poco homogéneos en términos económicos y entre los que destaca Polonia, que representa ella sola la mitad del PIB del grupo.***

***La ampliación se produce en un momento de incertidumbre sobre la solidez de la recuperación de la zona del euro, ante la débil coyuntura de los tres grandes.***

El primero de mayo se completa la quinta ampliación de la Unión Europea (UE), con la adhesión de diez nuevos estados miembros. Polonia, República Checa, Hungría, Eslovaquia, Lituania, Letonia, Eslovenia, Estonia, Chipre y Malta aportan 74 millones de habitantes, es decir cerca de un 20% de la actual población de la actual UE a quince. Pero tienen un peso económico sensiblemente menor, medido en términos de producto interior bruto (PIB), ya que apenas representan un 5% del total de la UE-15. Asimismo, su prosperidad económica relativa es sensiblemente inferior a la de la actual Unión, con niveles que van del 35% de la renta de la UE-15 de Letonia al 77% de Chipre.

De hecho, este amplio rango anticipa que una característica destacable de los nuevos estados miembros es su diversidad. A pesar de ser percibidos como un conjunto, de hecho se trata de países poco comparables entre sí. En términos de dimensión, Polonia es de largo la mayor economía del grupo, ya que representa aproximadamente la mitad del PIB total de los candidatos. Los niveles de paro también son dispares, y aunque como promedio del grupo se encuentran en torno a 6 puntos porcentuales por encima de la media de la UE (8% de la población activa), estados como Polonia (19%) y Eslovaquia (17%) destacan negativamente, mientras que Chipre (5%) y Eslovenia (6%) lo hacen en sentido positivo. Asimismo, coexisten notables diferenciales de inflación: el aumento interanual del 9% de Eslovaquia contrasta con el descenso del 1% interanual de Lituania. Finalmente, y por citar un indicador estructural, aunque los costes laborales nominales por hora tienden a situarse en niveles un 20% por debajo de los comunitarios, oscilan entre los 2,4 euros por hora de Letonia a los 11 euros de Chipre.

La ampliación de la UE se produce en un momento coyuntural algo delicado. El ritmo de crecimiento en la zona del euro es reducido, y aunque los últimos indicadores apuntan a modestas mejoras, se mantiene un elevado grado de incertidumbre sobre la solidez de la recuperación. Los tres grandes países de la zona del euro –Alemania, Francia e Italia– son los que experimentan mayores dificultades para afianzar una reactivación, junto a los Países Bajos y Portugal. Alemania, la principal economía de la UE, no logra animar su apática demanda interna, un problema que parece mejor encarado en Francia, donde el consumo interno está más dinámico en los primeros meses de 2004. En cambio, las señales provenientes de Italia siguen siendo preocupantes, sin que se aprecien mejoras sustantivas en sus niveles de actividad. En el otro extremo figuran el Reino Unido –fuera de la zona del euro–, que continúa mostrando un crecimiento vigoroso, junto con España, Grecia e Irlanda.

***En cambio, la recuperación de la economía internacional se da como consolidada, con un crecimiento del 4,5%...***

La zona del euro va camino de constituir una excepción en el contexto económico internacional, puesto que en general la recuperación ha prendido ya en prácticamente todas las áreas económicas. En la asamblea de primavera del Fondo Monetario Internacional (FMI) celebrada a finales de abril, el Grupo de los Siete (G-7), que reúne a los países más ricos del mundo, certificó el fortalecimiento y difusión de la recuperación internacional. Los economistas del FMI han corregido notablemente al alza –hasta el 4,5%– las previsiones de crecimiento para 2004 y 2005 a la vez que constatan un firme avance del comercio internacional. La sorprendente subida del precio del petróleo, con el barril Brent por encima de los 33 dólares en abril, despierta inquietud, pero no se cree que vaya a alterar este cuadro optimista.

***...gracias a la solidez del crecimiento de China...***

Uno de los epicentros de la recuperación internacional está en Asia, con China como protagonista principal. El PIB del país más poblado del planeta creció un 9,7% en términos reales en el primer trimestre, un ritmo parecido al de los últimos periodos. La capacidad exportadora del país, muy competitivo en manufacturas, se ha visto compensada en los últimos meses por una intensa corriente de compras de materias primas, que ha deteriorado la balanza comercial china y ha tensado los precios de materiales como el aluminio, el cobre o el hierro en los mercados internacionales.

***...y a la continuidad de la expansión de los Estados Unidos, que por fin parece empezar a crear empleo de forma estable.***

En Estados Unidos, el vigor de la demanda interna se mantuvo e incluso se reforzó en el primer trimestre de 2004, lo que permitió que el PIB creciese un 4,9% interanual, a comparar con el 4,3% del trimestre anterior. Los indicadores de consumo privado experimentaron mejoras apreciables, pese a la corrección a la baja de la confianza de los consumidores. Los restantes componentes de la demanda reflejan asimismo la fortaleza de la recuperación, como en el caso de la construcción de viviendas o la inversión industrial. Pero el argumento decisivo para respaldar la reactivación económica fueron los 300.000 nuevos empleos no agrarios que registró la encuesta del Departamento de Comercio en el mes de marzo, que ponían en entredicho la supuesta incapacidad de esta recuperación para crear empleo. Otro dato relevante fue el aumento del índice de precios de consumo del mes de marzo. El componente subyacente, que no incluye energía ni alimentos, pasó del 1,2% de febrero al 1,6%, despertando temores inflacionistas que, aunque algo exagerados, sí descartan los riesgos de deflación apuntados por analistas y responsables de la política monetaria.

***No hay temores importantes de inflación, pero la Reserva Federal se prepara a modificar su laxa política monetaria.***

Ahuyentado el riesgo de deflación en Estados Unidos, lo que se pone de manifiesto es el nivel extremadamente bajo de los tipos de interés, que la Reserva Federal mantiene en el 1% desde junio de 2003. En este contexto, el presidente de la institución, Alan Greenspan, ha modificado levemente su mensaje, en lo que los mercados han entendido como una preparación de cara a una fase de alzas en los tipos de interés oficiales, cuyo primer paso podría darse en verano. Muy distinto es el caso del Banco Central Europeo, cuyo responsable, Jean-Claude Trichet, apuntó a la posibilidad de un recorte de tipos, que de todas formas no se materializó en la reunión del Consejo de Gobierno de principios de abril. En cualquier caso, los tipos de interés a largo plazo han recogido el mensaje y en uno y otro lado del Atlántico se han orientado al alza. En estas circunstancias, el dólar se ha visto fortalecido, revalorizándose frente al euro en el primer cuatrimestre.

## La economía española mantiene su crecimiento

***En España el crecimiento continúa sin novedades destacables, basado en el consumo y en la construcción...***

Los indicadores relativos a la economía española siguen apuntando a un crecimiento relativamente elevado en el contexto de la zona del euro, como se ha señalado más arriba. El patrón de crecimiento continúa caracterizado por la debilidad de la industria, la expansión de la construcción y el avance sostenido del sector servicios. Desde el lado de la demanda, el dato más destacado son las matriculaciones de automóviles, que en el primer trimestre crecieron un 20%, mientras que los vehículos todo terreno y las motocicletas experimentaban crecimientos aún más acusados. En cuanto a la inversión, las importaciones crecen notablemente, pero lo mismo sucede con las exportaciones, lo que, combinado con el estancamiento de la producción interior, apunta a una cierta debilidad de la inversión empresarial.

***...y no parece que los atentados del 11-M vayan a afectar sensiblemente a esta coyuntura.***

Los atentados terroristas del 11 de marzo no parecen haber hecho mella en las tendencias existentes de gasto y producción en la economía, si bien todavía es pronto para emitir un juicio solvente. Por el contrario, el crecimiento del empleo y las ganancias de poder adquisitivo apoyan el crecimiento del gasto de las familias, que se sustenta asimismo en la expansión del crédito, todavía muy intensa. Por su parte, las empresas siguen presentando buenos resultados, como lo demuestra el elevado resultado ordinario neto que recoge la Central de Balances Trimestral del Banco de España correspondiente al conjunto de 2003.

***La creación de empleo se suaviza después de un intenso año 2003...***

Sin embargo, las cifras de empleo correspondientes al primer trimestre apuntan a una ligera desaceleración del intenso ritmo de creación de empleo experimentado el pasado año. De todas formas, el aumento del 2,8% del número de ocupados no agrarios en el último año muestra la solidez que todavía ponen de manifiesto las estadísticas laborales. El número de parados aumentó en 37.100 en el primer trimestre, pero en términos anuales se produce una disminución y la tasa de paro se sitúa en el 11,4% de la población activa, tres décimas porcentuales por debajo del mismo periodo de 2003.

***...y la inflación se mantiene bajo control...***

También son favorables los últimos resultados de inflación. El índice de precios de consumo correspondiente al mes de marzo se mantuvo en una tasa de crecimiento interanual del 2,1%, una cota históricamente baja en el contexto de la economía española. Los precios de la energía jugaron un papel moderador mientras que los precios de los alimentos frescos todavía están en tasas superiores al 6%. El resto de componentes, que constituyen el núcleo básico de bienes y servicios que determinan la trayectoria del índice general, reveló un comportamiento suavemente moderado.

***...aunque la balanza comercial empeora.***

Por último, cabe destacar el empeoramiento de la balanza comercial, en la que el tirón importador debido a la fortaleza de la demanda interna contrarresta el vigor de las exportaciones, dando como resultado un empeoramiento del déficit comercial. En cambio, el saldo presupuestario del Estado resultó positivo en el primer trimestre, continuando así la tónica de años anteriores.

## 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 20** Estados Unidos y sus aliados empiezan la **guerra contra Irak** para derrocar el régimen de Sadam Husein.
- abril 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.
- marzo 11** Trágico **atentado terrorista** en la red ferroviaria de cercanías de Madrid.  
**14** Victoria del Partido Socialista Obrero Español en las **elecciones generales**.
- abril 13** El índice de la **bolsa española** IBEX 35 marca un máximo anual (8.444,3) con una ganancia acumulada del 9,1% sobre el final de diciembre de 2003.  
**15** El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta 33,9 dólares por barril, el nivel máximo desde octubre del año 2000.

## AGENDA

### Mayo 2004

- 4** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- 6** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7** Índice de producción industrial (marzo).
- 14** Índice de precios de consumo (abril).
- 18** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (abril).
- 25** Índice de precios industriales (abril).
- 26** Contabilidad nacional trimestral (primer trimestre).

### Junio 2004

- 3** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 4** Índice de producción industrial (abril).
- 11** Índice de precios de consumo (mayo).
- 13** Elecciones europeas.
- 16** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (mayo).
- 17** Encuesta trimestral de costes laborales (primer trimestre).
- 24** Encuesta continua de presupuestos familiares (primer trimestre).
- 25** Índice de precios industriales (mayo).
- 29** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.



## COYUNTURA INTERNACIONAL

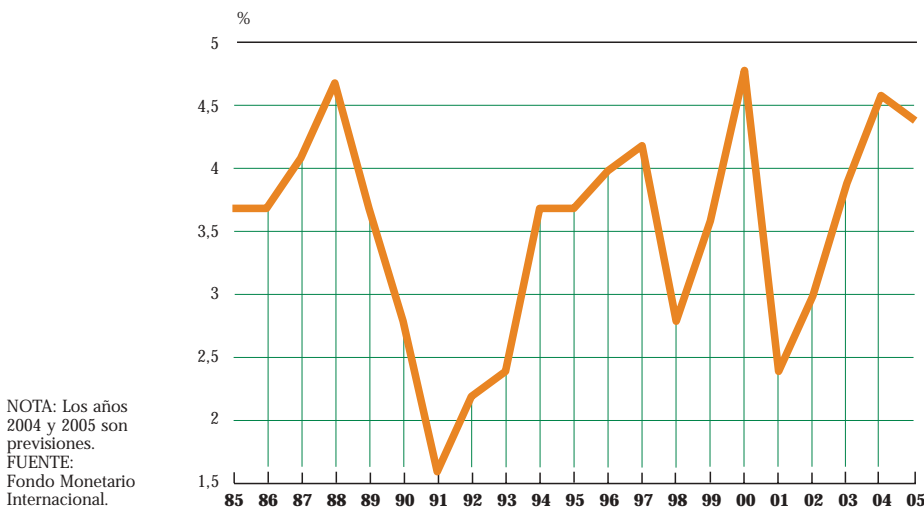
### Previsiones del FMI: notable expansión de la economía mundial en 2004 y 2005

**El FMI espera un crecimiento mundial del orden del 4,5% en 2004 y 2005.**

Las previsiones de primavera del Fondo Monetario Internacional (FMI) son las más optimistas de los últimos años. El Fondo prevé que en el presente 2004 y en 2005 la economía global crezca un 4,6% y un 4,4%, respectivamente. Cabe recordar que desde 1985 la economía sólo ha crecido por encima del 4% en cuatro ocasiones. El FMI destaca tres rasgos de la actual fase alcista: notable repunte de la actividad en Estados Unidos, buen tono de los mercados financieros y sensible aumento de los intercambios comerciales internacionales. Asimismo, el Fondo prevé que la recuperación mundial será compatible con un nivel de precios globalmente contenido, a pesar de la amenaza que representan los elevados precios del petróleo.

### LA ECONOMÍA MUNDIAL VUELVE A CRECER AL RITMO DE LOS MEJORES AÑOS DE LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

Variación anual real del PIB mundial



**El papel motor de China, novedad de la actual expansión.**

La expansión mundial viene liderada por Asia, y en particular China, y Estados Unidos. En el gigante asiático, el dinamismo de la inversión y la fortaleza exportadora permitirán que la economía alcance un crecimiento del 8,5% en 2004 y del 8,0% en 2005. Para Japón, el FMI prevé un avance del producto interior bruto (PIB) del 3,4% y del 1,9%, en 2004 y 2005, respectivamente, una clara reversión de los negativos resultados económicos de años anteriores.

PREVISIONES DEL FMI  
Variación anual en porcentaje

	2002	2003	2004 (1)	2005 (1)
<b>PIB</b>				
Estados Unidos	2,2	3,1	4,6	3,9
Japón	-0,3	2,7	3,4	1,9
Alemania	0,2	-0,1	1,6	1,9
Francia	1,2	0,2	1,8	2,4
Italia	0,4	0,3	1,2	2,0
Reino Unido	1,7	2,3	3,5	2,5
España	2,0	2,4	2,8	3,3
<b>Zona del euro</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>
<b>Total mundial</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>
<i>Países en desarrollo</i>	<i>4,6</i>	<i>6,1</i>	<i>6,0</i>	<i>5,9</i>
<i>América Latina</i>	<i>-0,1</i>	<i>1,7</i>	<i>3,9</i>	<i>3,7</i>
<i>Europa del Este y Central</i>	<i>4,4</i>	<i>4,5</i>	<i>4,5</i>	<i>4,4</i>
<i>Rusia</i>	<i>4,7</i>	<i>7,3</i>	<i>6,0</i>	<i>5,3</i>
<i>China</i>	<i>8,0</i>	<i>9,1</i>	<i>8,5</i>	<i>8,0</i>
<b>Precios al consumo</b>				
Estados Unidos	1,6	2,3	2,3	2,2
Japón	-0,9	-0,2	-0,4	-0,1
Alemania (2)	1,3	1,1	1,0	0,9
Francia (2)	1,9	2,2	1,8	1,6
Italia (2)	2,6	2,8	2,1	2,0
Reino Unido (2)	1,3	1,4	1,6	1,8
España (2)	3,9	3,0	2,7	2,7
<b>Zona del euro (2)</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
<i>Países en desarrollo</i>	<i>6,0</i>	<i>6,1</i>	<i>5,7</i>	<i>5,0</i>
<b>Tasa de desempleo (3)</b>				
Estados Unidos	5,8	6,0	5,5	5,4
Japón	5,4	5,3	4,9	4,9
Alemania	8,6	9,9	10,2	10,0
Francia	8,8	9,3	9,4	9,1
Italia	9,0	8,7	8,4	8,2
Reino Unido	5,2	5,0	4,9	4,9
España	11,4	11,3	10,8	10,1
<b>Comercio mundial en volumen (4)</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>
<b>Precio del petróleo (\$/barril) (5)</b>	<b>2,5</b>	<b>15,8</b>	<b>3,8</b>	<b>-10,0</b>

NOTAS: (1) Previsiones abril 2004.

(2) Índice de precios al consumo armonizado.

(3) Porcentaje de población activa.

(4) Bienes y servicios.

(5) Media de los precios spot de las calidades Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio medio del petróleo en dólares por barril fue 28,89 en 2003; el precio previsto es 30,00 para 2004 y 27,00 para 2005.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

**Estados Unidos tiene garantizados dos años con buen ritmo de actividad, pero sus desequilibrios ensombrecen las perspectivas a medio plazo.**

Por lo que se refiere a Estados Unidos, el escenario que maneja el Fondo incorpora notables claroscuros. Así, para el corto plazo el FMI prevé que el estímulo fiscal y monetario pierda fuerza en 2004. No obstante, estima que el empleo y la inversión tomarán el relevo. En conjunto, y a pesar de las cautelas expresadas, se espera que el PIB de Estados Unidos avanzará un 4,6% en el presente 2004, para después desacelerarse moderadamente en 2005, hasta el 3,9%. Más prevenciones expresa el

FMI sobre las perspectivas de medio plazo de la primera economía mundial. Preocupan, específicamente, el abultado déficit de la balanza de pagos y su gemelo el déficit público. Según el Fondo, la experiencia histórica señala que el ajuste del desequilibrio por cuenta corriente estadounidense debería desembocar en una fase de menor crecimiento económico. Igualmente, el FMI muestra preocupación por la transición de la actual fase de tipos de interés en mínimos a un nivel más acorde con el ritmo de actividad.

***La eurozona crecerá a niveles sensiblemente inferiores a los de otras grandes economías.***

La recuperación económica de la zona del euro se considera bien encarrilada, aunque se descarta que el crecimiento alcance cotas notables. El Fondo destaca que la equilibrada situación financiera de los hogares y el momento de los mercados financieros son factores que acabarán contribuyendo a la recuperación de la demanda interna. Sin embargo, hasta la fecha una política económica más restrictiva que en otras economías y un proceso de ajuste empresarial que dista de estar completado han impedido el repunte interno, dejando el peso de la recuperación en manos de la exportación. De la combinación de estas tendencias se desprende una reactivación limitada, hasta el 1,7% en 2004 y el 2,3% en 2005.

Estados Unidos: crecimiento vigoroso en el primer trimestre

***Estados Unidos crece un 4,9% en el primer trimestre.***

En el primer trimestre del año la economía de Estados Unidos creció un 4,9% interanual, frente al 4,3% del trimestre precedente. Esta aceleración del crecimiento se debió al mayor dinamismo del consumo privado, la inversión no residencial y el consumo público. Por el contrario, la inversión residencial se desaceleró moderadamente. Por su parte, el sector exterior restó dos décimas porcentuales al aumento del PIB debido a que las exportaciones, a pesar de incrementar su avance, lo hicieron a un ritmo sensiblemente inferior al de las importaciones.

***El consumo se acelera gracias a las favorables condiciones de financiación y a la rebaja fiscal...***

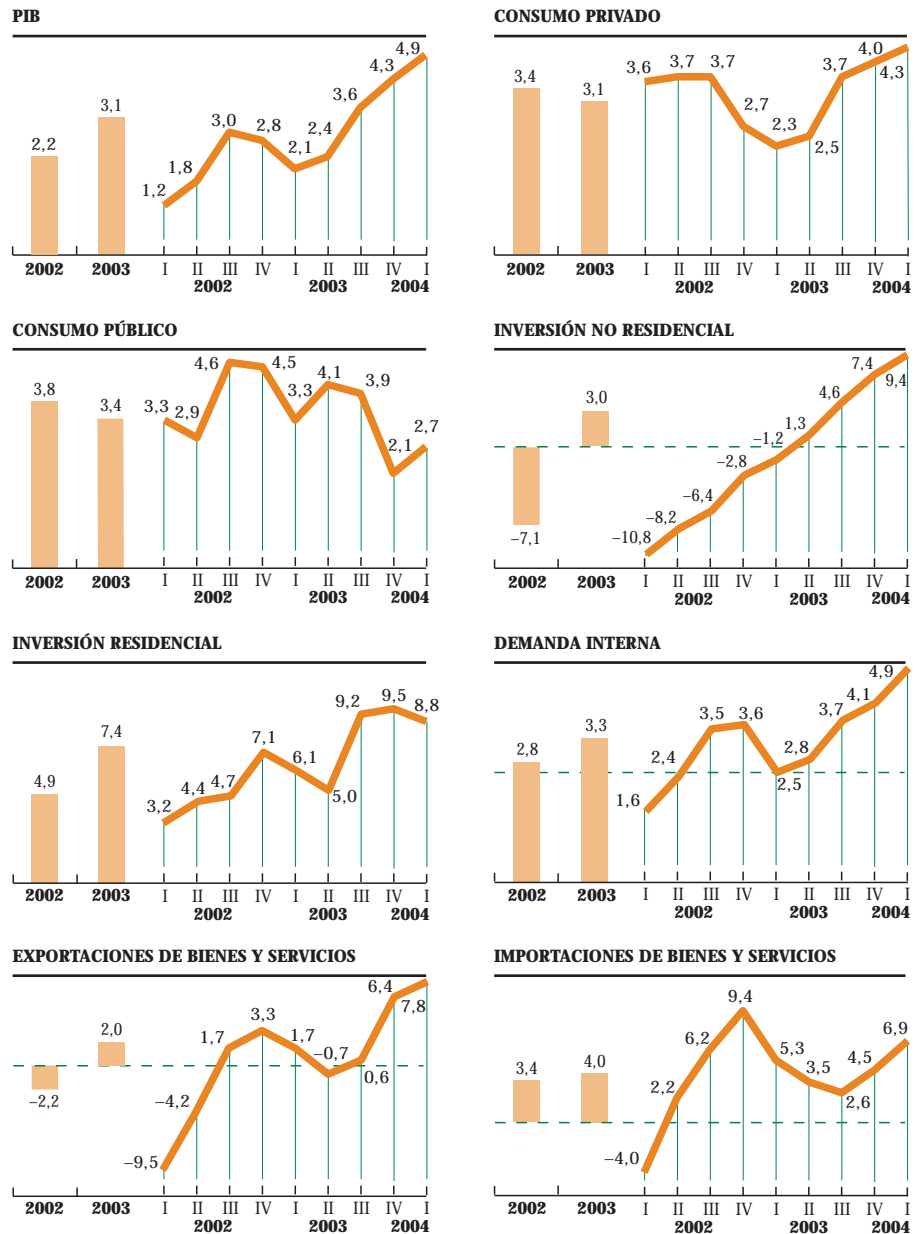
El dinamismo del consumo hasta la fecha se explica, fundamentalmente, por las buenas condiciones de financiación que encuentran los hogares y por el aumento de la renta disponible como resultado de la rebaja fiscal. Ambos factores tendrán, sin embargo, una importancia menor en los próximos meses. Sin embargo, el mejor tono del mercado de trabajo debería permitir un nuevo apoyo al mantenimiento del gasto de las familias.

***...factores a los que ahora se le empieza a sumar la recuperación de la ocupación, confirmada con la creación de 308.000 nuevos empleos en marzo.***

En el mes de marzo se crearon en Estados Unidos 308.000 empleos netos, el mayor aumento de ocupación desde abril de 2000. Con este registro, el nivel de empleo no agrícola supera en un 0,5% el de marzo de 2003. Aunque la elevada productividad de la actual fase del ciclo ha retardado la creación de empleo (superior al 5% interanual en los trimestres tercero y cuarto de 2003), los datos laborales de marzo parecen abrir una etapa de reequilibrio en este frente. Con todo, cabe recordar que la tasa de paro todavía se mantiene en niveles relativamente elevados (5,7% en marzo, una décima porcentual mayor que en febrero).

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

*La demanda interna permite la aceleración del crecimiento norteamericano.*



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

*Se dobla el ritmo de venta de viviendas en los tres primeros meses de 2004.*

Los restantes componentes de la demanda se muestran también en aceleración. Por lo que se refiere a la demanda de construcción, la venta de viviendas unifamiliares superó en el conjunto de enero a marzo el 18% interanual, doblando el aumento del cuarto trimestre. También la inversión está alcanzando ritmos de crecimiento notables. La producción industrial de bienes de equipo se aceleró en marzo hasta el 5,3% interanual, tres décimas porcentuales mayor que el de febrero.

## ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	2,2	3,1	2,1	2,4	3,6	4,3	-	4,9	-
Ventas al por menor	2,5	5,4	4,1	4,4	6,1	6,7	6,3	8,5	8,2
Venta de viviendas unifamiliares	7,7	11,3	7,7	15,0	13,9	9,2	13,1	20,6	21,8
Confianza del consumidor (*)	96,6	79,8	68,3	82,7	78,6	89,7	97,7	88,5	88,5
Producción industrial	-0,6	0,3	1,1	-1,0	-0,4	1,5	2,4	2,9	3,4
Índice actividad industrial (ISM) (*)	52,4	53,3	49,7	48,9	54,1	60,6	63,6	61,4	62,5
Tasa de paro (**)	5,8	6,0	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,6	5,7
Precios de consumo	1,6	2,3	2,9	2,2	2,2	1,9	1,9	1,7	1,7
Balanza comercial (***)	-35,6	-42,9	-40,7	-42,5	-43,7	-44,6	-44,9	-45,2	...

NOTAS: (\*) Valor.

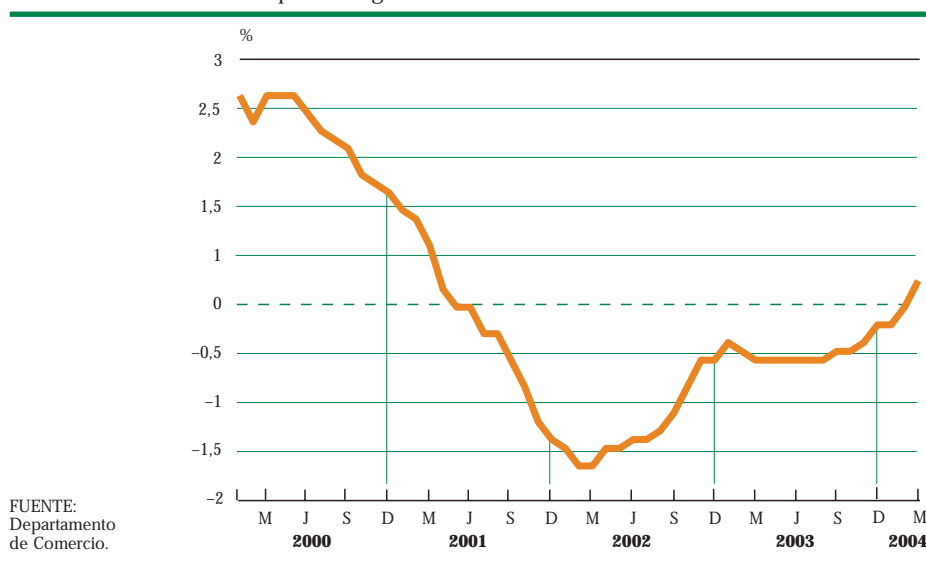
(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### LA RECUPERACIÓN LLEGA AL MERCADO DE TRABAJO DE ESTADOS UNIDOS

Variación interanual del empleo no agrícola



FUENTE:  
Departamento  
de Comercio.

**La producción industrial suma en marzo su noveno mes consecutivo en aceleración.**

Los indicadores de oferta reiteran la fortaleza y amplia extensión sectorial de la expansión económica. La producción industrial creció en marzo un 3,4% interanual, con lo que suma nueve meses consecutivos en aceleración. La continuidad de esta tendencia parece asegurada, ya que el indicador de actividad industrial del Institute of Supply Management (ISM) se situó en el primer trimestre en el nivel de los 62,5 puntos, dos puntos por encima del promedio del cuarto trimestre.

**Primeras señales de inflación.**

El dinamismo de la demanda interna ha empezado a tensionar los precios de consumo. En marzo, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,6% respecto a febrero. Aunque la tasa interanual se mantu-

vo en el 1,7%, este resultado respecto a marzo de 2003 se debió exclusivamente al fuerte avance mensual acaecido un año antes en el componente energético. La inflación subyacente, que no incluye la energía y los alimentos, se aceleró en ese mismo mes de marzo hasta el 1,6%, cuatro décimas porcentuales por encima de la tasa de febrero.

**El desequilibrio comercial se amplía en menor medida en los últimos meses.**

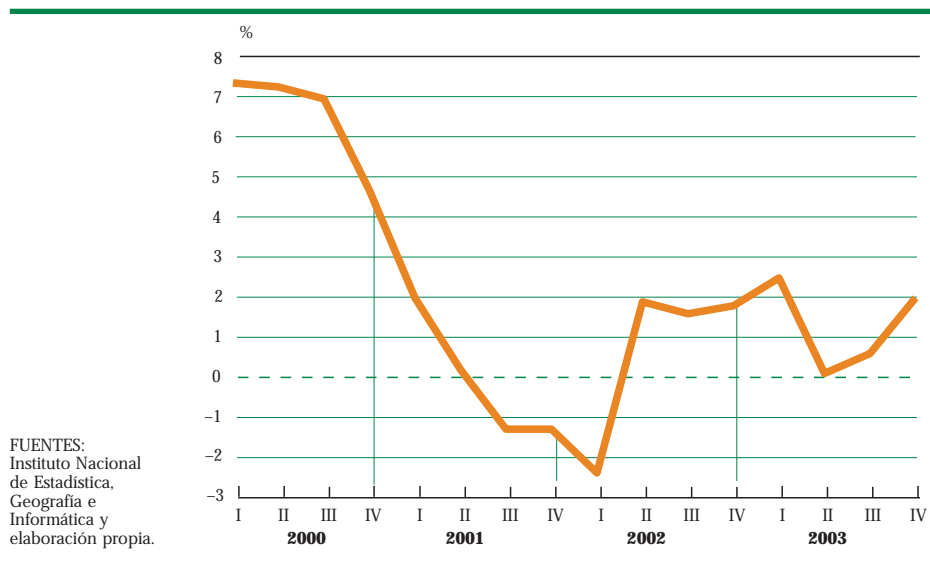
En los últimos meses, la ampliación del déficit comercial, aunque sin revertirse, se ha frenado. Así, en febrero, a pesar del fuerte tirón de las importaciones (aumento del 11% interanual), el crecimiento de las exportaciones (12% interanual) permitió que el déficit comercial acumulado de 12 meses, en media mensual, se cifrase en 45.200 millones de dólares, apenas superior a los 44.600 millones de dólares del cuarto trimestre.

### México: crecimiento moderado basado en el exterior y en el sector público

**En México, crecimiento moderado sostenido por el sector público y el exterior.**

El PIB real de México creció un 2% interanual en el último trimestre de 2003. Esto representa una mejora respecto al 0,6% del tercer trimestre pero está lejos de los robustos crecimientos de 2000. El consumo privado del cuarto trimestre se incrementó un 3,2% respecto al mismo periodo del año anterior, moderando el crecimiento del trimestre anterior del 4,3%. El consumo público creció un 2,8% interanual, siguiendo una moderada senda de aceleración, y la formación bruta de capital fijo aumentó un más titubeante 0,8%. Las exportaciones del mismo período crecieron un 4,6% interanual y las importaciones un 2%.

ESPERANDO LA RECUPERACIÓN SOSTENIDA EN MÉXICO  
Variación interanual del producto interior bruto en términos reales



**El indicador más negativo es la debilidad de la inversión fija privada.**

Sin embargo, la composición del PIB refleja dudas sobre su sostenibilidad. La razón estriba en la apatía del sector privado. La contribución combinada del consumo y la inversión privados a este crecimiento del 2% del PIB es del 1,1%, cuando estos dos componentes representan un 84% de

la economía azteca. Esta contribución del 1,1% se descompone en un 2,3% del consumo y un 1,2% negativo de la formación bruta de capital fijo. Es este indicador el que presenta más dudas sobre la cercanía de un escenario de crecimiento vigoroso y sostenido. La contribución de la inversión privada al crecimiento viene disminuyendo desde inicios de 2000, y para encontrar trimestres peores, hemos de remontarnos al último trimestre de 2001 o a la crisis de 1994.

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	0,7	1,3	2,5	0,1	0,6	2,0	-	...	-
Producción industrial	-0,3	-0,8	1,9	-3,1	-1,8	0,3	0,6	2,2	...
Tasa de paro									
Ciudad de México (*)	3,0	3,6	2,6	3,5	4,2	4,2	4,6	4,7	...
Precios de consumo	5,0	4,5	5,4	4,7	4,1	4,0	4,2	4,5	4,2
Balanza comercial (**)	-8,1	-5,7	-6,5	-6,5	-6,5	-5,7	-5,7	-6,1	...
Cuenta corriente (**)	-14,1	-9,2	-13,0	-11,7	-10,6	-9,2	-	...	-

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

***El sector exterior sigue aumentando su contribución al crecimiento, pero la excesiva dependencia del petróleo y de las maquiladoras presenta riesgos.***

El sector exterior viene aumentando de forma paulatina su contribución al PIB. En el cuarto trimestre de 2004 fue de 0,7%. Esta aportación creciente del sector exterior presenta dos debilidades. En primer lugar está la dependencia de las maquiladoras, empresas de Estados Unidos que fabrican en México a bajo coste. El déficit comercial de los 12 meses hasta febrero de 2004 fue de 6.082 millones de dólares, pero sin las maquiladoras, el déficit hubiera sido de 24.488 millones de dólares. Esta diferencia supone cerca del 3% del PIB anual mexicano, lo que da una idea de la dependencia del vecino del norte. La segunda cuestión es la dependencia de una materia prima como es el petróleo. Las exportaciones basadas en el petróleo fueron de 18.560 millones de dólares en los 12 meses hasta febrero, una cifra que otra vez viene a representar un 3% del PIB. La dependencia de un producto como el petróleo, sujeto a grandes variaciones en el precio, dificulta la estabilidad de la evolución económica mexicana.

***El paro aumenta de forma preocupante mientras los precios siguen confirmando un aterrizaje suave.***

La producción industrial en febrero de 2004 creció un 2,2% interanual. El componente de la construcción creció un 5,4% y el de manufacturas un débil 1,2%, en coherencia con los datos del PIB del cuarto trimestre. Por otra parte, la tasa de paro de Ciudad de México repuntó en febrero de 2004 hasta el 4,7%. Este dato contrasta de forma preocupante con el 2,4% de febrero de 2003. Finalmente, el nivel de precios presenta un balance positivo, con incrementos interanuales en marzo de 2004 del 4,2% en el índice general y del 3,5% en el subyacente.

## Japón: la recuperación se da por consolidada

**En Japón, el consumidor se anima, alcanzando niveles de gasto inéditos desde 1998.**

Durante los últimos meses la economía nipona ha consolidado con mayor firmeza su recuperación. Los indicadores de consumo registran sus mejores datos desde 1998. Las ventas al por menor alcanzaron en febrero un aumento interanual del 1,8% (descenso del 1,2% interanual en el cuarto trimestre), mientras que la confianza del consumidor ascendía hasta el nivel de los 40,5 puntos en el cuarto trimestre, cinco décimas por encima del registro del tercer trimestre. Esta reactivación interna sigue viéndose acompañada por una fuerte contribución al crecimiento de la demanda externa. De la mano del aumento exportador, superior al 11% en marzo, el superávit acumulado de 12 meses ascendió en dicho mes hasta los 11,4 billones de yenes, frente a los 10 billones de yenes del cuarto trimestre.

### JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	-0,3	2,7	2,7	2,4	2,0	3,6	-	...	-
Ventas al por menor	-3,9	-1,9	-1,8	-2,6	-2,2	-1,2	0,9	1,8	...
Producción industrial	-1,3	3,3	5,4	2,0	1,2	4,7	6,5	3,8	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	-24	-4	-13	-7	-3	8	-	...	-
Viviendas iniciadas	-1,9	0,8	-2,1	2,2	-0,6	3,2	7,3	1,9	6,9
Tasa de paro (**)	5,4	5,3	5,4	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0	...
Precios de consumo	-1,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	...
Balanza comercial (***)	8,2	9,7	9,9	9,6	9,5	10,0	10,6	11,1	11,4

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**La producción industrial supera el 5% en enero y febrero.**

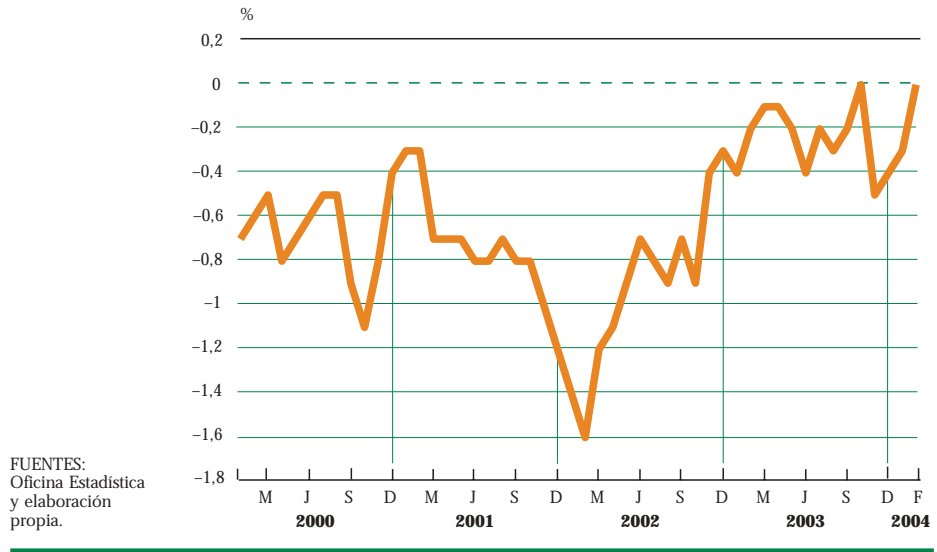
Desde la perspectiva de la oferta, la aceleración de la actividad industrial se sigue erigiendo como principal tendencia. En el conjunto de enero y febrero la producción industrial se situó en niveles un 5,2% superiores a los de un año antes (avance del 4,7% interanual en el cuarto trimestre). Asimismo, la actividad terciaria y, de forma todavía irregular, la constructora, se benefician en los últimos meses de un mejor comportamiento.

**Los precios de consumo dejan de caer en febrero, lo que abre la puerta a una etapa sin deflación.**

La reactivación económica está permitiendo que incluso la prolongada situación de deflación muestre signos incipientes de cambio a mejor. El IPC de febrero abandonó la zona de los descensos interanuales por vez primera desde octubre pasado, si bien en aquel mes el repunte de precios se debió a factores muy coyunturales mientras que ahora el cambio parece más permanente. Menos positiva es la evolución de la tasa de paro. En febrero ésta se mantuvo en el 5,0% de la población activa, invariada respecto a enero.



LA FASE DE DEFLACIÓN NIPONA PUEDE ESTAR TOCANDO A SU FIN  
Variación interanual del índice de precios de consumo

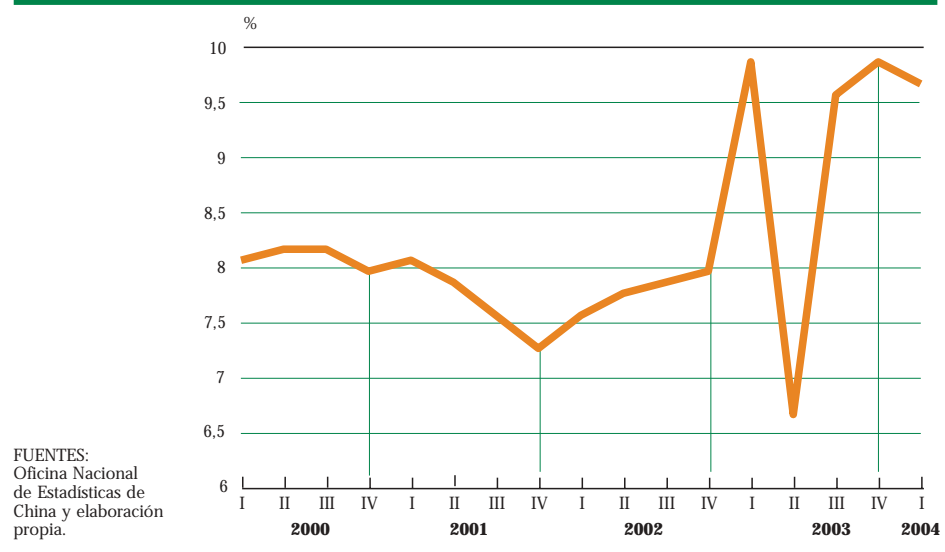


China: fuerte crecimiento y demanda de materias primas

**Fuerte crecimiento liderado por el sector secundario.**

El PIB real chino del primer trimestre creció un 9,7% interanual. Este crecimiento está basado principalmente en la industria, que creció un robusto 11,6%. La agricultura creció un 4,5% y los servicios un 7,7%. Las cifras del gigante asiático impresionan aún más en el sector exterior, donde las exportaciones nominales en dólares de los 12 últimos meses hasta marzo de 2004 crecieron un 34,7% interanual y, a su vez, las importaciones crecieron un 38,3%.

CRECIMIENTO ROBUSTO EN CHINA  
Variación interanual del producto interior bruto en términos reales



**La producción industrial sigue su aceleración fundamentada en la industria pesada.**

Después de cierta desaceleración durante el mes de enero, la producción industrial en términos reales creció un 23,2% interanual en febrero y un 19,4% en marzo de 2004. Las cifras interanuales de crecimiento indican la continuación de este periodo de aceleración. Esta fuerza de la industria tiene su exponente más claro en la industria pesada, que representa más de dos tercios de la producción china. La industria pesada crece a un ritmo ligeramente superior al del indicador general, y está demandando grandes cantidades de materias primas.

**CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	8,2	9,1	9,9	6,7	9,6	9,9	-	9,7	-
Producción industrial	12,8	16,7	17,0	15,2	16,6	17,8	7,2	23,2	19,4
Precios de consumo	-0,8	1,2	0,5	0,7	0,8	2,7	3,2	2,1	3,0
Tasa de paro (*)	4,0	...	-	-	-	-	-	-	-
Balanza comercial (**)	30,3	25,4	22,0	21,3	19,4	25,4	26,6	18,0	17,9

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**Los grandes conglomerados estatales pierden peso lentamente.**

Un factor positivo a tener en cuenta es la paulatina disminución de la participación de las empresas estatales en la producción industrial. Aunque la producción de estas empresas creció un 15,2% interanual en términos reales en marzo de 2004, la participación de la producción industrial de las empresas estatales en el total de la producción bajó del 44,8% al 42,9% en el mismo mes, viniendo de niveles del 50% en 2002 y superiores al 60% en 2000. En este mismo contexto, las empresas de accionistas aumentaron en marzo su producción un 18,9% interanual. Las ventas al por menor crecieron un 11,1% interanual en marzo. Dentro de este crecimiento se sigue dando una diferencia notable entre el mundo urbano, que creció un 12,8% en el mismo periodo, y el mundo rural que creció un 7,9%.

**La avidez por las materias primas empeora el saldo comercial...**

En los últimos meses, dentro de este panorama de fuerte expansión, asistimos a un empeoramiento de la balanza de pagos consistente con la fortaleza de la demanda interna. Así, la balanza comercial en dólares de los últimos 12 meses hasta marzo de 2004 fue de 17.881 millones de dólares, la más baja desde inicios de 1997, con la sola excepción de septiembre de 2001. De hecho, la balanza del primer trimestre de 2004 fue negativa, de 85.180 millones de dólares. Habríamos de remontarnos al último trimestre de 1993 para encontrar cifras similares. Este empeoramiento tiene su origen en las materias primas. En los 12 meses hasta febrero de 2004, el saldo negativo de materias primas fue de 34.673 millones de dólares, todo un récord dentro de una tendencia que se ha acelerado en los últimos seis años. Las importaciones de hierro crecieron un 60% interanual y las de cobre un 96%, coherente con los grandes incrementos que se están registrando en la producción de ordenadores. Como contraste, la balanza de manufacturas del mismo periodo fue positiva de 66.766 millo-

nes de dólares, lo que nos da cierta perspectiva de la magnitud de estos desequilibrios.

***...pero aumenta el superávit con Estados Unidos.***

La distribución geográfica de la balanza comercial china está teniendo consecuencias políticas, y está en el centro de las presiones para la reevaluación del yuan. Sin embargo el panorama es muy desigual. Con Asia China presentó un déficit de 58.297 millones de dólares en los 12 meses hasta febrero de 2004. También presentó fuertes déficit con países manufactureros como Japón, Corea y Alemania, a pesar de la fortaleza del euro, de 16.442, 25.036 y 7.154 millones de dólares, respectivamente. La compensación venía de Europa, superávit de 19.454 millones de dólares, y sobre todo de los Estados Unidos, que alcanzó la cifra récord de 59.671 millones de dólares de superávit.

***Ligero repunte de la inflación, centrado en el sector de la alimentación.***

En marzo los precios al consumo aumentaron un 3% interanual. El sector de la alimentación lideró esta presión al alza con una variación interanual del 7,9%. Hay que recordar aquí el carácter dual de la economía del imperio del centro, con grandes bolsas de pobreza rural. Sin embargo, en un contexto más amplio, el repunte de los precios, dentro de los niveles actuales, es positivo para un país que venía flirteando con la deflación desde 1998.

Materias primas: el petróleo se encarama por encima de los 33 dólares

***El petróleo cotiza en abril un 33% por encima de los niveles de un año antes, debido a la incertidumbre geopolítica, al bajo nivel de existencias y al tirón de la demanda.***

En el mes de abril la cotización del crudo se situó de forma continua por encima de los 33 dólares por barril de calidad Brent, alcanzando incluso los 34 dólares en ciertos momentos. Estos precios son un 33% mayores que los registrados en abril de 2003. El empuje de las cotizaciones se ha debido tanto a factores de tipo fundamental como de riesgo geopolítico. Entre los primeros destaca el nivel reducido de existencias de hidrocarburos, especialmente en Estados Unidos, y el fuerte tirón de la demanda internacional, más apreciable en las zonas dinámicas del globo (China y Estados Unidos, fundamentalmente). Por lo que al riesgo geopolítico se refiere, la incertidumbre en Irak ha acabado de contribuir al aumento de los precios.

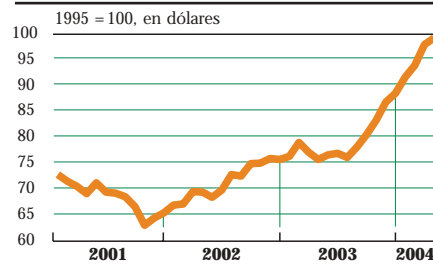
***Las restantes materias primas, expresadas en dólares, crecen un 30% interanual en abril, y un 20%, en euros.***

Las restantes materias primas también reflejan el fuerte empuje de la demanda mundial. El índice «The Economist» de materias primas ha registrado notables aumentos en los meses transcurridos de 2004. En abril, dicho índice, expresado en dólares, se situó en niveles un 30% mayores de los de abril de 2003. De la contundente tendencia alcista de los precios de las materias primas da cuenta el hecho de que incluso cuando el índice se expresa en euros se anota un aumento del 19% interanual. Por grupos, destaca el importante recorrido alcista que han dibujado las materias primas industriales (avance del 39% interanual en abril) y, entre ellas, los metales, que superaron el 50% interanual en abril. El precio del oro, por su parte, superó los 405 dólares por onza, en promedio mensual de abril, un nivel un 23% más elevado que un año antes. Finalmente, las materias primas alimentarias crecieron un 26% interanual en el mismo periodo.

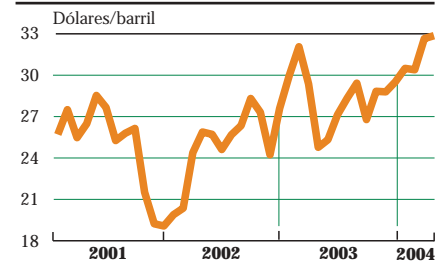
## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

*Los metales lideran los ascensos de las cotizaciones de las materias primas.*

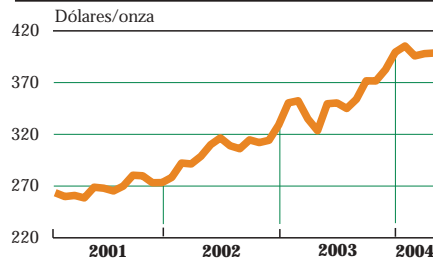
**ÍNDICE «THE ECONOMIST»**



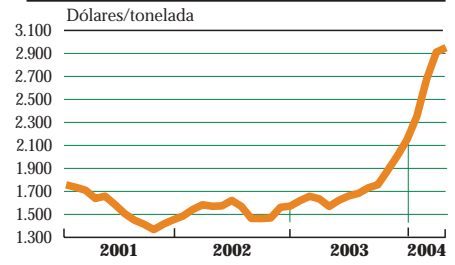
**PETRÓLEO BRENT**



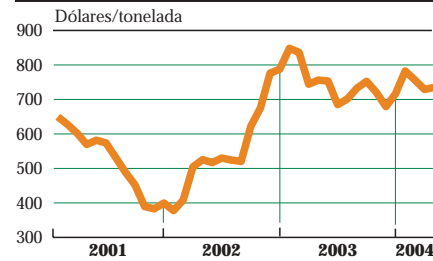
**ORO**



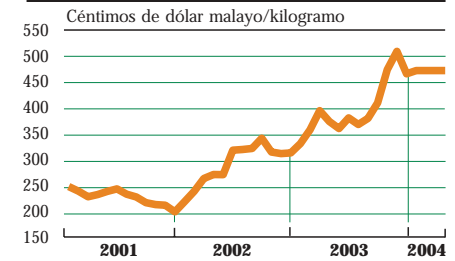
**COBRE**



**CAFÉ**



**CAUCHO**



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

# UNIÓN EUROPEA

## Los nuevos países de la UE crecerán más

**La zona del euro crecerá un moderado 1,7% en 2004, mientras que la Unión Europea no superará el 2%.**

En sus previsiones de primavera, la Comisión Europea prevé que el crecimiento económico conjunto en los actuales quince estados miembros de la Unión Europea (UE) será moderado en los años 2004 y 2005. Para el presente ejercicio, el ejecutivo comunitario espera un aumento del producto interior bruto (PIB) del 2,0%, que se acelerará al 2,4% en el siguiente año. La zona del euro se comportará aún peor, creciendo un 1,7% y un 2,3%, en 2004 y 2005, respectivamente. Por el contrario, los nuevos estados miembros, integrados en la UE a partir del 1 de mayo de 2004, se beneficiarán de avances del PIB del orden del 4% en ambos ejercicios.

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

	2001	2002	Previsiones actuales 2004			Diferencia con las previsiones de otoño de 2003 (2)	
			2003	2004	2005	2004	2005
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
Inversión en bienes de equipo	-1,1	-4,9	-2,3	3,4	6,0	0,3	1,5
Empleo	1,4	0,6	0,0	0,3	0,9	0,0	0,1
Tasa de paro (3)	8,0	8,4	8,8	8,8	8,6	-0,3	-0,3
Inflación (4)	2,4	2,3	2,1	1,8	1,6	-0,2	-0,1
Saldo público (% del PIB) (5)	-1,6	-2,3	-2,7	-2,7	-2,6	0,0	0,1
Deuda pública (% del PIB)	69,4	69,2	70,4	70,9	70,9	0,2	0,2
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	0,5	1,3	0,5	0,7	0,6	-0,5	-0,7
<i>Crecimiento del PIB en la UE-15</i>	<i>1,7</i>	<i>1,1</i>	<i>0,8</i>	<i>2,0</i>	<i>2,4</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>

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

(2) Un signo «+» («-») significa una cifra positiva más alta (más baja) o una negativa más baja (más alta) comparado con el otoño de 2003.

(3) Porcentaje de la población activa.

(4) Índice de precios de consumo armonizado.

(5) Incluye los ingresos de las licencias UMTS en los años 2001 y 2002.

FUENTE: Comisión Europea.

**La débil demanda externa lastrará el comportamiento económico europeo, que tampoco encontrará apoyo en el consumo.**

El escaso impulso económico de la zona del euro se debe, concretamente, a la aportación limitada del sector exterior y al magro recorrido alcista que mostrará la demanda interna. Por lo que se refiere al primero de estos componentes, se constata que la recuperación internacional, cuyo mejor exponente es el crecimiento mundial esperado del 5% en 2004, permitirá que las exportaciones repunten en 2004 y 2005. Con todo, lo harán a un ritmo insuficiente para contrarrestar el aumento importador. En conjunto, la demanda externa no aportará crecimiento en los años 2004-2005. Por su parte, la clara recuperación de la inversión, que se prevé centrada en la reactivación de la inversión en bienes de equipo, se verá sólo parcialmente acompañada por el consumo privado, que apenas se acelerará.

*El escaso crecimiento económico atenúa las tensiones inflacionistas, pero empeora las finanzas públicas.*

Dado el moderado crecimiento económico de la eurozona, los precios de consumo tenderán a desacelerarse en el escenario de previsión 2004-2005 hasta el 1,6% interanual. Asimismo, la reducción del paro será muy limitada, con una disminución de dos décimas porcentuales de la tasa de paro en el conjunto de 2004 y 2005. En el plano de la política económica, destaca el notable empeoramiento de las finanzas públicas en 2004, con únicamente dos estados (Finlandia y España) en situación de superávit y con seis estados (Francia, Alemania, los Países Bajos, Portugal, Italia y Grecia) superando el límite de déficit público del 3% del PIB. En esta tesitura, se entiende la preocupación de la Comisión Europea en materia de estabilidad presupuestaria que le ha llevado a anunciar el lanzamiento del procedimiento de déficit excesivo por el negativo saldo público de los Países Bajos y el Reino Unido en 2003 y una alerta temprana a Italia, también por su elevado déficit de 2003.

## PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA

Primavera 2004

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Bélgica	1,1	2,0	2,5	1,5	1,5	1,6	8,1	8,3	7,9
Dinamarca	0,0	2,1	2,2	2,0	1,5	1,8	5,6	5,8	5,3
Alemania	-0,1	1,5	1,8	1,0	1,3	1,1	9,3	9,1	8,8
Grecia	4,2	4,0	3,3	3,4	3,4	3,5	9,3	8,4	8,0
España	2,4	2,8	3,3	3,1	2,4	2,3	11,3	10,9	10,5
Francia	0,2	1,7	2,4	2,2	1,9	1,5	9,4	9,6	9,4
Irlanda	1,2	3,7	4,6	4,0	2,1	2,3	4,6	5,0	4,9
Italia	0,3	1,2	2,1	2,8	2,2	1,9	8,7	8,6	8,5
Luxemburgo	1,8	2,4	3,1	2,5	2,0	1,7	3,7	4,7	5,0
Países Bajos	-0,8	1,0	1,6	2,2	1,4	0,7	3,8	5,3	6,0
Austria	0,7	1,8	2,5	1,3	1,4	1,3	4,4	4,5	4,3
Portugal	-1,3	0,8	2,2	3,3	2,0	2,2	6,4	6,8	6,7
Finlandia	1,9	2,6	2,7	1,3	0,4	1,5	9,0	8,9	8,6
Suecia	1,6	2,3	2,6	2,3	1,2	1,6	5,6	6,1	5,8
Reino Unido	2,2	3,0	2,8	1,4	1,6	1,9	5,0	5,0	5,0
<b>UE-15</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>7,9</b>
<b>Zona del euro</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>
Estados Unidos	3,1	4,2	3,2	2,3	1,4	1,2	6,0	6,3	5,6
Japón	2,7	3,4	2,3	-0,3	0,0	0,2	5,1	5,1	4,7

NOTAS: (\*) Porcentaje de variación real.

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

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

FUENTE: Comisión Europea.

*Portugal, Italia, los Países Bajos y Alemania seguirán en la zona de bajo crecimiento.*

La evolución por países sigue mostrando importantes disparidades en materia de crecimiento previsto. Por lo que se refiere a los estados de la UE a quince, Portugal, Italia, los Países Bajos y Alemania se mantienen en los dos años 2004 y 2005 como los de menor avance del PIB, a pesar de que en el segundo año su distancia respecto al promedio se reducirá. En

sentido contrario destacan Grecia, Irlanda, Reino Unido y España, que disfrutarán todos ellos de un ritmo de crecimiento sensiblemente superior a la media de la UE.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS  
DE LA UNIÓN EUROPEA  
Primavera 2004

	PIB (*)			Inflación (**)			Paro (***)		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Chipre	2,0	3,4	4,1	4,0	2,2	2,1	4,4	4,1	4,0
República Checa	2,9	2,9	3,4	-0,1	2,8	2,8	7,8	8,2	8,2
Estonia	4,8	5,4	5,9	1,4	2,8	2,9	10,0	9,7	9,6
Hungría	2,9	3,2	3,4	4,7	6,9	4,6	5,8	5,7	5,6
Letonia	7,5	6,2	6,2	2,9	4,0	3,5	10,5	10,3	10,1
Lituania	8,9	6,9	6,6	-1,1	1,0	2,2	12,7	11,5	10,7
Malta	0,4	1,4	2,0	1,3	1,8	1,9	8,2	8,6	8,1
Polonia	3,7	4,6	4,8	0,7	2,3	3,0	19,8	19,6	19,3
Eslovaquia	4,2	4,0	4,1	8,5	8,2	4,5	17,1	16,5	15,9
Eslovenia	2,3	3,2	3,6	5,7	3,6	3,2	6,5	6,4	6,2
<b>Total</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>2,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>14,3</b>	<b>14,1</b>	<b>13,8</b>

NOTAS: (\*) Porcentaje de variación real.

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

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

FUENTE: Comisión Europea.

**Los nuevos socios comunitarios doblarán tanto el crecimiento de los quince como su inflación.**

Con todo, serán los países que se integrarán en la UE a partir del 1 de mayo aquellos que registrarán tasas de avance del PIB más sustanciales. En su conjunto, los 10 nuevos miembros de la UE crecerán un 4,0% en 2004 y un 4,2% en 2005, con una contribución destacada de las repúblicas bálticas (Estonia, Lituania y Letonia), que se anotarán aumentos del PIB del orden del 6% en ambos ejercicios. Destacable es, asimismo, el buen comportamiento de la economía polaca, de lejos la mayor del grupo, que alcanzará un crecimiento apenas inferior al 5% en 2004-2005. Menos favorables serán, por el contrario, los resultados en materia de precios de consumo, ya que los nuevos estados miembros seguirán ostentando tasas de inflación que prácticamente doblarán la de la UE a quince. Como tampoco se puede valorar positivamente el mantenimiento de la tasa de paro en niveles del orden del 14% de la población activa.

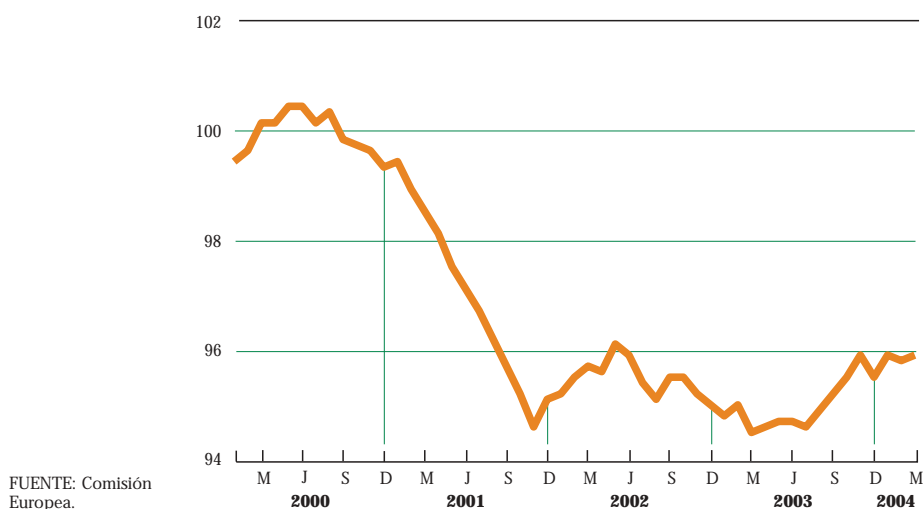
**Zona del euro: actividad en moderada recuperación**

**La recuperación se abre paso en el primer trimestre, si bien a un ritmo débil.**

En el primer trimestre de 2004, los indicadores de actividad de la eurozona tendieron a superar los deprimidos registros de meses precedentes. Con todo, el ritmo de crecimiento todavía es reducido. Así, el indicador de sentimiento económico, que refleja el pulso global de la actividad, repuntó en los tres primeros meses del año hasta los 96 puntos, frente a los 95,7 puntos del cuarto trimestre de 2003, gracias a la recuperación de todos los indicadores sectoriales que lo integran. Destacaron los avances del primer trimestre de la confianza del consumidor y la del sector servicios, mientras que se mostraron menos expansivas la industria y la construcción.

## LA ZONA DEL EURO ENCARA UNA FASE DE MAYOR ACTIVIDAD

### Valor del índice de sentimiento económico



**Las ventas al por menor crecen un 0,7% en enero y febrero.**

Otros indicadores confirman las tendencias anteriores. Por la parte de la demanda, el mejor pulso del consumo se refleja en el crecimiento positivo de las ventas al por menor durante enero y febrero, cuando éstas avanzaron un 0,7% interanual, un giro respecto el descenso interanual del 0,4% del cuarto trimestre. Contrariamente, la inversión ha perdido ritmo. La producción industrial de bienes de equipo cayó en febrero un 0,6% interanual, a comparar con el aumento del 0,1% interanual de enero.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	0,9	0,4	0,7	0,1	0,3	0,6	-	...	-
Ventas al por menor	0,0	0,2	0,9	0,8	-0,4	-0,4	1,0	0,5	...
Confianza del consumidor (*)	-11	-18,0	-19	-19	-17	-16,0	-15,0	-14,0	-14,0
Producción industrial	-0,5	0,3	0,8	-0,9	-0,2	1,5	0,7	0,6	...
Sentimiento económico (*)	95,6	95,1	94,9	94,8	95,0	95,7	96,0	95,9	96,0
Tasa de paro (**)	8,4	8,8	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	...
Precios de consumo	2,2	2,1	2,3	1,9	2,0	2,0	1,9	1,6	1,7
Balanza comercial (***)	84,2	81,8	92,7	82,2	77,9	74,2	75,8	76,1	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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



***La recuperación industrial pierde fuelle en los dos primeros meses de 2004.***

Desde la perspectiva de la oferta, la principal novedad es la dificultad que encuentra la industria para consolidar su reactivación. La producción industrial apenas creció un 0,7% en enero, para después mantenerse en niveles similares en febrero (aumento interanual del 0,6%), una tendencia que se podía anticipar de la estabilización de la cartera de pedidos industriales desde el cuarto trimestre de 2003. El escaso avance del indicador de clima industrial en los tres meses de enero a marzo reitera que la recuperación del sector secundario todavía está lejos de consolidarse.

***La inflación, en el 1,7% en marzo.***

Sin abandonar su reciente tónica de moderación, los precios de consumo se han mostrado levemente más alcistas en marzo. En dicho mes, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado creció un 1,7% interanual, una aceleración de una décima porcentual respecto a febrero. El principal responsable de dicha aceleración de los precios de consumo fue el componente de alimentación, alcohol y tabaco, que aumentó un 3,1% respecto a marzo de 2003. Este incremento compensó la caída interanual del componente energético (descenso del 2,0% interanual). Descontadas ambas categorías, la inflación resultante se mantuvo en el 1,8% interanual, idéntica tasa que en febrero.

***En febrero, se mantiene el paro en el 8,8%.***

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, sus dos principales indicadores, la tasa de paro y la ocupación, no exhiben cambios en los últimos meses. El primero de ellos se situó en el 8,8% de la población activa en marzo de 2003, manteniéndose en dicho nivel hasta febrero de 2004. Por su parte, el empleo creció un 0,2% interanual en el cuarto trimestre de 2003, sin variación respecto al tercer trimestre.

***Nueva ampliación del superávit exterior en el mes de febrero.***

El sector exterior sigue sujeto a las restricciones que la apreciación del euro le impone, al dificultar la exportación. Con todo, en febrero el superávit acumulado de 12 meses ascendió a los 76.100 millones de euros, frente a los 74.200 millones de euros del cuarto trimestre, lo que indica que la recuperación de los intercambios comerciales internacionales está siendo suficientemente vigorosa para superar la barrera de la moneda. En dicho mes, las exportaciones crecieron un 1,5% interanual, mientras que las compras del exterior lo hacían un 1,3% interanual.

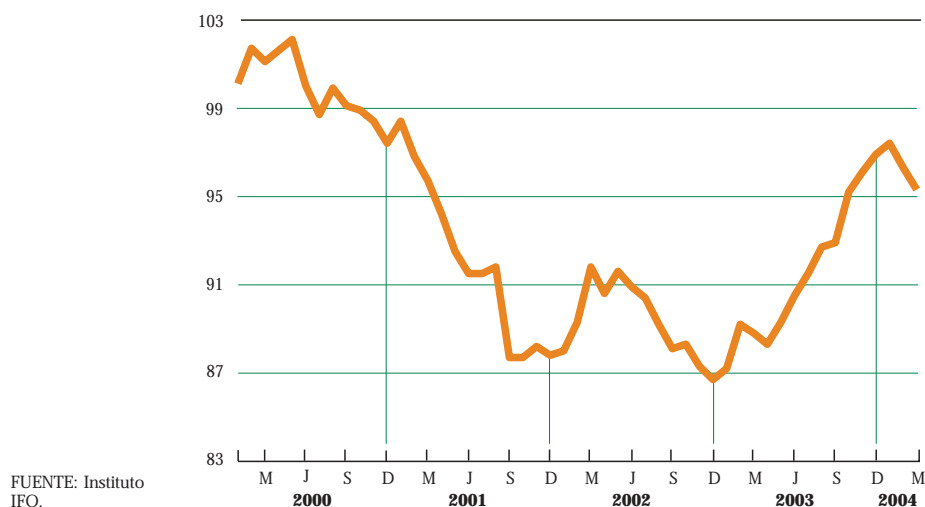
**Alemania: empeora el clima económico a pesar de la mejora de indicadores**

***Aunque la economía alemana crece un 0,5% en el primer trimestre, la confianza de los agentes disminuye.***

Según la estimación preliminar del Bundesbank, la economía alemana creció un 0,5% interanual en el primer trimestre, a comparar con el aumento cero interanual del trimestre anterior. De forma paradójica, la mejora de éste y otros indicadores económicos clave coincide con el empeoramiento de las expectativas de los agentes en prácticamente todos los ámbitos de la coyuntura. Así, y por lo que refiere al consumo, a la recuperación de las ventas al por menor de enero y febrero, que ha permitido abandonar la zona de los descensos interanuales por primera vez desde el segundo trimestre de 2003, se debe contraponer la caída de tres puntos en la confianza del consumidor en el mes de marzo.

## DETERIORO DE PERSPECTIVAS EN ALEMANIA

### Valor del índice de actividad empresarial IFO



### La industria se acelera.

Igualmente contrasta el mantenimiento de la producción industrial en ritmos de avance levemente superiores a los del cuarto trimestre durante los meses de enero y febrero (crecimiento del 1,8% interanual en ese último mes), mientras que el indicador IFO de actividad empresarial retrocedía durante dos meses consecutivos. En el conjunto de febrero y marzo el indicador perdió dos puntos, situándose por debajo del nivel del cuarto trimestre. Con todo, el repunte de dicho indicador en abril (hasta los 96,3 puntos) y el crecimiento de los pedidos industriales hasta febrero, cuando alcanzaron un incremento interanual del 2,6%, parece descartar que la merma de la confianza empresarial afecte de forma inmediata a la actividad industrial.

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	0,0	-	0,5	-
Ventas al por menor	-1,4	-0,5	-0,1	1,1	-1,8	-1,3	-0,8	0,0	...
Producción industrial	-1,4	0,2	0,6	-0,4	-1,2	1,7	1,9	1,8	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	89,4	91,6	88,5	89,5	92,5	96,2	97,5	96,4	95,4
Tasa de paro (**)	10,2	10,4	10,6	10,6	10,5	10,4	10,2	10,3	10,4
Precios de consumo	1,3	1,2	1,2	1,0	1,1	1,2	1,2	1,0	1,0
Balanza comercial (***)	118,8	129,9	131,4	128,5	129,7	130,0	134,6	136,2	...

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.

**Las exportaciones germanas crecen cerca de un 7% en enero y febrero.**

Contribuye también a mantener unas previsiones razonablemente optimistas la recuperación exportadora que se viene registrando en los primeros meses de 2004. Tras crecer un moderado 1,2% interanual en el cuarto trimestre, las ventas al exterior se aceleraron hasta el 6,9% interanual en el conjunto de enero y febrero. Este tirón exportador ha permitido ampliar el superávit comercial acumulado de 12 meses hasta los 136.200 millones de euros, a comparar con los 130.000 millones de euros del cuarto trimestre, a pesar de que las importaciones también se mostraron más dinámicas en enero-febrero (aumento interanual del 2,5%).

**La tasa de paro asciende al 10,4% de la población activa en marzo, mientras que la inflación se sitúa en el 1,0%.**

Dos consecuencias del escaso dinamismo interno son el mantenimiento de un nivel de paro relativamente elevado y la ausencia de tensiones inflacionistas. Así, la tasa de paro aumentó una décima porcentual en marzo, hasta el 10,4% de la población activa, mientras que el IPC siguió oscilando en niveles de aumento del 1% interanual. Concretamente, en marzo, la inflación, repitió en el 1,0% interanual, sin cambio respecto a febrero.

### Francia: la recuperación se consolida

**En Francia, consumo e inversión repuntan en el primer trimestre.**

La práctica totalidad de indicadores de la economía gala inciden en que la recuperación va tomando cuerpo progresivamente. Desde la perspectiva de la demanda, destacan la aceleración del consumo interno (alcanzó un aumento del 2,9% interanual en el primer trimestre, frente a 2,1% del cuarto trimestre) y la de la inversión (la producción industrial de bienes de equipo superó el 5% interanual en febrero). El importante ascenso de la confianza del consumidor galo registrado en el primer trimestre, de nueve puntos, permite prever que la demanda interna seguirá dinámica en los próximos meses.

#### FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**A la industria le cuesta aprovechar la recuperación, en contraste con el vigor de servicios y construcción.**

Por sectores, la recuperación tiene un reflejo más claro en la construcción y los servicios, mientras que la industria se muestra más renqueante. Así, y por lo que se refiere a la construcción, dos indicadores relevantes, las viviendas iniciadas y los permisos de construcción autorizados, se han acelerado en el conjunto de los dos primeros meses de 2004. En contraste, la producción industrial creció en febrero un 0,9% interanual. Aunque

esta cifra representa una cierta mejoría respecto al dato de enero (0,7% interanual), todavía se encuentra por debajo del registro del cuarto trimestre (1,7% interanual).

**Escasas tensiones en precios, con el IPC situado en el 1,7% en marzo.**

En el frente de los precios, se constata la inexistencia de tensiones destacables. El IPC se desaceleró en marzo una décima porcentual, hasta el 1,7%, mientras que los precios de producción, a pesar de acelerarse en febrero, apenas crecían un 0,5% respecto a un año antes. En el debe de la economía gala se tiene que anotar la escasa reducción de la tasa de paro. En enero y febrero, la tasa de paro se mantuvo en el 9,6% de la población activa, apenas mejor que el 9,7% del cuarto trimestre.

**Italia: sin mejoría apreciable en el primer trimestre**

**Malos indicadores de actividad en Italia, con la excepción de los de consumo, moderadamente mejores.**

La mayoría de indicadores de actividad italianos apuntan a que en el primer trimestre la recuperación económica fue muy limitada. Los únicos datos positivos se dan en el ámbito del consumo privado, en el cual se combina la aceleración de las ventas al por menor del mes de enero, hasta el 3,6% interanual (0,9% interanual en el cuarto trimestre de 2003), con la recuperación de la confianza del consumidor en marzo. Por el contrario, desde la dimensión de la oferta, destaca la atonía del sector industrial (en febrero, la producción industrial se mantuvo en idénticos niveles a los de un año antes), que se explica por el hundimiento exportador del cuarto trimestre de 2003 y de enero y febrero de 2004.

**ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

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

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**La contestación pública fuerza a retardar el trámite legislativo de la reforma de las pensiones públicas.**

Ante la falta de dinamismo económico, no sorprende el mantenimiento del nivel de paro del primer trimestre en el 8,5% de la población activa. Tampoco se registran cambios en materia de precios de consumo, que en marzo anotaron un aumento del 2,3% interanual, mismo ritmo que en el mes anterior. En otro orden de cosas, cabe señalar que el rechazo ciudadano está afectando al intento de reforma de las pensiones públicas. Con el objetivo explícito de generar una disminución anual del gasto público destinado a pensiones equivalente a siete décimas del PIB, la reforma debía entrar en el Senado el pasado 19 de abril. Sin embargo, el proceso legislativo se ha pospuesto como mínimo hasta el mes de mayo.

## Reino Unido: aceleración del consumo

**El consumidor británico sigue siendo el motor de su economía...**

Las principales tendencias de la economía británica se mantienen sin excesivos cambios. La coyuntura sigue presidida por el vigor del consumo privado. En el primer trimestre, las ventas al por menor crecieron un 6,6% interanual, el doble de lo registrado en el cuarto trimestre. Igualmente, la notable aceleración de las matriculaciones de automóviles avala el mantenimiento de un fuerte ritmo de gasto de los hogares. Las perspectivas inmediatas son de continuidad, ya que la confianza del consumidor, que tiene carácter de indicador adelantado del consumo, se ha recuperado en un punto durante el primer trimestre. Menos satisfactoria es la evolución de la inversión. Aunque el componente de bienes de equipo de la producción industrial sigue creciendo en los dos primeros meses de 2004, se ha desacelerado respecto a trimestres anteriores.

### REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	1,6	2,2	1,9	2,2	2,2	2,7	-	...	-
Ventas al por menor	6,9	3,0	3,1	2,7	3,0	3,3	7,0	6,5	6,4
Producción industrial	-2,7	-0,5	-1,0	-0,7	-0,4	0,0	0,2	-1,2	...
Tasa de paro (*)	3,1	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9
Precios de consumo	2,2	2,8	2,9	2,9	2,8	2,6	2,4	2,3	2,1
Balanza comercial (**)	-43,5	-46,3	-46,5	-46,0	-46,4	-46,3	-47,9	-49,0	...

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.

**...en contraste con el retroceso industrial, que alcanza el 1,2% en febrero.**

Por sectores, se mantienen las dificultades de la industria. En febrero, la producción industrial descendió un 1,2% interanual, lastrada por las complicaciones que están mostrando las manufacturas destinadas a la exportación. Por el contrario, el fuerte ascenso del indicador de confianza de los servicios en el primer trimestre, hasta los 13 puntos (2 puntos en el cuarto trimestre) y el tirón exhibido por los pedidos de construcción reiteran que construcción y servicios ofrecen un mejor comportamiento relativo.

**En marzo, los precios de consumo se desaceleran al 2,1%, mientras que el paro se mantiene en sus mínimos desde 1975.**

Por otra parte, el IPC de marzo se frenó hasta el 2,1% interanual, frente al 2,3% interanual de febrero, con lo que la senda de desaceleración de los precios de consumo registrada desde principios de 2003 sigue sin prolongarse. Por lo que se refiere al mercado laboral, la tasa de paro repitió en marzo en el 2,9% de la población activa por tercer mes consecutivo (mínimo desde 1975).

# MERCADOS FINANCIEROS

## MERCADOS MONETARIOS Y DE CAPITAL

### Perspectivas de subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos

**La OCDE y el FMI presionan a la Reserva Federal y al Banco Central Europeo en distinto sentido.**

Instituciones internacionales como la OCDE y el Fondo Monetario Internacional han sugerido que, atendiendo a las distintas condiciones macroeconómicas, la Reserva Federal de Estados Unidos debería subir su tipo de interés oficial, mientras que el Banco Central Europeo debería bajar el suyo si la recuperación económica se debilita en el área del euro. No obstante, los principales bancos centrales no parecen tener prisa por modificar sus tipos de interés de referencia, que se hallan en los niveles mínimos de las últimas décadas. El Banco de Inglaterra tampoco ha variado su tipo de interés de intervención en abril, aunque probablemente lo haga próximamente.

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

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euribor		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses	Tres meses	Tipo de intervención Banco Inglaterra (4)	Tres meses	Tres meses
		Un mes	Tres meses						
<b>2003</b>									
Marzo	2,61	2,60	2,53	1,25	1,23	0,01	3,75	3,56	0,36
Abril	2,54	2,58	2,54	1,25	1,25	0,01	3,75	3,55	0,30
Mayo	2,56	2,52	2,41	1,25	1,24	0,01	3,75	3,54	0,29
Junio	2,20	2,18	2,15	1,20	1,07	0,01	3,75	3,55	0,27
Julio	2,08	2,13	2,13	1,00	1,08	0,01	3,58	3,39	0,28
Agosto	2,06	2,12	2,14	1,00	1,10	0,01	3,50	3,43	0,26
Septiembre	2,07	2,13	2,15	1,00	1,10	0,00	3,50	3,60	0,25
Octubre	2,05	2,10	2,14	1,00	1,12	0,00	3,50	3,71	0,24
Noviembre	2,02	2,09	2,16	1,00	1,13	0,01	3,71	3,89	0,25
Diciembre	2,01	2,13	2,15	1,00	1,12	0,01	3,75	3,93	0,26
<b>2004</b>									
Enero	2,01	2,08	2,09	1,00	1,09	0,01	3,75	3,96	0,24
Febrero	2,00	2,06	2,07	1,00	1,07	0,01	3,96	4,08	0,25
Marzo (*)	2,00	2,04	2,03	1,00	1,07	0,01	4,00	4,21	0,25
Abril (1)	2,00	2,06	2,06	1,00	1,11	0,01	4,00	4,38	0,29

NOTAS: (\*) Cifras provisionales.

(1) Día 28.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación: 6-3-03 (2,50%), 5-6-03 (2,00%).

(3) Última fecha de variación: 25-6-03 (1,00%).

(4) Últimas fechas de variación: 6-2-03 (3,75%), 10-7-03 (3,50%), 6-11-03 (3,75%), 5-2-04 (4,00%).

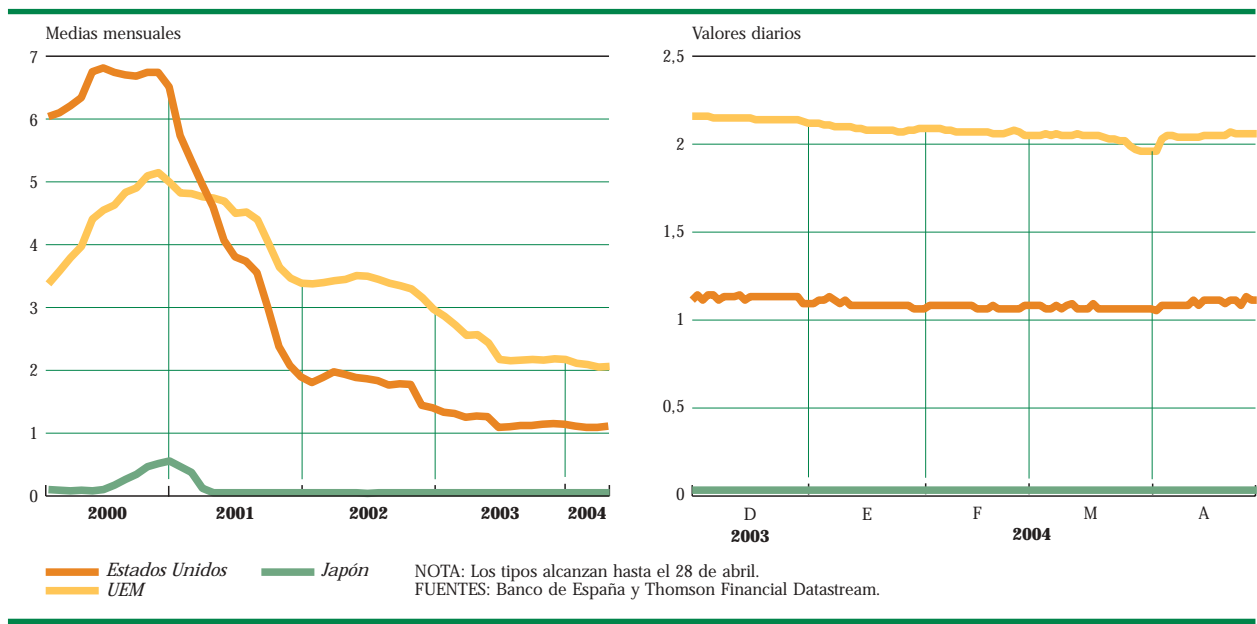
FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**El mercado anticipa una elevación del tipo oficial de la Reserva Federal en verano.**

A mediados de abril, el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, declaró que la deflación había dejado de ser una preocupación. Estas manifestaciones provocaron una inmediata reacción de los mercados financieros. Así, el tipo de interés de los depósitos interbancarios norteamericanos a doce meses, reaccionó al alza y se colocó en el 1,67% el día 21 de abril, 36 puntos básicos por encima del final de marzo. De hecho, este rendimiento ya se orientaba al alza desde mediados de marzo al aparecer indicadores favorables sobre la economía estadounidense, en particular al publicarse una mayor creación de empleo de lo que se esperaba a principios de abril. No obstante, Greenspan matizó sus declaraciones del 20 abril al día siguiente y sugirió que la subida de los tipos de interés no sería rápida. Con todo, el conjunto del mercado ha adelantado el giro restrictivo de la política monetaria al verano.

**LEVES INCREMENTOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIOS A TRES MESES EN ABRIL**

Tipos de interés interbancarios a 3 meses, en porcentaje anual



**El euríbor a tres meses marca un mínimo histórico al final de marzo...**

En la zona del euro, en su reunión del 1 de abril el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) reiteró que el tipo de interés de referencia del Eurosistema se situaba en el nivel adecuado para mantener la estabilidad de precios a medio plazo, si bien apuntó que persistía el riesgo de un consumo privado bajo para la reactivación de la actividad económica. De esta forma, siguió resistiendo presiones para un descenso de sus tipos de interés directores. En esta ocasión, además, el mercado había descontado claramente una rebaja. Al no producirse, el euríbor tendió al alza.

**...pero tiende al alza en abril al no producirse la rebaja que esperaba el mercado...**

Sin embargo, en el Boletín Mensual del BCE de abril se decía que la recuperación económica de la eurozona era modesta. En la cuarta semana de abril, después de la aparición de diversos datos económicos de tono flojo el presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, manifestó que la subida del precio del petróleo suponía una amenaza para el

**...por parte del Banco Central Europeo.**

relanzamiento económico del área del euro y que mantenía todas las opciones abiertas, pero sin señalar ningún sesgo. De este modo, el euríbor a un año, que en marzo se colocó en el 2,06% en media mensual, a sólo 5 puntos básicos del mínimo histórico de junio de 2003, se situaba en el 2,21% a mediados de la última semana de abril, 20 puntos básicos por debajo de doce meses antes. Por su parte, el euríbor a tres meses marcó un mínimo histórico el día 29 de marzo al caer hasta el 1,957%. No obstante, posteriormente repuntó y se colocó en el 2,06% el día 28 de abril. De esta forma, la curva de tipos de interés del euríbor sugiere que el mercado todavía concede bastantes probabilidades a una distensión monetaria y que no espera ninguna subida hasta el próximo ejercicio.

**Los bancos centrales de Suecia, Hungría y Canadá distienden sus políticas monetarias en abril.**

Por otro lado, diversos bancos centrales relajaron sus políticas monetarias en las primeras semanas de abril. Así, el día 1 el Banco de Suecia recortó su tipo de interés de intervención en 50 puntos básicos hasta el 2,00%. El día 5, el Banco de Hungría volvió a reducir su tipo de interés de referencia por segunda vez en dos semanas hasta el 12%, gracias a una mejora del entorno macroeconómico. El día 13, el Banco de Canadá disminuyó sus tipos de interés rectores en 25 puntos básicos, situando el objetivo del rendimiento de los depósitos interbancarios diarios en el 2% y la tasa de descuento en el 2,25%, a fin de estimular el consumo privado. Se trató del tercer movimiento relajador este año, en un marco de baja inflación. Por otra parte, trascendió que el banco central de China estaba considerando elevar su tipo de interés oficial para frenar el recalentamiento económico.

**Las expectativas alcistas de los tipos de interés fortalecen al dólar**

**El dólar se aprecia el 2,7% en los primeros meses del año en términos globales.**

La mejora del clima económico en Estados Unidos y la intensificación de las expectativas de una subida del tipo de interés oficial de la Reserva Federal han impulsado al dólar en abril. De esta forma, en relación con un conjunto amplio de monedas la divisa norteamericana alcanzó la cota máxima desde noviembre de 2003 y el día 28 mostraba una apreciación del 2,7% en relación con el final de 2003. No obstante, el abultado déficit exterior por cuenta corriente constituye un elemento de presión a la baja del dólar a medio plazo.

**El deslucido balance económico de la zona del euro impulsa la moneda única a la baja.**

El euro registró un nivel mínimo anual en términos efectivos con relación al conjunto de los trece principales socios comerciales con la eurozona el día 13 de abril, volviendo al nivel de noviembre de 2003. Los desfavorables datos económicos sobre el área del euro y las especulaciones sobre una posible rebaja del tipo de interés de referencia del Eurosistema perjudicaron a la moneda única. Sin embargo, más tarde el euro se recuperó en cierto grado en términos globales. Así, el día 28 de abril se había apreciado el 0,7% en relación con el mínimo anual, aunque presentaba una baja del 4,3% respecto al final de diciembre de 2003. En relación con el dólar estadounidense el euro marcó un mínimo desde noviembre de 2003 el día 21 de abril al cotizar a 1,184 dólares. Posteriormente se recuperó un poco, pero con todo a mediados de la última semana de abril registraba una depreciación del 5,7% en relación con el final del año pasado.



TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS  
Marzo 2004

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 28-4-2004
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2003	Anual	
<b>Frente al dólar de EE.UU.</b>							
Yen japonés	104,3	-4,7	108,5	1,7	0,8	-8,6	110,1
Libra esterlina (1)	1,843	-1,3	1,828	-2,2	4,2	15,4	1,772
Franco suizo	1,266	0,3	1,277	2,6	1,1	-6,2	1,306
Dólar canadiense	1,310	-1,9	1,328	0,0	1,3	-10,0	1,375
Peso mexicano	11,18	1,1	11,02	-0,1	-2,1	1,0	11,34
Índice efectivo nominal (4)	113,4	-0,7	114,3	1,1	-0,2	-7,1	116,4
<b>Frente al euro</b>							
Dólar de EE.UU.	1,222	-1,6	1,226	-3,0	-0,3	13,5	1,191
Yen japonés	127,0	-6,4	133,1	-1,2	0,5	3,9	130,2
Franco suizo	1,559	-1,2	1,567	-0,4	0,8	6,6	1,549
Libra esterlina	0,666	-0,6	0,671	-0,8	-4,4	-1,7	0,667
Corona sueca	9,258	0,3	9,235	0,6	2,3	0,1	9,116
Corona danesa (3)	7,445	-0,1	7,449	0,0	0,1	0,3	7,441
Índice efectivo nominal (5)	101,8	-2,1	103,1	-1,6	-1,0	5,3	101,1

NOTAS: (1) Unidades por libra esterlina.

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

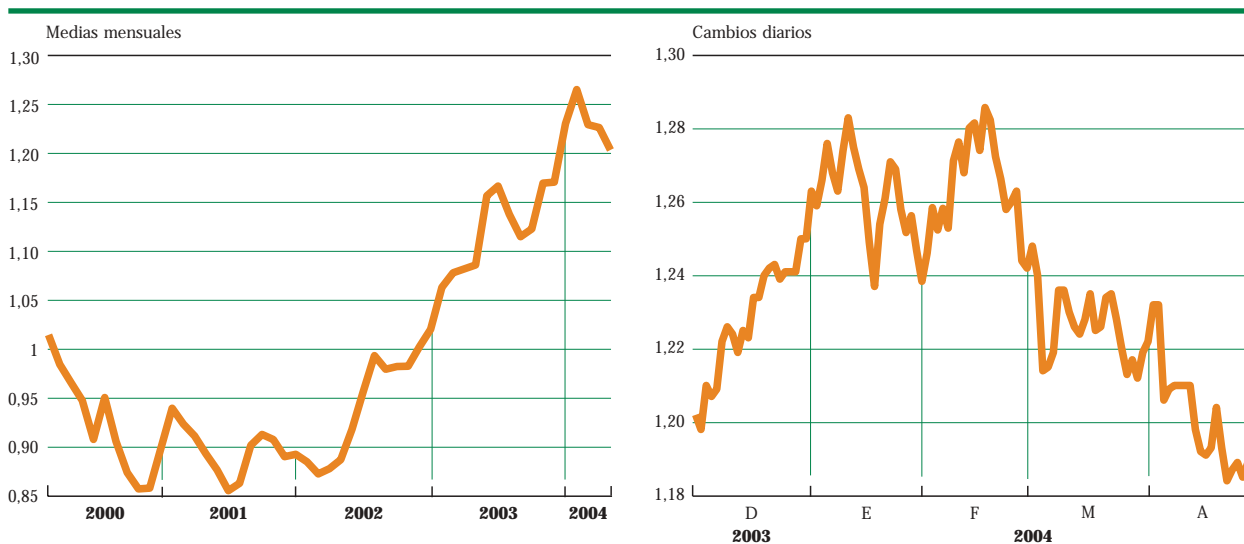
(3) La corona danesa tiene una paridad central frente al euro de 7,46038 con una banda de fluctuación del  $\pm 2,25\%$ .

(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.

MÍNIMOS ANUALES DEL EURO CONTRA EL DÓLAR EN ABRIL  
Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 28 de abril.

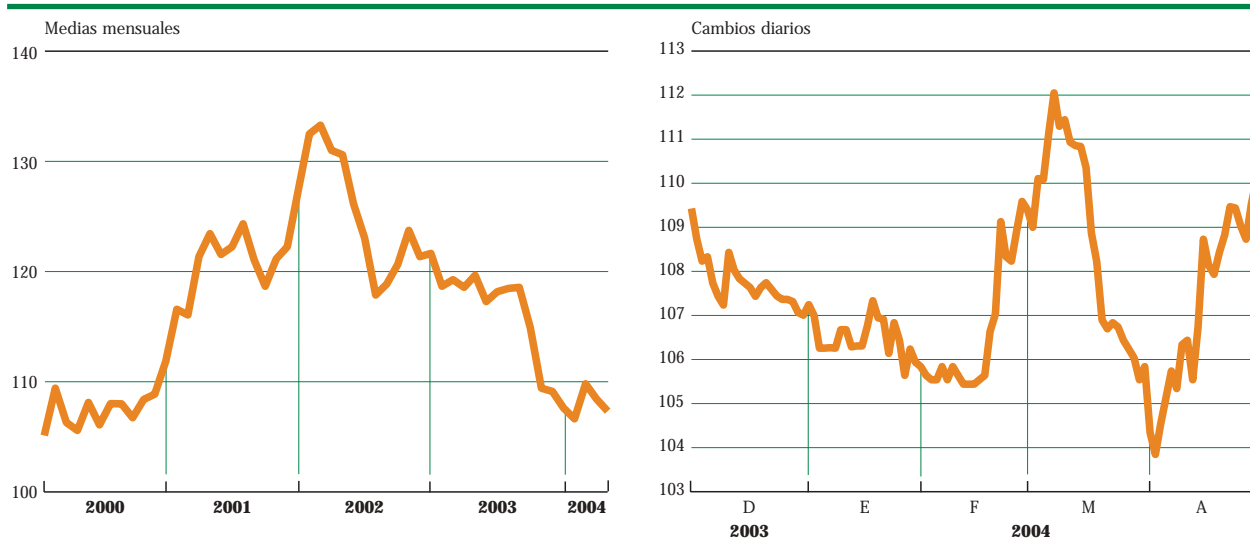
FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**El yen anota la cota máxima de los últimos cuatro años frente al dólar.**

El día 1 de abril, el yen anotó la cota máxima anual contra el dólar al cotizar a 103,8 unidades por dólar. En las últimas semanas de marzo la repatriación de capitales ante el cierre del año fiscal japonés al final del mismo mes, la mejora económica, las compras de acciones niponas y la aparente inhibición del Banco de Japón en los mercados de cambios motivaron que la moneda nipona alcanzara el nivel máximo de los últimos cuatro años. Sin embargo, posteriormente el yen cedió frente al dólar, al predominar las salidas de capitales, y se pagaba a 110,1 unidades por dólar hacia mediados de la última semana de abril, si bien presentaba una apreciación del 9,5% con relación a la misma fecha del año anterior. Respecto al euro, el yen el día 28 de abril mostraba una apreciación del 3,7% respecto al final de diciembre de 2003.

## ALTIBAJOS DEL YEN FRENTE AL DÓLAR

Yenes por dólar



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 28 de abril.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**La libra esterlina sigue depreciándose contra el dólar.**

La libra esterlina en las primeras semanas de abril siguió descendiendo frente al dólar hasta marcar un mínimo anual el día 23 de abril en 1,772 dólares por libra, con una caída del 7,0% respecto al máximo de los últimos once años registrado a mediados de febrero y del 0,8% en relación con el final de 2003. A la debilidad de la libra contribuyó el mantenimiento del tipo de interés de intervención del Banco de Inglaterra el día 8 de abril y la publicación en la cuarta semana del mismo mes de un dato de inflación de los precios de consumo menor de lo esperado.

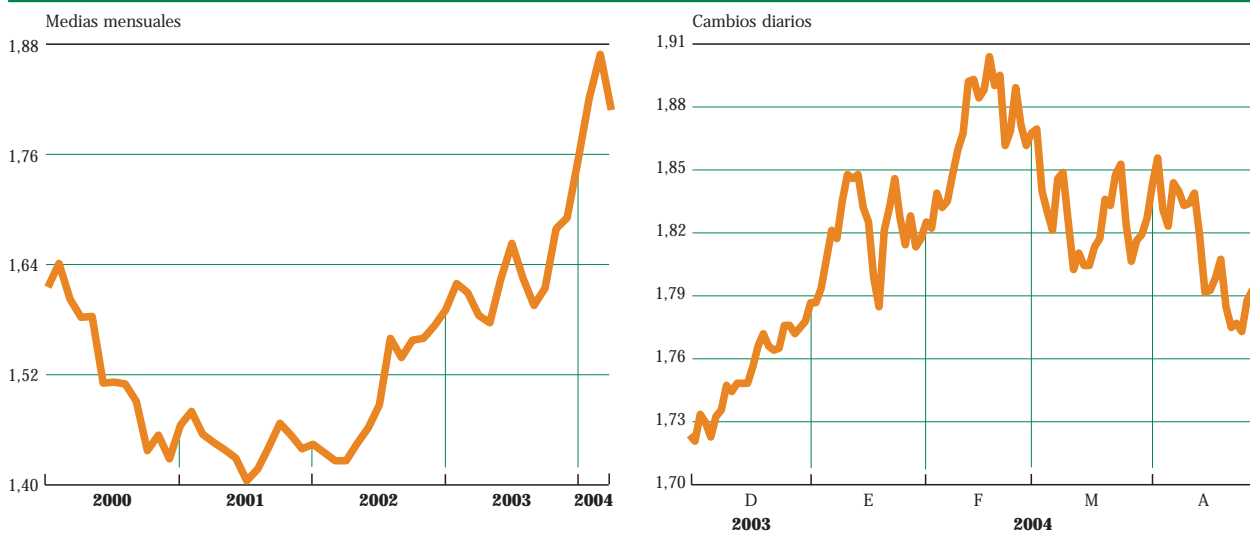
**Bajo la presión de Estados Unidos, las autoridades chinas dan muestras de una cierta flexibilidad futura respecto al yuan.**

Presionadas por Estados Unidos, las autoridades chinas declararon en abril que están planeando introducir flexibilidad en el sistema de tipos de cambio para permitir al yuan fluctuar más ampliamente contra una cesta de divisas extranjeras, como parte de un paquete de reformas más amplio que incluye la relajación de los controles sobre los movimientos de capitales y una cierta liberalización de los mercados. No obstante, no hay calendario para la flexibilización del yuan, que sigue anclado en 8,28 unidades por dólar. A pesar de que China experimentó un déficit comercial

en el primer trimestre de 2004, sus reservas de divisas continuaron aumentando por la entrada de capitales especulativos con una futura revaluación del yuan.

## LA LIBRA ESTERLINA TAMBIÉN CEDE ANTE EL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por libra esterlina



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 28 de abril.

FUENTE: Thomson Financial Datastream.

### **Descenso del peso mexicano respecto al dólar.**

Finalmente, el peso mexicano bajó respecto al dólar desde finales de marzo tras la reducción de los tipos de los certificados del Tesoro a tres meses, mientras que en Estados Unidos las expectativas alcistas de tipos de interés aumentaron. De esta manera, el peso mexicano en las cuatro primeras semanas y media de abril cayó el 1,4% frente al dólar hasta 11,3 unidades por dólar y se colocó el 0,9% por debajo del final de 2003.

### **El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos marca la cota máxima desde septiembre de 2003.**

### Sensible alza de las rentabilidades de los bonos del Estado a diez años de Estados Unidos y Alemania

El rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano siguió orientándose al alza en las primeras semanas de abril, impulsado por indicadores que denotaban un mayor dinamismo económico, como datos fuertes de actividad manufacturera, una creación de empleo superior a lo esperado, unas ventas minoristas elevadas y un inesperado repunte de la inflación, que hicieron anticipar la perspectiva de un ascenso del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal, como se ha comentado. Así, el día 28 de abril la rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años subió hasta el 4,47%, la cota máxima desde septiembre de 2003.

### **Gran incremento de las emisiones de deuda a tipo de interés variable en Estados Unidos.**

Por otra parte, las expectativas de un alza del tipo de interés oficial estadounidense, junto con movimientos de los fondos de alto riesgo en el mercado de los bonos empresariales, han promovido un incremento de las emisiones de deuda a tipo de interés variable. Así, casi la mitad de la

deuda colocada este año en Estados Unidos con la calificación de inversión ha sido a tipo de interés variable, lo que contrasta con la proporción habitual de sólo un cuarto del total. Esta tendencia también se ha marcado en los bonos de baja calidad crediticia.

**La tasa de morosidad global de los bonos basura continúa cayendo.**

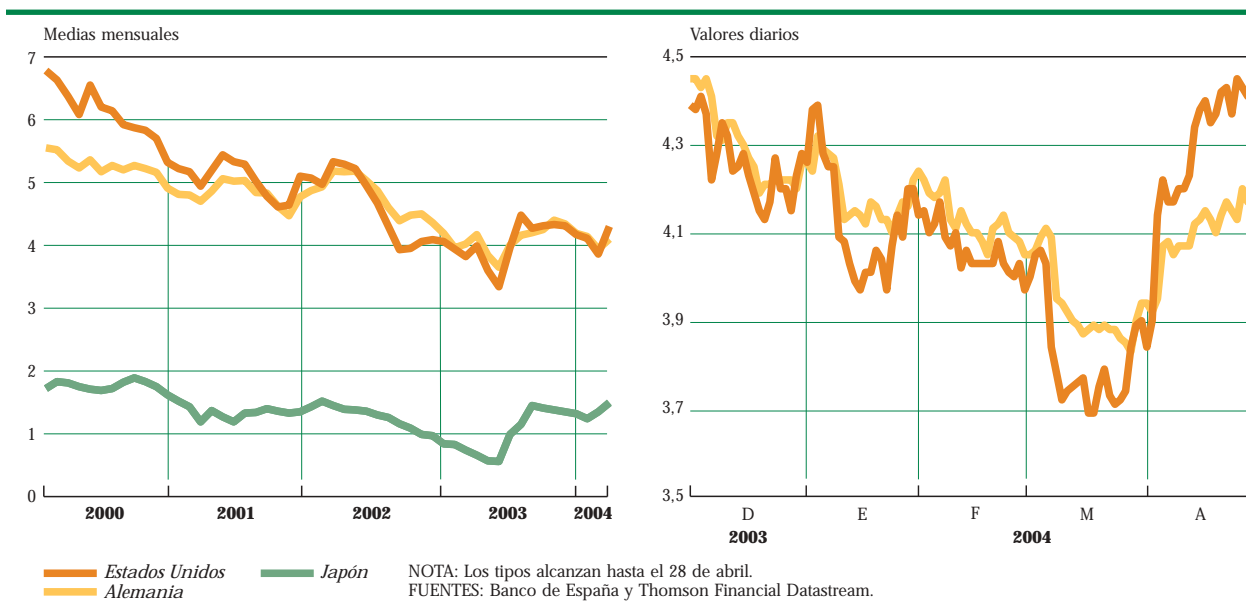
La tasa de morosidad global de los bonos basura ha seguido disminuyendo en los doce últimos meses hasta marzo hasta situarse en el 4,1% frente al 4,4% en febrero, y el 7% en marzo de 2003, según la agencia especializada Moody's. Esta reducción de la morosidad se explica por la recuperación económica mundial y por la reestructuración de los balances de las empresas.

**La rentabilidad de la deuda pública alemana sube con menor intensidad que la norteamericana.**

La deuda europea fue arrastrada por su homóloga del otro lado del Atlántico. No obstante, su rendimiento subió con menor intensidad dado el panorama de un moderado relanzamiento económico en el área del euro. De esta forma, el tipo de interés de los bonos del Estado alemanes se elevó hasta el 4,20% el día 26 de abril, nivel máximo desde el mes de febrero de 2004. Así, el diferencial entre las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo entre Alemania y Estados Unidos invirtió su signo en abril y pasó a unos 30 puntos básicos a favor de Estados Unidos el día 28 del mismo mes.

**SUBEN LOS TIPOS A LARGO PLAZO**

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



**El tipo de interés de los bonos públicos nipones sigue remontando.**

El tipo de interés de los bonos públicos japoneses siguió remontando en las primeras semanas de abril, reflejando una mayor fortaleza de la economía del país del sol naciente, la difuminación de la deflación y consiguientes trasvases de la deuda pública hacia la bolsa. De este modo, la rentabilidad de los bonos del Estado de Japón a 10 años subió hasta el 1,56% el día 21 de abril, el máximo de los últimos siete meses.

## 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			
			II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo	28 abril
Estados Unidos	5,06	4,65	3,64	4,26	4,32	4,17	4,11	3,86	4,47
Japón	1,34	1,27	0,60	1,20	1,38	1,32	1,24	1,35	1,52
Alemania	4,82	4,80	3,89	4,12	4,33	4,19	4,14	3,94	4,17
Francia	4,95	4,88	3,94	4,13	4,35	4,20	4,15	3,99	4,21
Italia	5,19	5,04	4,03	4,25	4,46	4,32	4,26	4,15	4,31
España	5,12	4,96	3,92	4,14	4,34	4,19	4,15	4,01	4,18
Reino Unido	4,97	4,93	4,25	4,55	4,98	4,83	4,88	4,77	5,00
Suiza	3,28	3,02	2,34	2,57	2,68	2,58	2,46	2,35	2,71

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

### Las bolsas mejoran el tono en abril

**Las bolsas internacionales recobran el pulso perdido tras los criminales atentados terroristas del 11-M gracias a los buenos resultados empresariales...**

Las principales bolsas mundiales recuperaron un cierto optimismo en las primeras semanas de abril. Unas mejores perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos, con una consiguiente revisión al alza de los resultados empresariales, impulsaron a los mercados bursátiles norteamericanos. De este modo, las bolsas internacionales más importantes se contagiaron del buen ambiente en Wall Street a pesar de los riesgos geopolíticos y del deterioro de la situación en Irak y recobraron el pulso perdido en marzo por la mayoría de ellas tras los criminales atentados terroristas perpetrados en Madrid el día 11 de marzo. No obstante, a medida que se fueron intensificando las expectativas de elevaciones del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal las bolsas estadounidenses y otras como las latinoamericanas fueron perdiendo fuelle.

**...pero la esperada subida de los tipos de interés en Estados Unidos pesa sobre los mercados bursátiles norteamericanos.**

En Estados Unidos, la positiva sorpresa del dato de la creación de empleo en marzo se completó con una serie de anuncios de mejoras de resultados de empresas, lo que afectó positivamente a los mercados bursátiles. No obstante, la anticipación de un alza del tipo oficial de la Reserva Federal, dada, además, la escalada del precio del petróleo, contrarrestó los factores favorables. Así, el índice Standard & Poor's 500 presentaba una bajada del 0,3% el día 28 de abril sobre el final de marzo, con una variación acumulada respecto a diciembre del 0,9%. En esta fecha, el tradicional índice Dow Jones se situaba el 1,1% por debajo de la par del año y el índice Nasdaq general, representativo del sector tecnológico, mostraba una baja del 0,7% con relación al final de 2003, con un avance, sin embargo, del 36,1% respecto a doce meses antes. La perspectiva de una elevación de los tipos de interés motivó una redistribución de la demanda de acciones desde sectores que podrían ser más perjudicados, como el inmobiliario y la construcción, hacia sectores menos sensibles, como el energético.

**Las bolsas de la eurozona presentan una mejor evolución que las norteamericanas en abril.**

Las bolsas de la zona del euro experimentaron una mejor evolución que las de la otra orilla del Atlántico norte, al no estar lastradas por una posible subida próxima de los tipos de interés. Así, el índice DJ Eurostoxx 50 aumentó el 1,8% en los 28 primeros días de abril y llevó las ganancias acumuladas del ejercicio hasta el 2,8%. De esta forma, la variación respecto a la misma fecha de 2003 se situó en un notable 21,0%.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES  
31-3-2004

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Cotización a 28-4-04	
					% variación acumulada	% variación sobre la misma fecha de 2001
Nueva York						
<i>Dow Jones</i>	10.357,7	-2,1	-0,9	29,6	-1,1	-4,3
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.126,2	-1,6	1,3	32,8	0,9	-10,4
<i>Nasdaq</i>	1.994,2	-1,8	-0,5	48,7	-0,7	-4,1
Tokio						
	11.715,4	6,1	9,7	46,9	12,4	-13,9
Londres						
	4.385,7	-2,4	-2,0	21,4	1,1	-24,0
Zona del euro						
	2.787,5	-3,7	1,0	36,9	2,8	-36,6
<i>Francfort</i>	3.856,7	-4,0	-2,7	59,1	2,5	-34,2
<i>París</i>	3.625,2	-2,7	1,9	38,4	4,6	-33,2
<i>Amsterdam</i>	338,9	-5,0	0,4	36,3	3,0	-41,3
<i>Milán</i>	1.281,0	-1,9	1,9	26,9	6,1	-24,3
<i>Madrid</i>	8.018,1	-2,8	3,6	36,6	6,4	-14,6
Zurich						
	5.618,6	-3,1	2,4	37,5	5,6	-20,1
Hong Kong						
	12.681,7	-8,8	0,8	46,9	-3,3	-9,1
Buenos Aires						
	1.201,7	1,6	12,1	112,1	5,7	152,2
São Paulo						
	22.142,0	1,8	-0,4	96,4	-7,9	37,2

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

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**La Bolsa de Tokio anota el mejor registro desde 1973 al finalizar el ejercicio fiscal.**

Fuera de la zona del euro, es destacable el ascenso del 3,2% alcanzado por la Bolsa de Londres en las cuatro primeras semanas y media de abril, con lo que consiguió recuperar la par del ejercicio y anotar unas plusvalías del 1,1% sobre diciembre de 2003. Por otro lado, el índice Nikkei 225 de la bolsa japonesa terminó el año fiscal que finalizó el 31 de marzo con el mejor registro desde 1973, superando tres ejercicios de caídas con unas pérdidas acumuladas superiores al 60%. El giro de la situación en la economía nipona posibilitó un nuevo máximo anual en abril y unas espectaculares ganancias interanuales del 57,8% el día 28 de abril.

**El IBEX 35 marca un máximo anual.**

En cuanto a la bolsa española, cabe señalar que el índice IBEX 35 recuperó la cota 8.000, alcanzó un máximo anual el día 13 de abril y el día 28 acumulaba unas plusvalías del 6,4% sobre diciembre de 2003. Así, anotó el mejor registro cuatrimestral entre las principales bolsas europeas. De esta manera, este índice experimentó un aumento del 24,6% en los últimos doce meses. Respecto al final de 2003 únicamente seis valores de los treinta y cinco integrados en el índice selectivo presentaban minusvalías.

**Las bolsas latino-americanas retroceden en abril.**

Las mayores bolsas latinoamericanas evolucionaron desfavorablemente en las primeras semanas de abril. Así, la bolsa mexicana descendió el 2,6% hasta el día 28. La bolsa argentina cayó el 5,7% afectada por los problemas energéticos de la economía austral, aunque presentaba ganancias del 86,2% respecto al 28 de abril de 2003. Por su parte, la bolsa brasileña

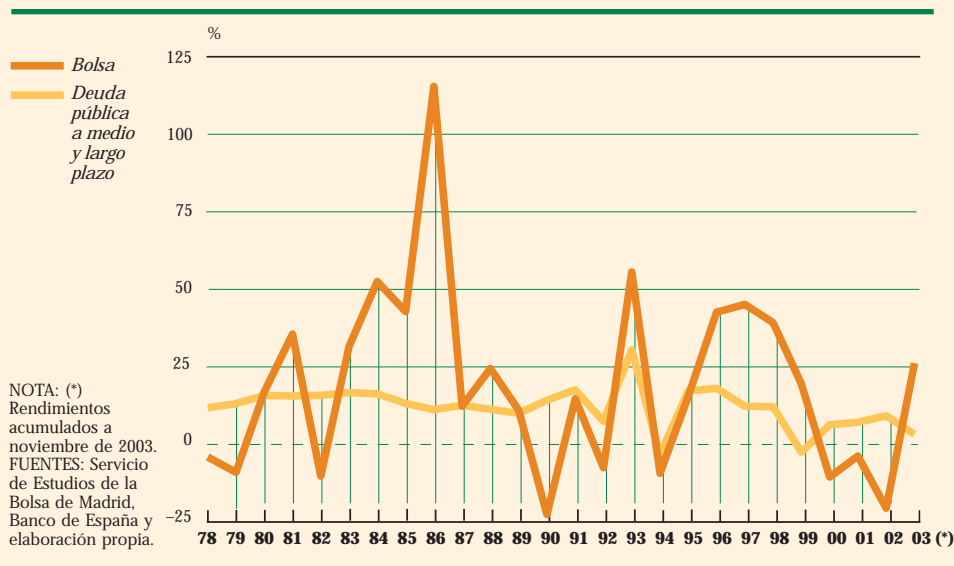
## A LARGO PLAZO LA RENTABILIDAD DE LA BOLSA ESPAÑOLA SUPERA LA DE LA DEUDA PÚBLICA

*Después de tres años consecutivos de caídas de los rendimientos de la bolsa española a partir de 2000, en el año pasado la rentabilidad subió considerablemente y está evolucionando satisfactoriamente en los primeros meses de 2004. No obstante, los índices todavía se sitúan sensiblemente por debajo de los máximos alcanzados en marzo del año 2000. En esta tesitura parece interesante analizar el comportamiento a largo plazo de la bolsa española y compararlo con el de la deuda pública, considerada como un activo sin riesgo de impago. En este sentido, ¿son válidas para el mercado español las conclusiones respecto a bolsas como las de Estados Unidos, en cuanto a que su rendimiento a largo plazo supera al de la deuda pública y también a la inflación?*

*Los datos disponibles posibilitan analizar los últimos 26 años, desde 1978 hasta noviembre de 2003. Para que los resultados sean comparables en ambos mercados se supone la reinversión de los rendimientos en los mismos activos, tanto en el caso de los dividendos bursátiles, como los cupones de los bonos y obligaciones del Estado. Las cifras parecen confirmar que la respuesta a la anterior pregunta es afirmativa. En efecto, el rendimiento medio bruto del índice total de la Bolsa de Madrid en el periodo considerado fue del 16% anual, mientras que el de la deuda pública a medio y largo plazo resultó del 12%. La superior rentabilidad de la bolsa compensaría su mayor volatilidad, como se puede apreciar fácilmente en el gráfico adjunto. Así, por ejemplo, la bolsa registró minusvalías en 9 años de los 26 últimos ejercicios, por únicamente 2 la deuda pública.*

### RENDIMIENTOS COMPARADOS DE LA BOLSA Y DE LA DEUDA PÚBLICA DE ESPAÑA

Rendimiento anual



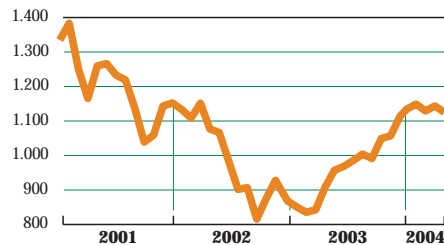
*El comienzo del periodo analizado coincidió con una fuerte y persistente inflación después de la crisis del petróleo de los años setenta, que se fue corrigiendo paulatinamente gracias sobre todo a una política monetaria de tono restrictivo hasta anotar una tasa de inflación mínima en 1998. Si se corrigen los rendimientos nominales del efecto de la inflación, muy elevada en los setenta y ochenta como se ha comentado anteriormente, resulta que la rentabilidad real bruta de la bolsa española en los últimos 26 años fue del 9% anual y la de la deuda pública a medio y largo plazo del 5%. De este modo, se ratifica que a largo plazo, incluyendo varios ciclos económicos, el rendimiento de la bolsa sobrepasa el de la deuda pública, y ambos a la inflación.*

bajó el 7,5% hasta el 28 de abril, marcando un mínimo anual, si bien mantenía ganancias del 64,3% respecto a la misma fecha del año anterior.

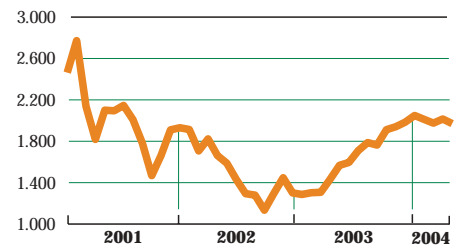
## BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes

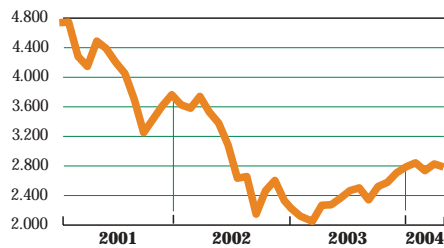
**NUEVA YORK (Standard & Poor's 500)**



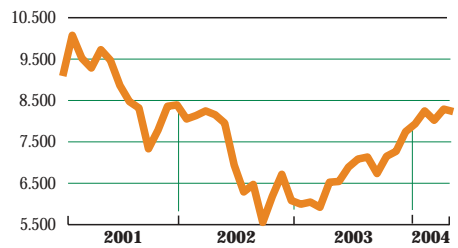
**ÍNDICE NASDAQ DE ESTADOS UNIDOS**



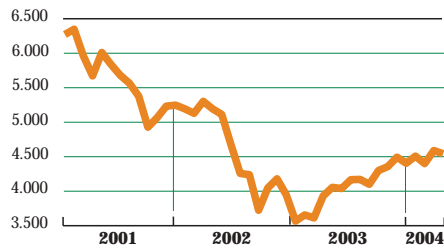
**ZONA EURO (DJ Euro Stoxx 50)**



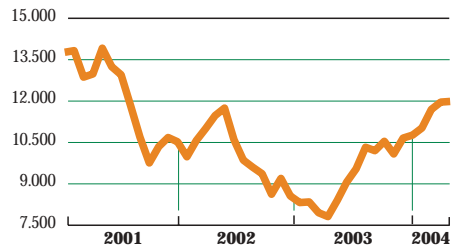
**MADRID (Ibex 35)**



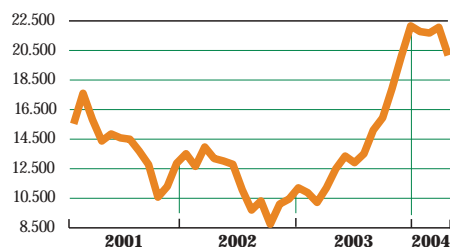
**LONDRES (Financial Times 100)**



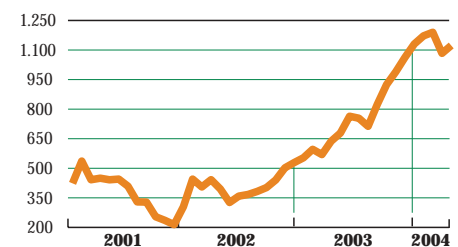
**TOKIO (Nikkei 225)**



**SÃO PAULO (Bovespa)**



**BUENOS AIRES (Merval)**



NOTA: Abril 2004, día 28. FUENTE: Thomson Financial Datastream.



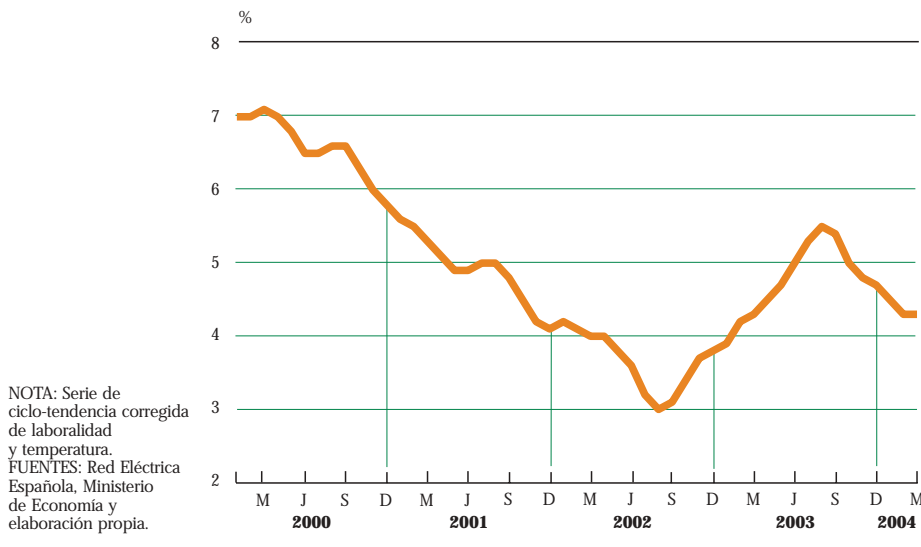
## ACTIVIDAD ECONÓMICA

La demanda interna continúa tirando de la economía

***El consumo y la construcción siguen impulsando la actividad económica española.***

Los datos de los principales indicadores de actividad referidos al primer trimestre de 2004 no aportan novedades significativas, marcando una clara línea de continuidad con lo ocurrido en los meses precedentes. Se mantiene el buen tono del consumo y de la construcción, que siguen actuando como los principales motores del crecimiento de la economía española. Aunque es pronto todavía para emitir un juicio definitivo, parece que los efectos sobre la economía de los luctuosos sucesos del 11 de marzo en Madrid están siendo menos relevantes de lo temido en principio, al menos a corto plazo.

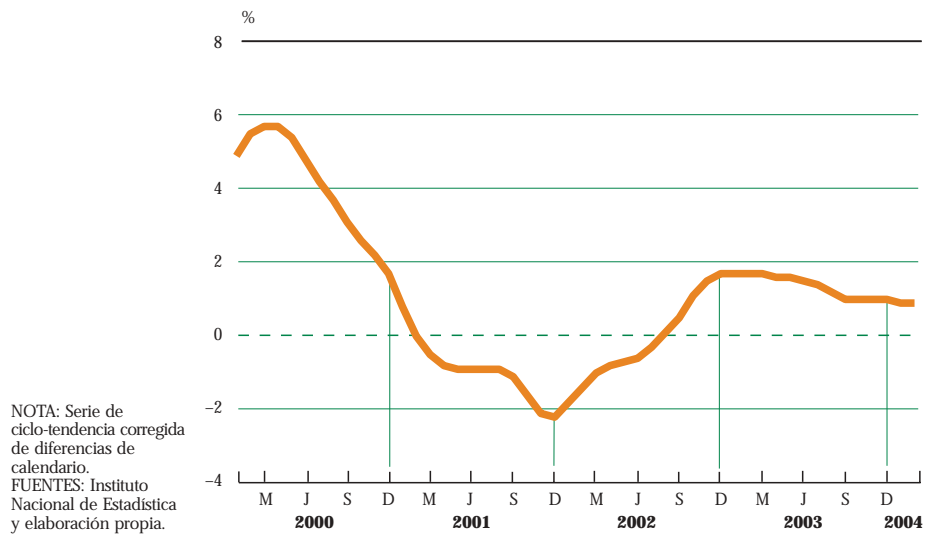
EL CRECIMIENTO DEL CONSUMO ELÉCTRICO FRENA SU DESCENSO EN LOS INICIOS DE 2004  
Variación interanual del consumo de electricidad



***Por el contrario, la industria mantiene un perfil bajo...***

Desde una perspectiva global, se observa que el consumo de electricidad mantiene un ritmo de crecimiento elevado (4,0% durante el primer trimestre), tendiendo a moderar últimamente el perfil de desaceleración reflejado en los últimos meses. En cuanto a la industria, no se percibe tampoco ningún cambio apreciable. El sector continúa mostrando un tono bastante decaído, como lo evidencia el crecimiento tendencial, inferior al 1%, del índice de producción general, sustentado en gran parte por el tirón de la energía y, en menor medida, de los bienes intermedios restantes.

SE ESTANCA EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Variación interanual del índice de producción industrial



*...principalmente en algunas ramas manufactureras.*

En la industria manufacturera, los retrocesos más significativos se registran en equipos informáticos (caída del 27,6% hasta febrero), material electrónico (19,8%), sector textil (7,8%), confección y peletería (6,2%), cuero (17,6%), industria química (4,2%), vehículos a motor (2,2%) y otro material de transporte (7,4%). Por el contrario, se producen avances, aunque moderados, en fabricación de papel (aumento del 3,3% en el periodo indicado), edición (3,6%), metalurgia (4,5%) y construcción de maquinaria (6,4%).

*El crecimiento sostenido del consumo de cemento es un exponente del sólido avance de la construcción.*

En cuanto a la construcción, los principales indicadores mantienen un signo expansivo, con alguna excepción. El consumo de cemento, altamente representativo de la actividad del sector, está creciendo a un ritmo notable, que oscila en torno al 5% en términos de ciclo-tendencia. En cambio, los visados de obra nueva relativos a viviendas se redujeron un 5,8% en enero, con respecto al mismo mes del año anterior, en contraste con los elevados crecimientos registrados en los meses precedentes. La licitación oficial sufrió también una caída notable en el último trimestre de 2003.

*También los servicios muestran un tono general expansivo...*

Desde una perspectiva global, las actividades relacionadas con los servicios continúan avanzando a un ritmo sostenido, como pone de relieve la evolución del indicador de la cifra de negocios del sector. En los últimos doce meses, la tendencia de crecimiento de dicho índice se sitúa por encima del 5%, figurando el transporte, las tecnologías de la información y la comunicación y los servicios a empresas entre las actividades más dinámicas, con crecimientos claramente superiores a la media. Los datos correspondientes al mes de enero se inscriben en una línea de continuidad con la situación indicada anteriormente.

## EL CRECIMIENTO DEL CONSUMO DE CEMENTO SE MUEVE EN TORNO AL 5%

Variación interanual del consumo de cemento



*...con un balance bastante positivo del turismo en los primeros dos meses...*

El sector del turismo ofrecía un balance bastante positivo en los meses iniciales del año, antes del inicio de las festividades de Semana Santa. El tono del turismo interior era particularmente favorable, con un aumento de las pernoctaciones del 9,9% en establecimientos hoteleros durante el primer trimestre y del 24,8% en apartamentos turísticos, hasta febrero. Los resultados del turismo extranjero eran algo más moderados; aunque el total de visitantes creció un 5,4% hasta marzo, el número de pernoctaciones en hoteles aumentó sólo un 0,7% y en apartamentos turísticos disminuyó un 1,7% hasta febrero. Para completar el panorama del sector cabría añadir que la afiliación a la Seguridad Social era en febrero de 2004 un 3,9% superior a la correspondiente a un año antes. Persistían, por otra parte, las tensiones inflacionistas (el grupo de turismo y hostelería del índice de precios de consumo registró en marzo un crecimiento interanual del 3,8%).

*...y un alto ritmo de actividad en algunas modalidades de transporte.*

En el sector del transporte, dentro de la tónica positiva global se aprecian resultados muy dispares. En las líneas de pasajeros, destaca el dinamismo del transporte aéreo, que incrementó un 11,5% el total de usuarios durante los dos primeros meses de 2004, por encima del elevado ritmo registrado en 2003. En el periodo indicado, el crecimiento del tráfico internacional (13,9%) superaba al del tráfico interior (8,8%). En el resto de modalidades, los crecimientos son mucho más modestos (2,3% en el transporte interurbano por carretera y 1,9% en el ferrocarril), pero rompen la tónica contractiva observada en los meses precedentes.

*El ferrocarril metropolitano continúa ganando terreno al autobús en el espacio urbano.*

Por lo que se refiere al transporte urbano, el ferrocarril metropolitano, con un aumento de pasajeros del 4,0% hasta febrero, continúa ganando terreno al autobús, que ha visto limitado su crecimiento al 1,0%. En cuanto al transporte de mercancías, el aumento de las expediciones por ferrocarril, 3,1% hasta febrero, es similar al registrado en el cuarto trimestre de 2003. Falta comprobar, todavía, si los datos referidos al resto de modali-

dades en 2004 confirmarán los buenos resultados registrados en el último trimestre de 2003, en que las toneladas transportadas por carretera crecieron un 10,5% y por vía marítima un 5,9%.

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad (1)	3,8	4,8	4,0	4,7	6,1	4,7	4,5	2,8	4,8
Índice de producción industrial (2)	0,2	1,4	1,5	1,7	1,1	1,2	-0,7	1,8	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-5,7	-0,9	1,0	-1,0	-1,3	-2,3	-4,0	-2,0	-3,0
Utilización capacidad productiva (4)	78,5	79,1	78,6	77,5	79,7	80,6	-	78,7	-
Imp. bienes interm. no energ. (5)	6,4	3,3	10,6	7,8	-0,1	-3,7	1,9	...	...
<b>Construcción</b>									
Consumo de cemento	4,7	4,8	3,9	5,1	4,5	5,7	1,9	6,0	5,9
Indicador de confianza en la construcción (3)	5,3	10,5	14,0	10,0	10,3	7,7	2,0	5,0	12,0
Viviendas (visados obra nueva)	4,3	21,4	23,9	21,7	14,1	26,0	-5,8	...	...
Licitación oficial	13,0	-11,0	56,3	25,2	-31,5	-50,3	...	...	...
<b>Servicios</b>									
Ventas comercio minorista	5,7	5,7	5,6	5,9	5,0	6,1	6,2	6,7	...
Turistas extranjeros	4,5	0,0	-2,7	5,1	-3,0	1,3	6,9	10,5	0,1
Ingresos turismo	-2,9	3,7	0,3	7,5	3,9	2,3	4,4	...	...
Mercancías ferrocarril (Tm-km)	-0,7	1,7	0,7	-2,6	5,8	3,0	-0,8	7,0	...
Tráfico aéreo pasajeros	-1,1	7,4	4,5	8,3	7,7	8,5	7,4	15,5	...
Consumo de gasóleo automoción	6,2	7,9	10,2	8,5	7,2	6,0	4,3	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

### *El auge de las matriculaciones de automóviles durante el primer trimestre...*

Por el lado de la demanda, el dinamismo del consumo privado se percibe, por ejemplo, en el auge de las matriculaciones de automóviles de turismo, que se incrementaron un 20,8 durante el primer trimestre, con respecto al mismo periodo de 2003. También las matriculaciones de vehículos todo terreno y de motocicletas registraron crecimientos muy intensos, del orden del 27,2% y 33,1%, respectivamente, durante el periodo considerado.

### *...y el crecimiento de las ventas del comercio minorista...*

Desde otra perspectiva, el comportamiento expansivo del índice de ventas del comercio minorista al por menor (incremento nominal del 6,4% hasta febrero, equivalente al 4,8% real) confirma el buen tono del consumo. Por modalidades, destaca el crecimiento del grupo no alimentario (7,2% real) y por clases de establecimientos, las grandes superficies (6,9%).

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
<b>Consumo</b>									
Producción de bienes de consumo (*)	2,4	0,2	0,5	1,8	0,3	-1,7	-2,5	0,1	...
Importación de bienes de consumo (**)	5,0	10,0	7,9	10,3	12,6	8,9	16,1	...	...
Matriculaciones de automóviles	-6,6	3,8	-5,7	3,6	7,5	10,3	9,2	22,5	28,1
Crédito al consumo de bienes duraderos	12,6	1,6	0,7	0,6	4,0	1,1	-	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-11,6	-13,7	-17,0	-13,7	-12,3	-11,7	-12,0	-12,0	-11,0
<b>Inversión</b>									
Producción de bienes de equipo (*)	-4,9	0,5	0,3	0,5	-2,2	3,2	0,1	0,6	...
Importación de bienes de equipo (**)	-5,8	16,8	10,6	22,6	26,2	9,9	16,3	...	...
Matriculación de vehículos industriales	-6,0	13,5	15,8	10,6	16,3	11,9	7,4	14,9	21,3
<b>Comercio exterior (**)</b>									
Importaciones no energéticas	3,7	7,4	9,9	11,0	7,6	2,1	8,2	...	...
Exportaciones	1,4	6,2	5,9	11,1	4,6	3,3	5,7	...	...

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.

**...apuntan hacia el buen tono del consumo privado, aunque la confianza de los consumidores no mejora significativamente.**

Apuntando en la misma dirección, el indicador de disponibilidades de bienes de consumo (producción interior + importaciones - exportaciones) que elabora el Ministerio de Economía ha recobrado una tendencia claramente ascendente en los últimos meses. Paradójicamente, sin embargo, la confianza de los consumidores no acaba de despegar, permaneciendo todavía en cotas muy bajas (11 puntos negativos en marzo), de acuerdo con la encuesta de la Unión Europea. Cabe puntualizar que dicha encuesta se desarrolla durante la primera quincena de cada mes, por lo que los resultados de marzo responderían en casi su totalidad a la situación anterior a los acontecimientos del día 11.

**Crecen las importaciones de bienes de equipo pero la producción interior es muy débil.**

En cuanto a la demanda de inversión, los datos son más contradictorios. Las importaciones de bienes de capital crecieron cerca del 15% en los últimos dos meses, pero en cambio, la producción interior aumentó un exiguo 0,4%. La debilidad de la producción interior y el comportamiento expansivo de las exportaciones de bienes de dicha naturaleza explican el perfil de crecimiento desacelerado en que se inscriben las disponibilidades de estos bienes en los últimos meses.

### Aumentan los beneficios empresariales en 2003

**Se acelera el ritmo de actividad de las empresas en 2003...**

En 2003, el valor añadido bruto (VAB) generado por las empresas no financieras creció un 6,3%, por encima del 3,4% registrado un año antes, según la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España. No obstante, si se corrigen los efectos de las variaciones de los precios del petróleo sobre las empresas de refino y las comercializadoras de carburantes (sobrerrepresentadas en la muestra de la CBT), el incremento se

limita al 5,7% frente al 4,6% de 2002. Como ya anticipó la contabilidad nacional trimestral, la actividad empresarial se apoyó en la solidez del consumo privado, el fuerte dinamismo de la construcción y la recuperación de la inversión en bienes de equipo, aunque esta última fuera perdiendo impulso en el transcurso del año.

## CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual de la Central de Balances Trimestral

	2001	2002	2003
Valor de la producción	1,4	1,0	4,1
Consumos intermedios	0,0	-0,4	2,7
<b>Valor añadido bruto (VAB)</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>	<b>6,3</b>
Gastos de personal	4,6	4,3	4,0
<b>Resultado económico bruto de explotación</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>8,2</b>
Ingresos financieros	37,9	-9,5	4,2
Gastos financieros	15,2	-2,3	-1,3
Amortizaciones y provisiones de explotación	1,4	1,3	1,2
<b>Resultado ordinario neto</b>	<b>11,4</b>	<b>1,2</b>	<b>15,9</b>
Plusvalías e ingresos extraordinarios	15,3	104,8	-40,1
Minusvalías y gastos extraordinarios	-6,6	133,5	-21,0
Otras dotaciones netas a provisiones	60,1	138,8	-86,5
Impuesto sobre beneficios	5,3	-6,9	17,1
<b>Resultado neto (*)</b>	<b>-10,7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

NOTA: (\*) Tasa poco significativa. Se omite si los valores que lo forman tienen distinto signo.

FUENTE: Banco de España.

*...principalmente en el sector energético, el comercio y el transporte y las comunicaciones.*

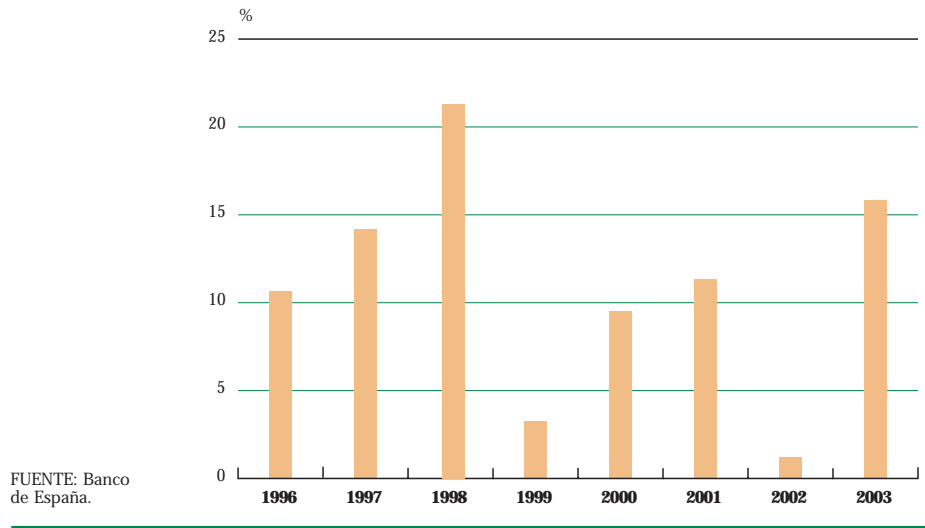
El VAB de las empresas eléctricas creció un 7,2%, impulsado por el importante aumento de la demanda. El crecimiento del 40,0% correspondiente a las empresas de refino se explica por las oscilaciones del precio del crudo y de la cotización del dólar a lo largo de los dos ejercicios comparados. Por otra parte, siguiendo la senda expansiva anterior, el VAB del comercio y de los transportes y comunicaciones creció un 10,4% y un 4,8%, respectivamente, debido a la fortaleza del consumo privado, en el primer caso, y al auge de la telefonía móvil, en el segundo. En contraste con lo anterior, las empresas industriales vieron reducido su crecimiento al 1,1%, afectadas sobre todo por la desaceleración de la demanda exterior.

*Los gastos financieros continúan cayendo y el resultado ordinario neto crece casi un 16%.*

En conjunto, los gastos de personal crecieron un 4,0%, tres décimas menos que en 2002, por el efecto combinado del incremento del número de trabajadores (0,6%) y del aumento de las remuneraciones medias (3,4%). Al propio tiempo, los gastos financieros registraron una nueva reducción (1,3%) en 2003 –aunque algo inferior a la anotada en 2002–, dado que la caída de tipos de interés compensó con creces la carga derivada del aumento del endeudamiento. De acuerdo con la evolución de las magnitudes anteriores, el resultado ordinario neto (altamente representativo de la situación económica de las empresas) creció un 15,9%, la tasa más elevada de los últimos cinco años en las series de la CBT.

## EL CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS EN 2003 ES EL MAYOR DE LOS ÚLTIMOS CINCO AÑOS

Variación del resultado ordinario neto



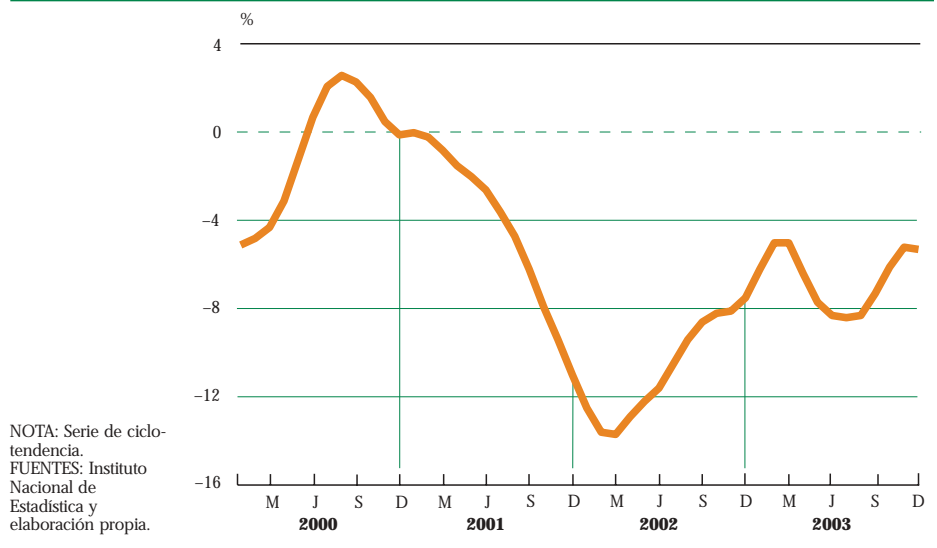
## Notable descenso del sector textil y de la confección en 2003

**La producción del sector textil y de la confección registra una nueva caída en 2003.**

El valor de la producción del sector textil y de la confección mantuvo en 2003 la tendencia descendente registrada durante los dos ejercicios anteriores. En efecto, según el Centro de Información Textil y de la Confección (CITYC), la producción textil se redujo un 4,6%. No obstante, descontando el efecto del aumento de los precios, el retroceso real de la producción se eleva al 5,8%.

## LA PRODUCCIÓN TEXTIL NO ABANDONA LAS TASAS DE CRECIMIENTO NEGATIVAS

Variación interanual del índice de producción industrial



**Las ventas al exterior crecen en torno al 5%...**

Las ventas al exterior crecieron un 4,9% en 2003. Las manufacturas de punto y confección registraron el mayor incremento nominal, cercano al 13%, aumentando así su participación sobre el total de las exportaciones en detrimento de las textiles, que registraron una caída del 4%. Las exportaciones de fibras, por su parte, aumentaron un 2%.

**...frente al 8% de las importaciones.**

El crecimiento más significativo en 2003 correspondió a las importaciones, que experimentaron un aumento del 8,3%. Por grupos de productos, las prendas de vestir y la ropa de hogar registraron el mayor incremento (cerca del 16% respecto al año anterior), mientras que las importaciones de fibras y manufacturas textiles (hilados y tejidos) retrocedieron un 5% y un 1%, respectivamente.

**La fortaleza del euro, la competencia asiática y la atonía de la demanda explican el fuerte aumento del déficit comercial...**

El comportamiento de los intercambios comerciales con el exterior se tradujo en un fuerte aumento del déficit comercial, que alcanzó casi 2.900 millones de euros en 2003, frente a los 2.477 del año anterior. El incremento del saldo negativo de la balanza comercial obedece a la creciente competencia de los productores emergentes asiáticos, que se suma a la fortaleza del euro frente al dólar, así como al escaso dinamismo de la demanda europea, que continua absorbiendo dos tercios de la exportación textil española.

#### SECTOR TEXTIL Y DE LA CONFECCIÓN Porcentaje de variación anual

	1999	2000	2001	2002 (*)	2003 (**)
Producción (valor)	-3,0	4,5	-0,2	-6,0	-4,6
Precios	0,0	1,5	1,3	0,8	1,2
Producción real	-3,0	3,0	-1,5	-6,8	-5,8
Exportaciones (valor)	5,8	14,9	9,4	2,5	4,9
Importaciones (valor)	7,9	17,0	7,3	4,7	8,3
Déficit comercial (millones de euros)	1,791	2,195	2,239	2,477	2,890
Empleo	0,0	0,9	-0,1	-3,5	-4,0

NOTAS: (\*) Avance.

(\*\*) Previsión del Centro de Información Textil y de la Confección.

FUENTE: Centro de Información Textil y de la Confección.

**...como también la destrucción de empleo y la contención de los precios.**

La entrada masiva de productos de China, India y Pakistán, y la atonía de la demanda han redundado en una fuerte destrucción de empleo nacional, así como en la contención de los precios textiles. Efectivamente, el empleo presenta la mayor caída de los últimos años, con un retroceso de un 4,0% en 2003, mientras que los precios de los productos textiles aumentaron un modesto 1,2% de media anual.

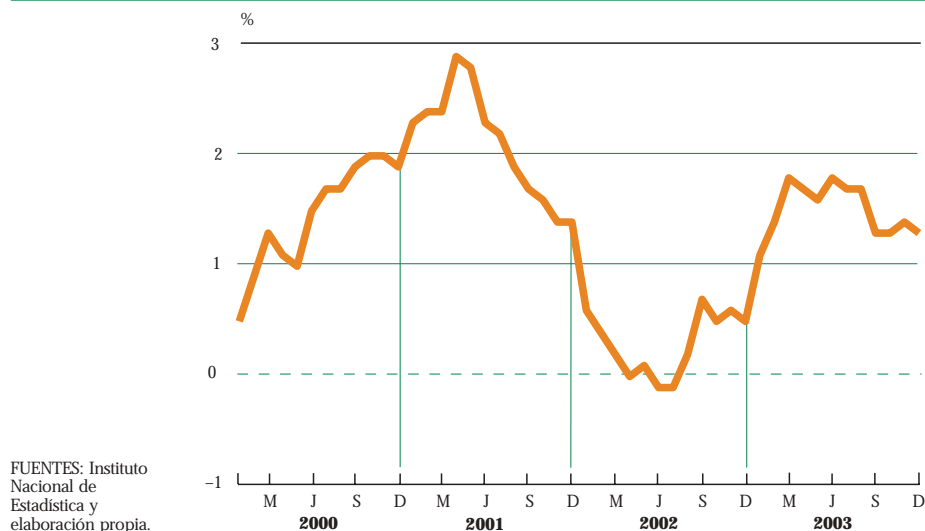
**Desfavorables perspectivas para 2004, pendientes de la recuperación europea...**

Las perspectivas para 2004 no son demasiado favorables. Pese a que todo apunta a una mejora del consumo interno, no se espera que este avance se traslade íntegramente a las empresas del sector, de acuerdo con las estimaciones del CITYC. Las exportaciones a Europa pueden crecer si se confirma la recuperación de la zona, pero el resto de ventas al exterior permanecerán estancadas debido a la incidencia de la apreciación del euro.



## LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS TEXTILES VUELVEN A FRENARSE

Variación interanual del índice de precios industriales del grupo textil y confección



### *...y de la liberalización absoluta del sector prevista para 2005.*

El Acuerdo sobre Textiles y Confección, firmado en 1994, dismanteló el Acuerdo Multifibras, estableciendo la progresiva eliminación de las cuotas a la importación en un plazo de 10 años. Así, el 1 de enero de 2005 se espera llegar a la liberalización absoluta del sector, lo cual supondrá importantes y acelerados cambios en la estructura productiva y el nivel de empleo en España. Las ganancias comerciales pasarán a concentrarse de manera prácticamente absoluta en China, India y Pakistán, agravando la mala situación del sector en España y la Unión Europea. El impacto negativo de la liberalización es motivo de preocupación por parte del Consejo Intertextil Español, que ha pedido a la Organización Mundial del Comercio una prórroga de tres años del acuerdo, hasta el 31 de diciembre de 2007. La patronal del sector alega prácticas de comercio injustas por parte de varios países, especialmente de China.

---

## MERCADO DE TRABAJO

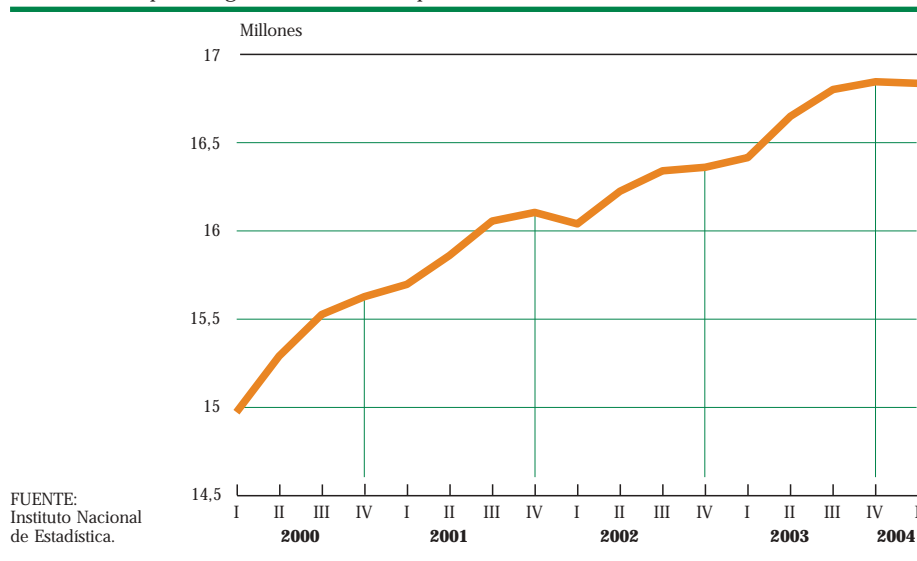
### La creación de empleo se desacelera

**El ritmo de creación de empleo se reduce al 2,6% en el primer trimestre de 2004...**

La economía española perdió cerca de 9.400 empleos durante el primer trimestre de 2004, en contraste con los más de 55.000 creados en igual periodo del año anterior, según la encuesta de población activa (EPA). Teniendo en cuenta que la pauta común en los últimos diez años ha sido la de generar empleo en los meses iniciales de cada ejercicio, con la única excepción de 2002, el resultado indicado es bastante negativo, aunque no hay que prejuzgar todavía si esta tendencia va a persistir en los próximos meses. En conjunto, el total de ocupados ascendió a 16.852.500 personas, con lo que el ritmo anual de creación de empleo se redujo al 2,6%, cuatro décimas menos que al final de 2003.

### EL EMPLEO MODERA SU TENDENCIA DE CRECIMIENTO

Población ocupada según la encuesta de población activa



**...a pesar de que en los últimos 12 meses se han creado 420.000 nuevos puestos de trabajo...**

A pesar del mal comportamiento del primer trimestre, los puestos de trabajo creados en los últimos doce meses ascienden a más de 420.000, copando las inmobiliarias y servicios empresariales y el comercio más de la mitad de los mismos, con 150.000 y 135.000 nuevos empleos, respectivamente. También la construcción, la sanidad y otros servicios contribuyeron significativamente, aunque en menor medida, al citado aumento. En el extremo opuesto aparece la industria, que ha perdido cerca de 71.000 empleos en estos doce meses.

EMPLEO ESTIMADO  
Primer trimestre 2004

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación anual		Participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	%
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	964,4	12,6	1,3	-7,1	-0,7	5,7
No agrarios	15.888,1	-22,1	-0,1	427,3	2,8	94,3
<i>Industria</i>	3.072,8	-2,7	-0,1	-70,7	-2,2	18,2
<i>Construcción</i>	2.008,7	16,8	0,8	61,6	3,2	11,9
<i>Servicios</i>	10.806,6	-36,2	-0,3	436,4	4,2	64,1
<b>Por empleadores</b>						
Sector privado	14.101,4	-13,3	-0,1	344,4	2,5	83,7
Sector público	2.751,1	3,8	0,1	75,7	2,8	16,3
<b>Por situación profesional</b>						
Asalariados	13.706,8	-45,8	-0,3	372,6	2,8	81,3
<i>Contrato indefinido</i>	9.581,6	47,8	0,5	282,1	3,0	56,9
<i>Contrato temporal</i>	4.125,3	-93,7	-2,2	90,6	2,2	24,5
No asalariados	3.128,7	37,0	1,2	44,3	1,4	18,6
<i>Empresarios empleadores</i>	947,4	15,2	1,6	49,3	5,5	5,6
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.929,7	31,5	1,7	2,7	0,1	11,5
<i>Ayudas familiares</i>	251,7	-9,6	-3,7	-7,6	-2,9	1,5
Otros	17,0	-0,7	-4,0	3,2	23,2	0,1
<b>Por tiempo de ocupación</b>						
A tiempo completo	15.439,6	-47,0	-0,3	332,0	2,2	91,6
A tiempo parcial	1.413,0	37,6	2,7	88,2	6,7	8,4
<b>Por sexos</b>						
Varones	10.290,6	-32,5	-0,3	108,6	1,1	61,1
Mujeres	6.561,9	23,0	0,4	311,5	5,0	38,9
<b>TOTAL</b>	<b>16.852,5</b>	<b>-9,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>420,2</b>	<b>2,6</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

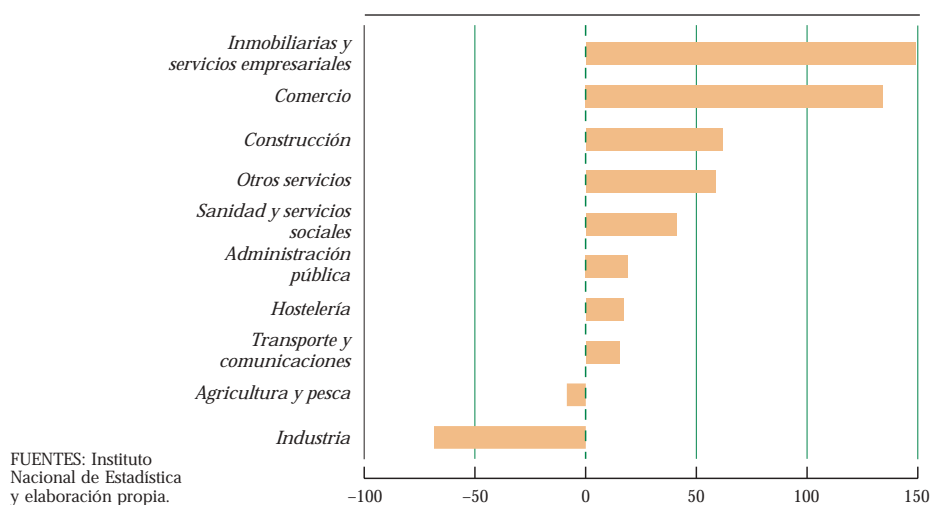
**...mayoritariamente en el régimen de asalariados.**

En conjunto, la mayor parte (372.600) de los nuevos empleos generados durante el último año se concentran en el grupo de asalariados, con un ritmo de crecimiento idéntico (2,8% interanual) en el sector público y el privado. La proporción del personal al servicio de las administraciones y empresas públicas se mantiene en el 16,3% del empleo total, equivalente a poco más del 20% de la población asalariada.

**Los contratos indefinidos crecen en mayor proporción que los temporales.**

Con respecto al trimestre anterior, el número de asalariados con contrato indefinido aumentó en 47.800 y, al propio tiempo, los asalariados con contrato temporal registraron una fuerte caída, de 93.700 personas. El balance de los últimos doce meses es un poco más equilibrado, con un incremento de 282.100 empleos fijos (3,0% de aumento interanual) y 90.600 de temporales (2,2%). En definitiva, la tasa de temporalidad se ha reducido al 30,1%, unas seis décimas menos que en el trimestre anterior y dos menos que un año antes.

LAS INMOBILIARIAS, EL COMERCIO Y LA CONSTRUCCIÓN  
 COPAN LA MAYOR PARTE DE LOS NUEVOS EMPLEOS  
 Variación anual del número de ocupados en el primer trimestre de 2004, en miles

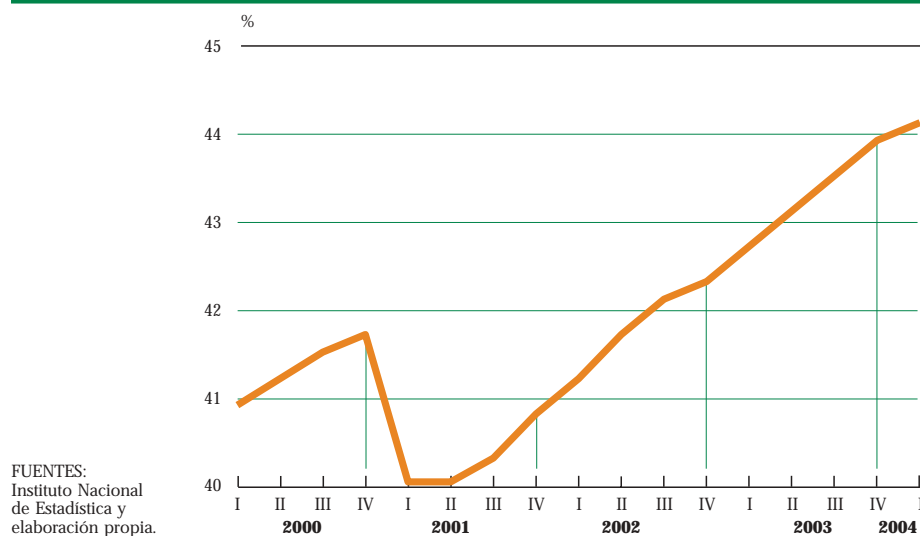


**A pesar de su mayor dinamismo relativo, el empleo a tiempo parcial se mantiene en cotas bajas.**

El total de ocupados a tiempo completo se ha incrementado en torno a 332.000 personas en los últimos doce meses, frente a los 88.200 acogidos a jornada parcial, aunque esta última modalidad presenta un mayor dinamismo relativo, con un ritmo de crecimiento interanual del 6,7% frente al 2,2% del resto. Con todo, la proporción de empleos con jornada reducida se mantiene en cotas relativamente bajas (8,4% sobre el total, unas dos décimas más que un año antes) en comparación con otros países de nuestro entorno.

LA TASA DE ACTIVIDAD FEMENINA VA EN ASCENSO

Mujeres activas sobre la población femenina de 16 o más años



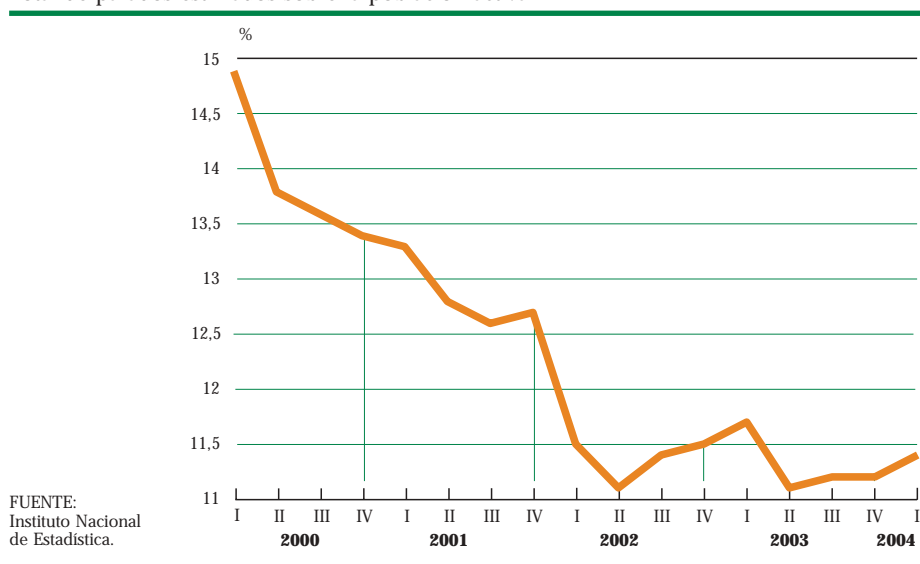
**El empleo femenino crece con mayor intensidad que el masculino.**

Por otra parte, persiste la tónica de un crecimiento más intenso del empleo femenino (5,0% interanual) que el masculino (1,1%). De hecho, el empleo femenino representa el 74,1% del empleo total generado durante el último año, mientras las tasas de ocupación y actividad de dicho colectivo siguen en ascenso. Por el contrario, continúa la destrucción de empleo juvenil (cerca de 30.600 empleos en los últimos doce meses), que se explica fundamentalmente por razones demográficas (descenso de la población activa).

**El ritmo de afiliación a la Seguridad Social se desacelera en marzo.**

El balance del empleo que refleja la EPA concuerda parcialmente con el mostrado por las cifras de la Seguridad Social. El primer trimestre del año se cerró con un aumento del total de afiliados del 2,9% interanual, idéntico al correspondiente al trimestre anterior, pero cuatro décimas inferior al del mismo periodo de 2003. En marzo, el ritmo de crecimiento interanual se redujo significativamente al 2,7%.

**LA TASA DE DESEMPLEO SUBE OTRA VEZ**  
Total de parados estimados sobre la población activa



**Limitada reducción del paro en los últimos 12 meses...**

Durante el primer trimestre de 2004, el paro estimado aumentó en cerca de 37.100 personas con respecto al trimestre anterior, pero en el cómputo de los últimos doce meses se registra todavía un descenso limitado (18.500 personas). La tasa de paro se sitúa en el 11,4% (dos décimas más que al final de 2003) frente al 11,7% que se registró en el primer trimestre de 2003. La tasa de paro masculina (8,4%) queda prácticamente igual que un año antes, mientras que la femenina (15,7%) es casi un punto porcentual inferior.

**...sin incidencia aparente en las actitudes de los parados.**

La moderación del ritmo de creación de empleo no repercutió en la actitud de los parados. Así, sólo el 19,1% aceptaba un cambio de residencia (1,2 puntos menos que en el trimestre anterior). También cayó el porcentaje de los dispuestos a aceptar un cambio de ocupación (70,3% del total de parados, 1,8 puntos menos que tres meses antes), unos ingresos inferiores a su cualificación (43,7%, 1,4 puntos menos) o una categoría inferior a la esperada (50,2%, 0,7 puntos menos).

PARO ESTIMADO  
Primer trimestre 2004

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		Participación	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%	%	% sobre población activa
<b>Por sexos</b>							
Hombres	940,8	18,7	2,0	7,9	0,8	43,5	8,4
Mujeres	1.223,3	18,4	1,5	-26,5	-2,1	56,5	15,7
<b>Por edades</b>							
Menores de 25 años	498,5	-6,2	-1,2	-22,9	-4,4	23,0	23,0
Resto	1.665,6	43,3	2,7	4,3	0,3	77,0	9,9
<b>Por situación personal</b>							
Paro de larga duración	284,7	11,5	4,2	21,3	8,1	13,2	-
Buscan su primer empleo	318,5	-17,9	-5,3	-29,5	-8,5	14,7	-
Resto	1.560,9	43,5	2,9	-10,4	-0,7	72,1	-
<b>TOTAL</b>	<b>2.164,1</b>	<b>37,1</b>	<b>1,7</b>	<b>-18,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>100,0</b>	<b>11,4</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS  
Primer trimestre 2004

	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	3.206,6	60,7	1,9	2.654,8	104,3	4,1	551,8	-43,7	-7,3	17,2
Aragón	528,4	13,6	2,6	495,2	16,8	3,5	33,3	-3,2	-8,5	6,3
Asturias	439,7	17,5	4,1	389,5	19,4	5,2	50,2	-1,9	-3,8	11,4
Baleares	424,3	18,2	4,5	369,9	12,6	3,5	54,4	5,6	11,5	12,8
Canarias	893,3	41,6	4,9	777,9	17,1	2,2	115,4	24,5	27,0	12,9
Cantabria	243,5	11,4	4,9	215,5	7,1	3,4	28,0	4,3	17,6	11,5
Castilla y León	1.051,1	-1,5	-0,1	931,0	-5,1	-0,5	120,1	3,6	3,2	11,4
Castilla-La Mancha	734,2	9,5	1,3	661,8	12,5	1,9	72,5	-3,0	-4,0	9,9
Cataluña	3.174,9	56,5	1,8	2.869,0	51,0	1,8	305,8	5,5	1,8	9,6
Comunidad Valenciana	2.018,9	27,7	1,4	1.821,6	52,9	3,0	197,3	-25,2	-11,3	9,8
Extremadura	450,5	-0,7	-0,2	373,8	11,8	3,3	76,7	-12,5	-14,0	17,0
Galicia	1.289,1	32,7	2,6	1.100,4	5,5	0,5	188,7	27,2	16,9	14,6
Madrid	2.579,7	59,6	2,4	2.411,3	82,2	3,5	168,4	-22,7	-11,9	6,5
Murcia	537,4	17,7	3,4	474,8	16,7	3,6	62,5	1,0	1,5	11,6
Navarra	259,6	9,6	3,8	243,9	7,6	3,2	15,8	2,1	15,3	6,1
País Vasco	1.002,8	18,2	1,8	898,7	5,9	0,7	104,1	12,3	13,3	10,4
La Rioja	122,5	2,1	1,7	113,6	1,3	1,2	9,0	0,7	9,8	7,3
Ceuta y Melilla	60,2	7,6	14,4	49,8	0,4	0,8	10,1	6,9	215,6	16,8
<b>TOTAL</b>	<b>19.016,7</b>	<b>401,7</b>	<b>2,2</b>	<b>16.852,5</b>	<b>420,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2.164,1</b>	<b>-18,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>11,4</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**Navarra, Aragón y Madrid son las comunidades que registran una menor incidencia del paro estimado.**

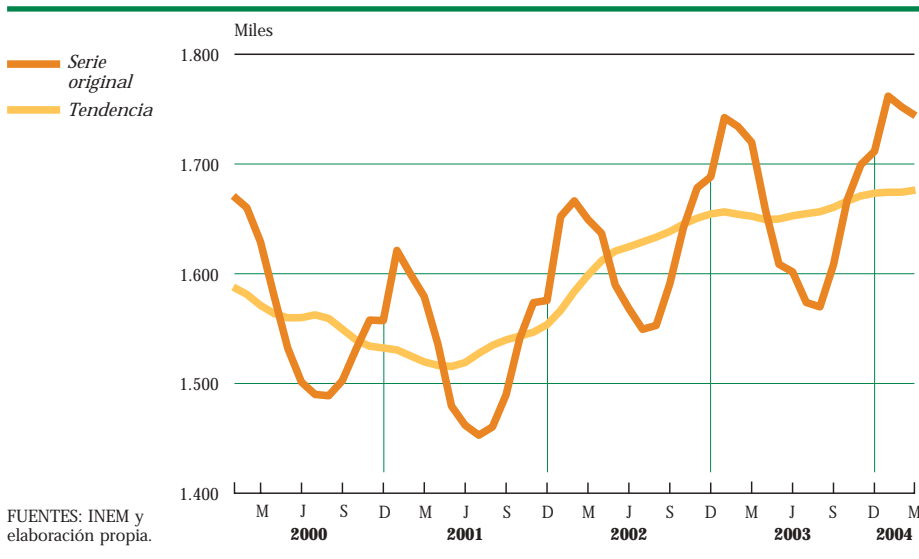
Por último, desde una perspectiva territorial, continúan apreciándose amplias disparidades. Las comunidades que incrementaron en mayor proporción el empleo durante los últimos doce meses fueron Asturias (5,2%) y Andalucía (4,1%). A continuación, con aumentos superiores al 3% se sitúan Aragón, Baleares, Cantabria, Extremadura, Madrid, Murcia y Navarra. En el resto, la única comunidad que experimentó una destrucción neta de ocupación en el periodo considerado fue Castilla y León (descenso del 0,5%). En cuanto al paro, la menor incidencia se registra en Navarra (6,1% sobre la población activa), Aragón (6,3%) y Madrid (6,5%). Con tasas inferiores al 10% aparecen Castilla-La Mancha, Cataluña, la Comunidad Valenciana y la Rioja. En el extremo opuesto se sitúan Andalucía y Extremadura, con tasas superiores al 17%.

### Leve deterioro del paro registrado en marzo

**El paro registrado cae en marzo, aunque con menos fuerza que el año anterior.**

El número de parados registrados en el INEM disminuyó en 8.188 en marzo, prácticamente la mitad del descenso del mismo mes de 2003. Por ello, el ritmo interanual de avance del desempleo se aceleró levemente, hasta situarse en un 1,4%. De este modo, al igual que en el caso de la afiliación a la Seguridad Social, los datos apuntan a un incipiente deterioro del clima laboral que, por el momento, no se entrevé de gran intensidad. En este sentido, el balance del primer trimestre es todavía prácticamente idéntico al del mismo periodo del año anterior.

**AUMENTO ESTACIONAL DEL PARO EN EL PRIMER TRIMESTRE**  
Número de parados registrados en las oficinas del INEM



**La construcción y los servicios parecen acusar la situación en mayor medida.**

El deterioro del paro registrado en marzo fue especialmente visible en la construcción y también en los servicios. En el primer caso, pese al dato de marzo, el balance del trimestre es claramente más positivo que el del mismo periodo de 2003. En los servicios, en cambio, el balance acumulado resulta peor que el del año precedente, quizás al retrasarse alguna contratación para la temporada turística a raíz de los atentados del 11-M.

---

## PRECIOS

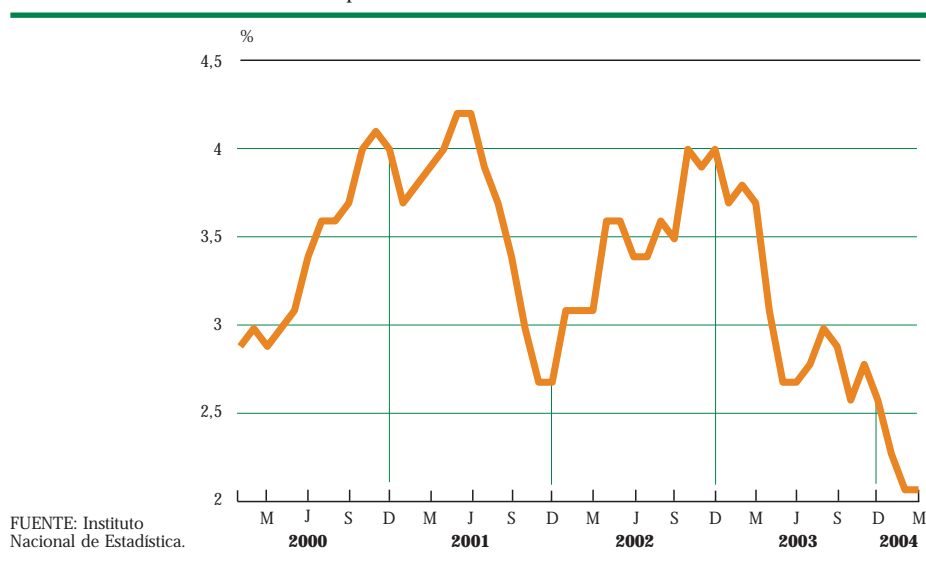
Los precios de consumo se moderan en el primer trimestre

**La tasa de inflación se mantiene en el 2,1% en marzo.**

El índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,7% en marzo, repitiendo el incremento del mismo mes de 2003. Por ello, la tasa de inflación se mantuvo en el 2,1% interanual del mes precedente, manteniéndose en las cotas más bajas desde 1999. Esta tónica de estabilidad es la norma prácticamente generalizada para los distintos componentes del IPC.

### LA INFLACIÓN TOCA FONDO EN MARZO

Variación interanual del índice de precios de consumo



**La energía sigue contribuyendo a la contención del IPC, pero ese papel se acaba.**

Así, los precios de la energía jugaron de nuevo su papel moderador en el conjunto del IPC al mantener su ritmo de descenso en el 2,5% interanual del mes anterior. Esta tendencia, sin embargo, va a revertir en los próximos meses en la medida en que no se prevé que los carburantes puedan caer como lo hicieron en abril, mayo y junio de 2003, vistas las tensiones en el precio del petróleo y la reciente recuperación del dólar. Por tanto, en el próximo trimestre este componente va a añadir alguna décima a la tasa de inflación general.



## 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	0,0	-0,7	2,1
Marzo	0,7	0,5	3,7	0,7	0,0	2,1
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			

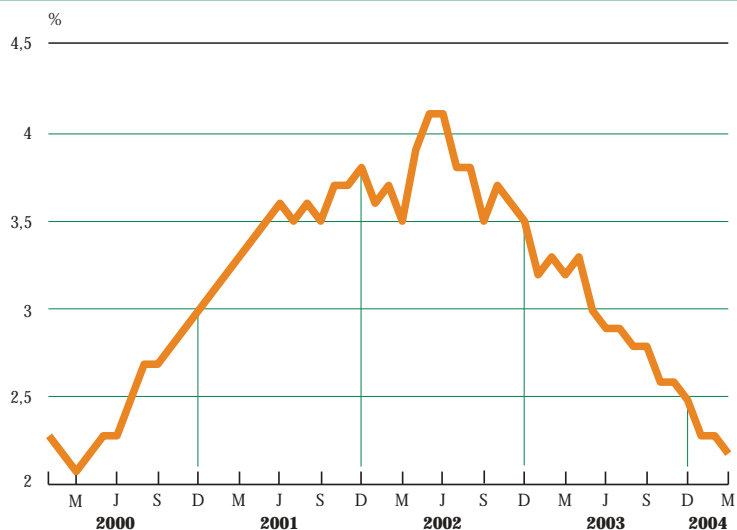
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Los precios de los alimentos frescos repuntan al alza, pero los indicios apuntan a una contención en el corto plazo.**

Las malas perspectivas existentes para los precios energéticos pueden verse compensadas total o parcialmente por una eventual moderación de los precios de los alimentos frescos que, no obstante, se resisten a bajar de momento. En efecto, en marzo, la tasa de crecimiento de este grupo se aceleró de nuevo hasta un elevado 6,5% interanual por el impacto de ciertos productos cárnicos, las patatas y el pescado. Pese a ello, la caída de los precios de importación y unas expectativas relativamente favorables para los precios agrarios, principalmente debido a un efecto de base, deberían ayudar a moderar este componente en los próximos meses.

### LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE FRENA

Variación interanual del índice general de precios de consumo sin energía ni alimentos no elaborados



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**La inflación subyacente sigue con una muy ligera tendencia a la desaceleración que parece pronta a agostarse.**

Mucho menos decisivo se revela el comportamiento del núcleo básico del IPC, es decir, la inflación subyacente, donde inciden en proporciones diversas los servicios, los bienes industriales no energéticos y los alimentos elaborados. En efecto, la inflación subyacente siguió en marzo con su tónica de suave moderación y cedió una décima de punto, hasta el 2,2%, de manera que en el último año ha retrocedido un punto porcentual. Ese proceso, no obstante, parece acercarse a un suelo que sólo se franquearía si algunos precios, en especial los de los servicios, entrasen en una senda de corrección efectiva.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Marzo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2003	2004	2003	2004	2003	2004
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	112,0	0,4	0,5	0,6	0,6	4,4	4,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	110,3	0,2	0,1	1,9	0,4	6,4	1,3
Vestido y calzado	105,9	2,9	2,8	-7,8	-9,0	3,9	1,1
Vivienda	107,7	0,6	0,5	1,8	1,5	3,5	2,5
Menaje	104,8	0,4	0,4	0,1	-0,2	2,2	1,4
Medicina	104,6	0,3	0,2	0,6	-0,8	1,6	0,6
Transporte	106,2	0,8	1,1	3,4	2,5	4,7	0,1
Comunicaciones	93,4	-0,2	-0,1	1,3	-0,3	-2,4	-1,8
Ocio y cultura	102,5	0,2	0,3	-0,8	-0,8	0,1	0,1
Enseñanza	112,2	0,1	0,0	0,8	0,4	5,0	3,9
Hoteles, cafés y restaurantes	113,1	0,6	0,5	1,6	1,6	4,4	4,0
Otros	110,5	0,5	0,2	2,3	2,1	3,6	2,9
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	109,6	0,3	0,3	1,4	1,1	4,1	2,4
Alimentos sin elaboración	116,1	0,5	0,8	-0,6	-0,5	5,6	6,5
Conjunto no alimentario	107,1	0,8	0,8	0,4	-0,2	3,4	1,6
Bienes industriales	103,5	1,1	1,1	-0,5	-1,6	3,2	-0,2
<i>Productos energéticos</i>	<i>102,4</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>	<i>5,1</i>	<i>2,5</i>	<i>6,1</i>	<i>-2,5</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>102,3</i>	<i>1,9</i>	<i>2,0</i>	<i>6,3</i>	<i>2,9</i>	<i>7,8</i>	<i>-3,8</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>103,8</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>-2,2</i>	<i>-2,9</i>	<i>2,3</i>	<i>0,5</i>
Servicios	111,3	0,5	0,5	1,5	1,5	3,6	3,6
Inflación subyacente (**)	108,1	0,6	0,6	0,1	-0,2	3,2	2,2
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>108,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>3,7</b>	<b>2,1</b>

NOTAS: (\*) Base 2001 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Los servicios se resisten a frenar su alza...**

En este contexto, el incremento del IPC de servicios repitió en marzo por cuarto mes consecutivo una tasa interanual del 3,6%. Esta circunstancia pone de manifiesto la enorme resistencia a la baja de este componente del IPC, la cual resulta bastante general para los distintos ámbitos de los servicios (financieros, personales, reparaciones, seguros, enseñanza, etc.).

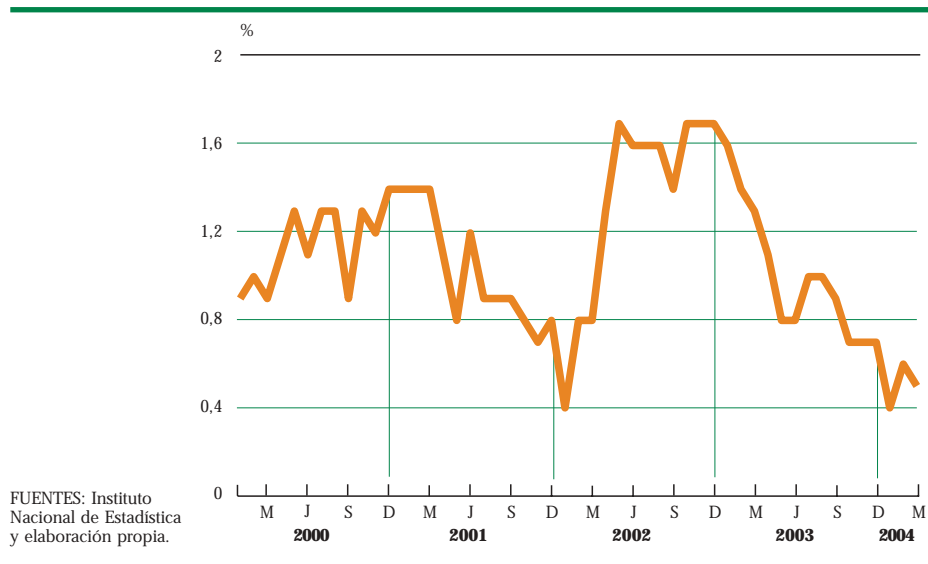
**...mientras que los precios de los bienes industriales apenas aumentan por la presión de la competencia.**

Relativamente distinta es la situación en los productos industriales no energéticos, grupo en el que el aumento de precios se ha situado en cotas mínimas por segundo mes consecutivo, un 0,5% interanual, y casi dos puntos por debajo del nivel de marzo de 2003. La fuerte competencia en ciertos mercados combinada con una oferta creciente determina, en algunos casos, descensos intensos en los precios (electrónica de consumo, textil, calzado) que, lógicamente, incide en la moderación del índice de este grupo.

**Los precios de los alimentos elaborados crecen modestamente, pero pueden acusar eventuales subidas impositivas.**

En el caso de los alimentos elaborados, la tónica es de relativa estabilidad dentro de un crecimiento modesto, un 2,4% en marzo. En principio, no sería descartable una moderación suave de estos precios concordante con un menor tono de los alimentos frescos. El elemento de contraste lo podrían constituir, sin embargo, los precios del alcohol y del tabaco, en la medida en que se hallan expuestos a subidas de origen impositivo.

**SE MODERA EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA ZONA DEL EURO**  
Diferencia de la variación interanual del índice de precios de consumo armonizado en España y en la zona del euro



**El diferencial de precios con la zona del euro se reduce hasta medio punto porcentual en marzo.**

El mantenimiento de la tasa de inflación en España en marzo conjugado con una leve aceleración de la misma en la zona del euro permitió reducir el diferencial. En efecto, a tenor del índice de precios de consumo armonizado, el diferencial de inflación con la zona del euro cayó hasta el medio punto porcentual. Con todo, España continúa entre los países más inflacionarios de la Unión Monetaria, concretamente el tercero tras Grecia e Italia. La mejora de la situación en marzo se explica por el fuerte incremento de los precios del alcohol y tabaco y de los medicamentos en el índice europeo.

## Los precios industriales inician una leve alza en marzo

**La energía favorece la contención de los precios industriales, que crecen a un ritmo del 0,8% en marzo.**

Los precios industriales situaron su ritmo de avance en el 0,8% inter-anual en marzo, una décima por encima del registro del mes precedente, comportamiento que no altera sustancialmente el panorama de bajo crecimiento de los últimos meses. La moderación de los precios industriales se ha sostenido, por el momento, en una caída de los precios de la energía que ha compensado las moderadas alzas del resto de componentes del índice.

### INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación				Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
<b>2002</b>												
Diciembre	-8,1	2,0	1,7	1,8	1,9	6,2	-3,3	-4,4	-4,4	-2,2	-	
<b>2003</b>												
Enero	-10,3	2,5	1,9	1,4	1,2	7,4	3,6	-4,0	2,0	7,4	-	
Febrero	-0,7	2,9	2,0	1,2	1,5	8,9	-5,1	2,7	-8,9	-6,9	4,4	
Marzo	-0,8	3,0	2,2	1,2	1,5	9,5	2,9	1,4	-3,0	5,3	-	
Abril	0,3	1,4	1,6	1,0	1,3	1,3	-2,5	-0,1	-10,9	-0,9	-	
Mayo	7,5	0,7	1,8	1,2	1,0	-2,3	-2,0	-1,9	-10,0	0,4	4,1	
Junio	6,6	0,9	2,0	1,2	0,4	-0,9	0,7	-0,6	-7,2	3,8	-	
Julio	3,7	1,1	2,5	1,1	0,1	0,2	0,0	-3,4	-7,2	3,2	-	
Agosto	8,3	1,1	2,7	1,1	0,0	0,1	1,5	4,5	-9,1	2,9	4,0	
Septiembre	14,6	0,8	2,7	1,2	0,3	-2,4	-2,8	-0,2	-17,7	0,9	-	
Octubre	12,0	0,6	2,5	1,2	0,7	-3,6	0,8	2,8	-0,6	-0,0	-	
Noviembre	11,1	1,3	2,6	1,4	0,9	-0,4	-0,2	-0,4	-7,0	1,8	4,2	
Diciembre	9,5	1,1	2,4	1,3	1,0	-1,1	-1,4	-1,4	-9,4	1,0	-	
<b>2004</b>												
Enero	...	0,7	2,1	1,3	1,4	-3,6	-3,6	-1,0	-8,4	-3,5	-	
Febrero	...	0,7	2,1	1,3	2,0	-5,4	...	...	...	...	...	
Marzo	...	0,8	2,3	1,3	2,6	-5,6	...	...	...	...	-	

NOTA: (\*) Datos brutos corregidos.

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

**Los precios de importación acentúan su debilidad en el primer mes del año.**

Los precios de importación, por otra parte, iniciaron 2004 acentuando la tónica de debilidad de meses anteriores. En efecto, en enero la caída media de los precios de importación fue del 3,6%. Esta caída se debió principalmente a los bienes de inversión. En el caso de los bienes de consumo, la disminución de precios en enero fue modesta y exclusiva de los bienes no alimenticios, pues los alimentos importados experimentaron una leve subida.

## SECTOR EXTERIOR

Continúa el ascenso del déficit comercial en enero

**El déficit comercial crece un 9% en enero.**

El déficit comercial de la economía española, 3.511 millones de euros en enero, aumentó un 9,0% respecto al primer mes del año precedente y truncó la tendencia a la contención registrada en el último trimestre del pasado año. Un menor crecimiento de las exportaciones que de las importaciones explica esta ampliación del desequilibrio exterior.

COMERCIO EXTERIOR  
Enero 2004

	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	1.696	-2,2	11,9	340	1,9	3,2	-1.355	20,1
Bienes de consumo	4.064	15,0	28,6	4.354	0,7	40,7	290	107,1
<i>Alimenticios</i>	909	16,1	6,4	1.524	4,9	14,2	615	167,7
<i>No alimenticios</i>	3.155	14,3	22,2	2.830	-2,6	26,5	-325	89,7
Bienes de capital	2.138	6,6	15,0	1.324	15,5	12,4	-814	61,9
Bienes intermedios no energéticos	6.309	0,7	44,4	4.678	3,6	43,7	-1.632	74,1
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	8.446	4,8	59,4	7.772	3,8	72,7	-674	92,0
<i>Zona del euro</i>	7.366	4,3	51,8	6.429	4,2	60,1	-937	87,3
Países terceros	5.762	5,0	40,6	2.925	3,1	27,3	-2.837	50,8
<i>Europa Este y ex-URSS</i>	710	8,9	5,0	443	-3,9	4,1	-267	62,4
<i>Estados Unidos</i>	606	1,7	4,3	365	-18,8	3,4	-240	60,3
<i>Japón</i>	374	4,0	2,6	109	18,5	1,0	-265	29,1
<i>América Latina</i>	554	2,8	3,9	586	45,4	5,5	32	105,8
<i>OPEP</i>	1.068	-5,6	7,5	229	-3,4	2,1	-839	21,4
<i>Resto</i>	2.450	11,0	17,2	1.193	-0,1	11,2	-1.258	48,7
<b>TOTAL</b>	<b>14.207</b>	<b>4,9</b>	<b>100,0</b>	<b>10.696</b>	<b>3,6</b>	<b>100,0</b>	<b>-3.511</b>	<b>75,3</b>

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

***Auge de las importaciones de bienes de consumo y de capital.***

Las importaciones, 14.207 millones de euros en enero, registraron un aumento nominal del 4,9%, algo mayor que la media del trimestre precedente. En términos reales, no obstante, el incremento fue sensiblemente superior, un 8,9%, habida cuenta del descenso del precio medio de los productos importados, un 3,6% interanual. Este intenso incremento de las importaciones en enero fue especialmente visible en el ámbito de los bienes de consumo y de capital. En el primer caso, destaca el auge de las compras de productos de la confección, muebles, electrónica de consumo y automóviles. En el caso de los bienes de inversión, el mayor auge se concentra en el material ferroviario. Por el contrario, las compras exteriores de bienes intermedios siguieron bajo el signo de la debilidad.

***La recuperación de las exportaciones se basa en los alimentos y en algunos bienes de inversión.***

Las ventas al exterior en enero, 10.696 millones de euros, crecieron un 3,6% nominal respecto al mismo mes de 2003, lo que no supone un cambio significativo respecto a la tónica de meses anteriores. No obstante, al acentuarse la caída de precios de exportación, el aumento de las exportaciones en volumen se situó en un 5,7%, casi dos puntos por encima de la media del segundo semestre de 2002. Esta recuperación de las exportaciones se debió al impulso de las ventas de productos alimenticios y a determinados bienes de inversión, principalmente buques. En cambio, en el ámbito de los bienes de consumo, destaca el descenso de las exportaciones de automóviles, calzado y juguetes.

***Los mercados de los países terceros, en particular los del Este de Europa y algunos asiáticos, crecen más que el de la UE.***

Desde una perspectiva geográfica, el impulso exportador vino de los países del Este europeo, pues el resto de mercados presentó síntomas de debilidad, en particular, Estados Unidos, América Latina y buena parte de Asia con excepción de China y Japón. Las expediciones a la Unión Europea aumentaron, por su parte, un 3,8% nominal, equivalente a un 5,4% real, lo que mejora la media del último semestre de 2003. Con todo, las ventas en volumen a la Unión crecieron un punto y una décima por debajo de las realizadas a países terceros.

**El déficit corriente mejora en el primer mes del año**

***El déficit corriente mejora en enero...***

La balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 809 millones de euros en enero, disminuyendo un 11,7% respecto al mismo periodo del año anterior. Este descenso se vio favorecido por el auge del saldo positivo por transferencias que, junto a la leve mejora del superávit por servicios, compensó el incremento de los desequilibrios comercial y de rentas.

***...pero el acumulado en doce meses es desfavorable por el incremento del déficit comercial y la caída del superávit por transferencias.***

Pese a la mejora relativa del saldo corriente en enero, el déficit acumulado en los doce últimos meses, 20.721 millones de euros, siguió siendo claramente superior, un 26,2%, al de los doce meses del año anterior. Este deterioro de la situación vino de la mano de la ampliación del déficit comercial y de la fuerte caída del superávit por transferencias, que en conjunto superaron la suave mejora del superávit por servicios. La balanza de rentas, por su parte, tuvo un comportamiento neutral, al estabilizarse su déficit.

**El saldo turístico presenta un aumento modesto.**

La mejora del saldo por servicios en enero, aunque modesta, un 2,0% en los últimos doce meses, se sustentó en la balanza turística, cuyo superávit acumulado del último año, 29.596 millones de euros, excedió en un 3,8% el del año anterior. Este aumento se vio moderado por la progresiva aceleración del crecimiento de los pagos por servicios turísticos, hasta un 4,6%, que contrasta con la mayor estabilidad del aumento de los ingresos, un 3,9% en el acumulado de los últimos doce meses.

#### BALANZA DE PAGOS

Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Enero 2003	Enero 2004	% variación
<b>Balanza corriente</b>			
Balanza comercial	-34.657	-38.141	10,1
Servicios			
<i>Turismo</i>	28.526	29.596	3,8
<i>Otros servicios</i>	-1.773	-2.305	30,0
Total	26.753	27.290	2,0
Rentas	-10.774	-10.689	-0,8
Transferencias	2.255	819	-63,7
<b>Total</b>	<b>-16.423</b>	<b>-20.721</b>	<b>26,2</b>
<b>Cuenta de capital</b>			
	<b>7.477</b>	<b>7.650</b>	<b>2,3</b>
<b>Balanza financiera</b>			
Inversiones directas	1.788	674	-62,3
Inversiones de cartera	5.034	-15.424	-
Otras inversiones	7.876	33.591	326,5
<b>Total</b>	<b>14.698</b>	<b>18.841</b>	<b>28,2</b>
Errores y omisiones	-5.394	-6.014	-11,5
Variación de activos del Banco de España	-358	244	-

NOTA: El saldo resultante de la suma de la balanza corriente, de la cuenta de capital y de la balanza financiera se compensa por la variación de activos del Banco de España más los errores y omisiones.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**El saldo de la balanza de capital no compensa el déficit corriente.**

La cuenta de capital, por su parte, presentó un superávit en enero de 176 millones de euros, un 86,3% inferior al del año anterior. Pese a este descenso, el saldo de los últimos doce meses excedió en un 2,3% al periodo equivalente anterior. La necesidad de financiación por operaciones no financieras, resultado agregado de los saldos por cuenta corriente y de capital, se situó en 13.070 millones de euros en los doce últimos meses, un 46,1% por encima del periodo equivalente finalizado en enero de 2003.

**Declive de la inversión directa española en el exterior y extranjera en España.**

La cuenta financiera, excluyendo las operaciones del Banco de España, registró unas entradas netas de 8.784 millones de euros en enero, con lo que el acumulado a lo largo de los últimos doce meses se situó en 18.841 millones de euros, un 28,2% más que el periodo equivalente del año precedente. La inversión española directa en el exterior siguió cayendo con fuerza y se situó en mínimos desde 1998, siempre en términos de saldos acumulados de doce meses. La inversión extranjera directa también continuó con su intenso declive y retrocedió a las cotas de principios de 2000. La inversión de cartera, especialmente la española en el exterior, creció con fuerza.

## SECTOR PÚBLICO

La recaudación impositiva crece modestamente en el primer trimestre

**Los ingresos del Estado suben un 3,4% en términos homogéneos.**

Los ingresos no financieros del Estado aumentaron un 0,6% en los tres primeros meses de 2004 alcanzando los 27.259 millones de euros. A efectos de comparación con el mismo periodo del año anterior, hay que añadir a esta cifra los ingresos atribuidos a las comunidades autónomas y corporaciones locales 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 36.770 millones de euros y aumentó un 3,4% respecto al mismo periodo del año anterior.

### EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Marzo 2004

	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>3.993</b>	<b>14,4</b>	<b>27.259</b>	<b>0,6</b>
<b>Ingresos no financieros corregidos (*)</b>				
IRPF	2.716	3,7	13.327	-6,6
Impuesto de sociedades	-161	-36,9	115	-
IVA	1.844	8,4	14.184	6,1
Impuestos especiales	1.313	5,0	4.110	2,8
Resto	1.452	46,1	5.034	23,4
<b>Total</b>	<b>7.164</b>	<b>13,5</b>	<b>36.770</b>	<b>3,4</b>
<b>Pagos no financieros</b>	<b>9.451</b>	<b>15,3</b>	<b>29.556</b>	<b>-1,1</b>
<b>Saldo de caja</b>	<b>-5.458</b>	<b>15,9</b>	<b>-2.297</b>	<b>-18,2</b>
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)</b>	<b>-5.692</b>	<b>11,4</b>	<b>1.171</b>	<b>-67,7</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.



***La recaudación por impuestos indirectos crece un 5,7% gracias al avance del impuesto sobre el valor añadido.***

El avance de la recaudación impositiva se sustentó exclusivamente en los impuestos indirectos, que supusieron 18.876 millones de euros y aumentaron un 5,7% respecto al primer trimestre de 2003. Los ingresos por el impuesto sobre el valor añadido (IVA) aumentaron un 6,1% hasta marzo gracias al dinamismo relativo de la recaudación por operaciones interiores. La recaudación por impuestos especiales, por su parte, creció un 2,8%, con un comportamiento inverso de las dos principales figuras: avances en el impuesto sobre los hidrocarburos en contraposición a la caída de fondos provenientes del impuesto sobre las labores del tabaco. Las cifras de 2004 no incluyen, como en 2003, el impuesto sobre determinados medios de transporte, considerado como ingreso propio de las autonomías.

***Los ingresos por impuestos directos se ven afectados por cambios de calendario.***

Los ingresos por impuestos directos, por su parte, supusieron en conjunto 13.952 millones de euros y disminuyeron un 3,7% respecto a los tres primeros meses de 2003. El impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), la principal fuente de recursos hasta la fecha, cayó de modo intenso aunque no significativo al intervenir cambios en las retenciones y factores de calendario.

***Disminuyen los ingresos patrimoniales, pero aumentan con fuerza las transferencias corrientes.***

Al margen de los recursos impositivos, las tasas y precios públicos experimentaron un ligero avance, un 3,1%, a diferencia de los ingresos patrimoniales que disminuyeron ligeramente. Por el contrario, las transferencias tanto corrientes como especialmente de capital aumentaron de modo espectacular en el trimestre.

***Los gastos no financieros del Estado caen ligeramente, pero la cifra no es significativa.***

Los pagos no financieros del Estado, por su parte, disminuyeron un 1,1% ascendiendo a 29.556 millones de euros. Esta cifra no incluye la contrapartida de los ingresos correspondientes a los tramos de los impuestos cedidos a las comunidades autónomas y resulta compleja de interpretar por la poca homogeneidad de los datos. La caída del gasto afectó a las operaciones corrientes y también, en mayor medida, a las de capital.

***El déficit de caja disminuye en el primer trimestre del año.***

El saldo de caja del Estado hasta marzo, es decir, la diferencia entre sus ingresos y pagos no financieros, fue deficitario por importe de 2.297 millones de euros, un 18,2% menos que el mismo periodo del año anterior. Este déficit, compensado en gran parte por la disminución neta de activos financieros, dio lugar a una necesidad de endeudamiento de 243 millones de euros, superior en un 77,4% a la del mismo periodo del año anterior. En términos de Contabilidad Nacional, en cambio, el saldo presupuestario resultó positivo, 1.161 millones de euros, pero inferior al del primer trimestre de 2003.

## AHORRO Y FINANCIACIÓN

La morosidad bancaria marca un nuevo mínimo histórico

**Ligera disminución de los tipos de interés de los activos bancarios en febrero hasta una nueva cota mínima histórica.**

Los tipos de interés bancarios de activo disminuyeron ligeramente en febrero y marcaron un nuevo mínimo histórico después del repunte de enero. Así, el tipo de interés sintético de los créditos y préstamos de las entidades de crédito se colocó en el 4,08% en febrero de 2004, 6 puntos básicos por debajo del mes anterior y 78 puntos básicos menos que doce meses antes. Tanto el componente de los préstamos para los hogares como la financiación dirigida a las empresas marcaron cotas mínimas históricas en febrero. En el caso de las familias, el tipo de interés de los préstamos al consumo y otros fines bajaron hasta el 6,26%, anotando un nivel mínimo, mientras que los préstamos a la vivienda se situaron levemente por encima del mínimo de agosto de 2003.

### CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Febrero 2004

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	54.647	-884	-1,6	5.693	11,6	6,7
Deudores con garantía real (*)	456.599	14.474	3,3	79.473	21,1	55,6
Otros deudores a plazo	256.754	5.855	2,3	16.982	7,1	31,3
Deudores a la vista	20.511	-412	-2,0	1.035	5,3	2,5
Arrendamientos financieros	25.255	186	0,7	3.176	14,4	3,1
Créditos dudosos	7.707	41	0,5	-22	-0,3	0,9
<b>TOTAL</b>	<b>821.474</b>	<b>19.262</b>	<b>2,4</b>	<b>106.337</b>	<b>14,9</b>	<b>100,0</b>

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**Mínimo histórico del tipo de interés hipotecario del conjunto de entidades de crédito.**

Por otra parte, en marzo el tipo de interés de los préstamos hipotecarios a más de tres años para la adquisición de vivienda libre del conjunto de entidades de crédito se redujo en 9 puntos básicos respecto al mes precedente y se situó en el 3,36%. De este modo, registró un nuevo mínimo histórico, al sobrepasar en 7 puntos básicos la anterior marca de septiembre de 2003.

**El crédito bancario al sector privado crece el 15%...**

En este entorno de crédito barato, el crédito bancario al sector privado creció el 14,9% en febrero en relación con el mismo mes del año anterior, 9 décimas más que en enero, y medio punto más que en diciembre. El crédi-

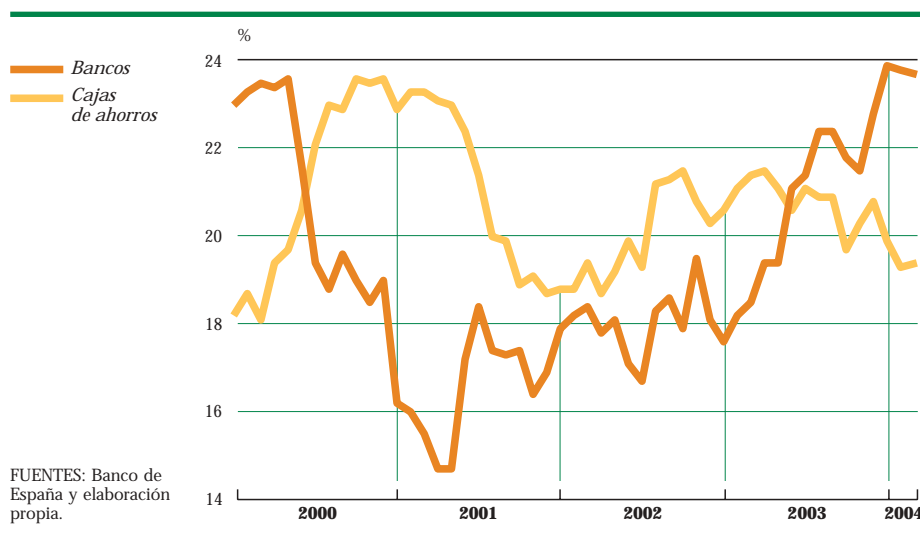
*...en los últimos doce meses.*

**La banca acelera la concesión de préstamos a las empresas y familias en los últimos meses.**

to bancario a las empresas y familias continuó siendo impulsado por la fortaleza de la demanda interna y por tipos de interés muy bajos, y aumentó a un ritmo de más del doble que el del conjunto de la zona del euro.

La evolución fue desigual por clases de instituciones en febrero. El crecimiento del crédito concedido por la banca a las empresas y familias anotó una tasa de variación interanual del 14,7%, la mayor desde diciembre de 2000 y 1,9 puntos más que en diciembre de 2003; las cajas de ahorros registraron un aumento interanual del 16,3%, pero 0,8 puntos menos que en diciembre, y las cooperativas de crédito experimentaron el mayor incremento en los últimos doce meses, del 18,2%, 7 décimas más que en 2003. En cambio, los establecimientos financieros de crédito tuvieron un crecimiento mucho más modesto, del 1,6%, y el correspondiente al Instituto de Crédito Oficial fue del 3,3%.

**FUERTE PULSO DEL CRÉDITO HIPOTECARIO DE LA BANCA**  
Tasa de variación anual



**Las hipotecas todavía no presentan señales de ralentización y crecen el 24% en los últimos doce meses.**

El crecimiento del crédito bancario al sector privado se basó principalmente en las hipotecas. Así, el saldo del crédito hipotecario gestionado por las entidades de crédito, incluyendo las titulizaciones, subió el 24,1% en febrero en relación con el mismo mes del año anterior, según la Asociación Hipotecaria Española, sin presentar señales de desaceleración. La demanda de crédito hipotecario muestra un gran dinamismo a causa de una mayor renta de las familias, de unos tipos de interés reales muy reducidos, y por unas condiciones de financiación favorables. Cabe señalar que en los últimos meses el crecimiento del crédito hipotecario de la banca ha superado al de las cajas de ahorros. Así, en febrero el saldo de hipotecas de los bancos presentaba una tasa de variación interanual del 23,7%, frente al 19,4% de las cajas de ahorros.

**Considerable incremento de los arrendamientos financieros.**

También es remarcable el incremento de los arrendamientos financieros, de un 14,4% en febrero de 2004 con relación al mismo mes del año anterior. Esta financiación se canaliza a la compra de bienes de equipo e inmuebles por parte de sociedades y de profesionales autónomos.

**La tasa de morosidad de bancos y cajas baja hasta el 0,78%.**

Los créditos dudosos del conjunto de las entidades de crédito se elevaron muy levemente en febrero en términos absolutos, pero la tasa de morosidad, que los relaciona con el volumen de crédito, anotó el mínimo de los últimos años en el 0,94%. La correspondiente ratio para bancos y cajas (excluyendo a otras entidades de crédito), bajó hasta el 0,78%, marcando una cota mínima histórica.

### Notable expansión de los depósitos bancarios

**El rendimiento sintético de los depósitos de las entidades de crédito se coloca en el 1,2% en febrero.**

El rendimiento sintético de los depósitos de las entidades de crédito se colocó en el 1,16% en febrero, en el mismo nivel que en el mes anterior y un punto básico más que en diciembre. El tipo de interés sintético de los depósitos de los hogares se situó en el 1,14%. Las cuentas a la vista y de ahorro se remuneraron al 0,39%, mientras que las imposiciones a plazo registraron un tipo de interés superior, el 1,99%. Por su parte, el rendimiento correspondiente a los depósitos de las sociedades no financieras fue del 1,19%, con un tipo del 0,66% para las cuentas a la vista y del 2,02% para los depósitos a plazo.

**Notable dinamismo de los depósitos bancarios del sector privado, pero inferior al de los créditos.**

Los depósitos totales del sector privado residente en euros y moneda extranjera aumentaron el 10,7% en febrero de 2004 respecto al mismo mes del año anterior, 2,7 puntos más que en enero y 2 más que en diciembre. En el decurso de los últimos doce meses los depósitos se elevaron en 62.135 millones de euros, cantidad notablemente inferior al incremento del crédito del sistema bancario residente. Para compensarlo, las entidades financieras impulsaron las titulizaciones y recurrieron al exterior.

**Espectacular subida de las imposiciones a plazo a más de dos años en los últimos doce meses.**

Cabe destacar la espectacular subida de las imposiciones a plazo a más de dos años, que ascendieron el 39,6% en los últimos doce meses, 10,8 puntos más que la tasa de diciembre. Las cuentas de ahorro registraron un incremento interanual del 13,6%, 0,3 puntos menos que en el mes anterior. Las cesiones temporales crecieron el 7,3% con relación a febrero de 2003. Por el contrario, los depósitos a plazo a menos de dos años se redujeron el 1,4% en los últimos doce meses.

### DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Febrero 2004

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	167.784	-1.120	-0,7	16.350	10,8	26,1
De ahorro (*)	144.537	-672	-0,5	17.258	13,6	22,5
A plazo hasta 2 años	155.587	-639	-0,4	-2.287	-1,4	24,2
A plazo a más de 2 años	84.153	6.791	8,8	23.885	39,6	13,1
Cesiones temporales	85.539	7.738	9,9	5.855	7,3	13,3
<b>Total</b>	<b>637.601</b>	<b>12.099</b>	<b>1,9</b>	<b>61.061</b>	<b>10,6</b>	<b>99,3</b>
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>4.552</b>	<b>401</b>	<b>9,7</b>	<b>1.074</b>	<b>30,9</b>	<b>0,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>642.153</b>	<b>12.500</b>	<b>2,0</b>	<b>62.135</b>	<b>10,7</b>	<b>100,0</b>

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

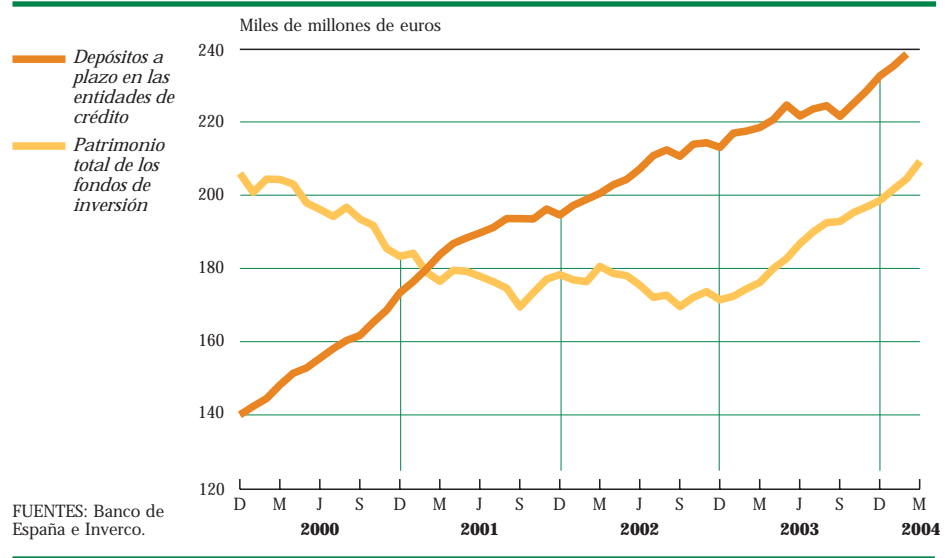
**Los fondos de inversión más conservadores recuperan un cierto interés de los inversores tras los criminales atentados del 11-M.**

**La rentabilidad media anual de los fondos se mantiene en el 5,4%.**

Por su parte, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria aumentó en 4.833 millones de euros en marzo, hasta 209.580 millones de euros, con un aumento interanual del 19,2%, según los datos facilitados por la asociación profesional del sector, Inverco. El incremento de marzo fue debido mayormente a unas compras de participaciones netas de 3.712 millones de euros, y en menor medida a plusvalías. Cabe destacar que los fondos más conservadores, como los de renta fija a corto plazo, recobraron un cierto interés de los ahorradores en un marco de incertidumbres tras los criminales atentados del 11 de marzo. No obstante, los mayores flujos netos se dirigieron hacia los fondos globales, que suponen un mayor riesgo, pero posibilitan mayores ganancias.

La rentabilidad media ponderada de los fondos de inversión mobiliaria en los últimos doce meses se mantuvo en el 5,4% en marzo. Todas las categorías de fondos de inversión mobiliaria tuvieron rendimientos anuales positivos, sobresaliendo el alcanzado por los fondos de renta variable de los países emergentes, con plusvalías del 51,4%. En el otro extremo, la rentabilidad de los fondos de dinero fue del 1,3%.

### GRAN IMPULSO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN



## Los nuevos candidatos al euro

**A partir del 1 de mayo la Unión Europea cuenta con diez nuevos Estados miembros.**

Desde el 1 de mayo, la Unión Europea cuenta con diez nuevos Estados miembros: Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y la República Checa. En esta fecha se completa el proceso de integración de estos diez países a la Unión Europea, con lo que existirá libertad de comercio de bienes y servicios y de movimientos de capitales y de personas entre estos países y el resto de la Unión Europea, si bien con algunas restricciones. La economía española va a tener que resituarse en el nuevo marco. Uno de los aspectos que influyen en la competitividad entre los países es la evolución de sus monedas. Por esto, parece oportuno familiarizarse con las diez nuevas divisas de la Unión Europea.

### REGÍMENES ACTUALES DE LAS NUEVAS MONEDAS DE LA UNIÓN EUROPEA

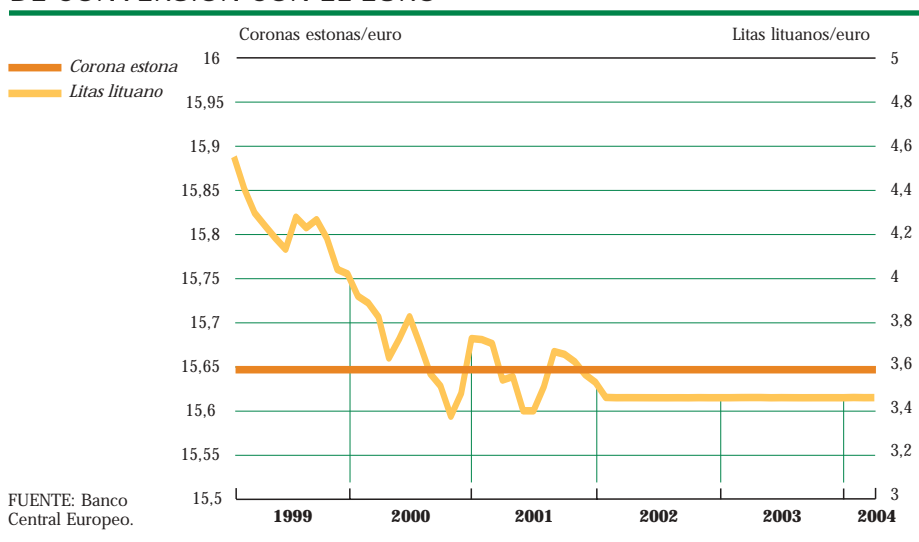
Pais	Nombre de la moneda	Cambio contra el euro, 8-4-2004	% variación del tipo de cambio desde el 1-1-99	Régimen cambiario actual
<b>Chipre</b>	Libra	0,5863	-0,7	Vinculación con el euro. Banda $\pm 15\%$
<b>Eslovaquia</b>	Corona	40,075	7,3	Flotación controlada con el euro como moneda de referencia
<b>Eslovenia</b>	Tolar	238,41	-20,7	Flotación controlada
<b>Estonia</b>	Corona	15,647	-	Caja de conversión con el euro
<b>Hungría</b>	Forint	248,75	1,1	Vinculación con el euro. Banda $\pm 15\%$
<b>Letonia</b>	Lat	0,6514	2,4	Vinculación con los DEG (derechos especiales de giro). Banda $\pm 1\%$
<b>Lituania</b>	Litas	3,4526	36,6	Caja de conversión con el euro
<b>Malta</b>	Lira	0,4247	4,4	Vinculación con una cesta formada por el euro (70%), libra esterlina (20%) y el dólar (10%)
<b>Polonia</b>	Zloty	4,7338	-14,0	Flotación libre
<b>República Checa</b>	Corona	32,579	7,8	Flotación controlada

## Regímenes actuales de los tipos de cambio de los nuevos Estados miembros

**Gran diversidad de regímenes de tipos de cambio en los países adherentes.**

Los diez países adherentes han adoptado diferentes regímenes de tipos de cambio. Éstos abarcan desde regímenes de cambios fijos hasta la flotación libre, pasando por varios sistemas intermedios. De este modo, desde la introducción del euro el 1 de enero de 1999 las monedas de los nuevos Estados miembros han seguido trayectorias muy diversas en relación con la moneda única. Así, la cotización de la libra chipriota, la corona estona, el forint húngaro y el lat letón se sitúan más o menos en el mismo nivel que al principio de 1999. Algunas divisas se han apreciado frente al euro como la corona checa, el litas lituano, la corona eslovaca y la lira maltesa. En cambio, el tolar esloveno y el zloty polaco se han depreciado desde entonces.

### ESTONIA Y LITUANIA ESTABLECEN UNA CAJA DE CONVERSIÓN CON EL EURO



**En una caja de conversión la moneda de un país se fija irrevocablemente contra la divisa de otro país.**

Dos países bálticos, Estonia y Lituania, tienen establecida una caja de conversión con el euro. Un régimen de caja de conversión es un sistema en el cual la moneda de un país se fija irrevocablemente contra la divisa de otro país. En este régimen, la base monetaria se financia totalmente con reservas exteriores de divisas y el banco central sólo emite moneda contra la divisa de reserva a un tipo de cambio prefijado. Se trata de un sistema muy rígido, puesto que el instituto emisor pierde el control sobre la política monetaria y no puede ofrecer líneas de crédito a las entidades financieras privadas que sufran problemas de liquidez a corto plazo, por ejemplo.

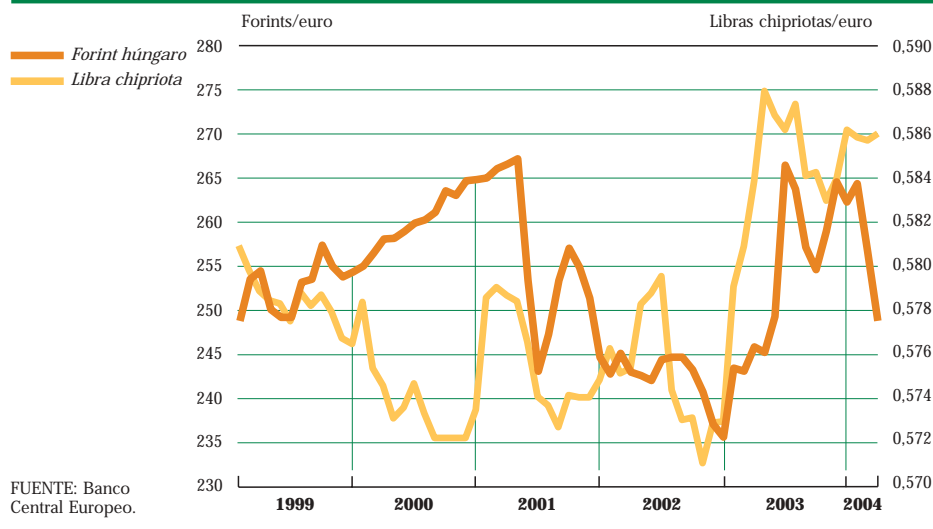
**El euro reemplaza al marco alemán como divisa de referencia de la caja de conversión de la corona estona...**

Cuando se introdujo la corona estona en 1992, después de la crisis de la Unión Soviética, se estableció una caja de conversión con la moneda alemana a un tipo de 8 coronas estonas por marco. La evolución de la corona estona contra el ecu era un reflejo de la cotización del marco alemán frente al ecu. Desde el comienzo de 1999, el euro reemplazó al marco como la divisa de referencia a un tipo fijo de 15,6466 coronas estonas por euro que no ha variado.

**...y al dólar en la caja de conversión del litas lituano.**

En Lituania, cuando se introdujo su moneda nacional, el litas, se estableció también una caja de conversión, pero con el dólar de Estados Unidos. El tipo de conversión se fijó en 4 unidades por dólar. La cotización del litas con relación al ecu/euro dependió de la evolución del dólar frente al ecu/euro. A partir del 2 de febrero de 2002, la moneda única europea reemplazó al dólar de Estados Unidos como la moneda de referencia de la caja de conversión a un tipo fijo de 3,4582 litas por euro.

#### LAS MONEDAS DE HUNGRÍA Y CHIPRE SE VINCULAN CON EL EURO



**Chipre y Hungría optan por un régimen de paridad fija de tipo de cambio con bandas de fluctuación.**

Otros países adherentes han optado por regímenes de paridad fija de tipo de cambio. Dentro de este sistema se pueden distinguir dos clases: el régimen de bandas, adoptado por Chipre y Hungría, y el tradicional, acordado por Letonia y Malta. El régimen de bandas implica el anuncio de un tipo de cambio central, junto con una banda de fluctuación en torno a éste. Este sistema supone la intervención automática del banco central en los márgenes de la banda para impedir que el tipo de cambio supere los límites fijados. En el régimen de tipo de cambio fijo tradicional la moneda nacional se fija contra una divisa (o cesta de monedas extranjeras) y varía raramente. La banda de oscilación permitida es muy estrecha, de un máximo del  $\pm 1\%$  alrededor del tipo central.

**La libra chipriota tiene una banda de fluctuación respecto al euro del 15% a cada lado del tipo central desde 2001.**

La libra chipriota fue ligada unilateralmente al ecu el 1 de enero de 1992 con un tipo de cambio central de 0,585274 unidades por ecu. La banda se estableció con una oscilación máxima del  $\pm 2,25\%$  respecto al tipo central. A partir del 1 de enero de 1999, la libra chipriota se vinculó al euro con el mismo tipo central que anteriormente. El 1 de enero de 2001 se amplió el rango de variación al 15% a cada lado del tipo central. No obstante, la libra chipriota se ha mantenido cerca de los límites anteriores.

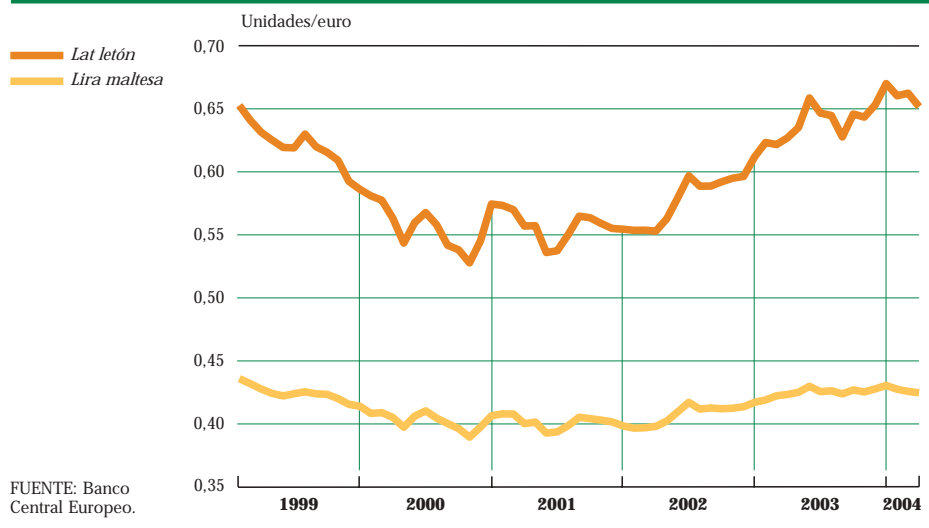
**En junio de 2003, el forint húngaro sufrió una devaluación.**

Hungría tuvo un sistema de paridad deslizante desde marzo de 1995 hasta el final de septiembre de 2001. En un sistema de paridad deslizante o escalonada en vez de reevaluar o de devaluar de una vez se procede a distribuir la variación total en pequeños porcentajes a lo largo de varios



meses, para compensar los diferenciales de inflación entre la economía nacional y las de los principales socios comerciales. La banda de fluctuación del forint era del 2,25% en torno al tipo de cambio central. La tasa de devaluación mensual fue reducida progresivamente desde el 1,9% hasta el 0,2%. El 4 de mayo de 2001, el margen de variación fue ampliado del  $\pm 2,25\%$  al  $\pm 15\%$ . El sistema de paridad escalonada se terminó el 1 de octubre de 2001. Desde entonces, Hungría ha adoptado un régimen de paridad fija con el euro con una banda de fluctuación de  $\pm 15\%$ . El 4 de junio de 2003, el forint se devaluó y el nuevo tipo de cambio central fue fijado en 282,36 forints por euro.

#### LETONIA Y MALTA LIGAN SUS MONEDAS A CESTAS DE DIVISAS



**Letonia liga su moneda a los derechos especiales de giro.**

Desde el 12 de febrero de 1994, Letonia vinculó su moneda, el lat, con los derechos especiales de giro (DEG). Éstos son una forma de reservas internacionales creados por el Fondo Monetario Internacional en 1970 para aumentar las reservas internacionales de divisas. Cada cinco años, el Fondo Monetario Internacional determina qué monedas formarán parte de la cesta y con qué ponderación. Para el periodo 2001-2005, los DEG se componen del dólar (44%), euro (31%), yen (14%) y libra esterlina (11%). Las autoridades monetarias letonas permiten un margen de fluctuación del 1% a cada lado del tipo central de 0,7997 lats por DEG.

**La lira maltesa está vinculada al euro, a la libra esterlina y al dólar.**

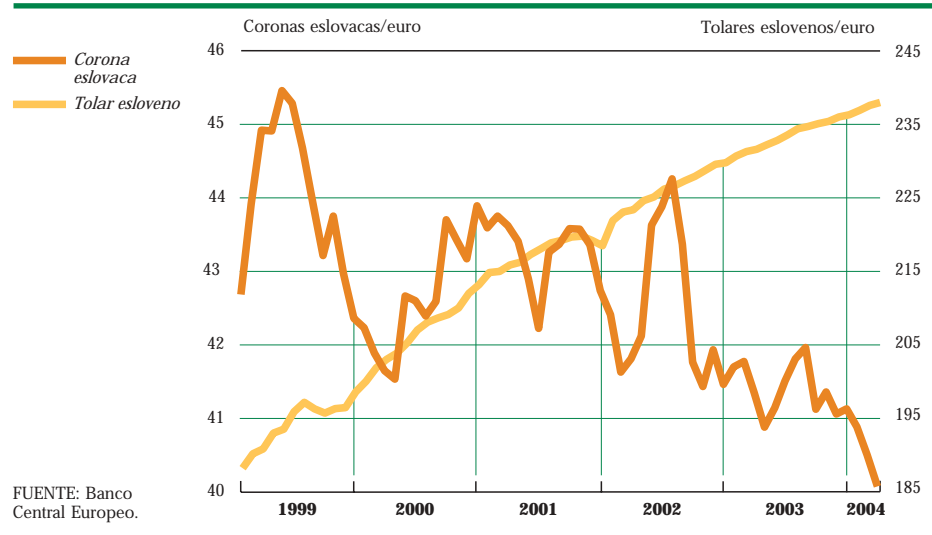
La lira maltesa ha estado ligada a una cesta de divisas desde la década de los setenta. Actualmente, esta cesta se compone del euro, la libra esterlina y el dólar. Sus pesos reflejan los volúmenes relativos del comercio exterior de Malta. La ponderación del euro supone el 70%, frente al 20% de la libra esterlina y el 10% del dólar.

**En los regímenes de flotación, el tipo de cambio se determina por la oferta y la demanda de divisas.**

Por otra parte, las monedas de otros países adherentes se hallan en regímenes de flotación. En este sistema, el tipo de cambio se determina por la oferta y la demanda de divisas. Aunque en principio el tipo de cambio puede fluctuar de cualquier modo, en la práctica el banco central asegura que las variaciones de las cotizaciones no sean demasiado amplias. Con todo, se pueden distinguir dos tipos de flotación según que

el banco central intervenga o no en los mercados de cambios: controlada y libre.

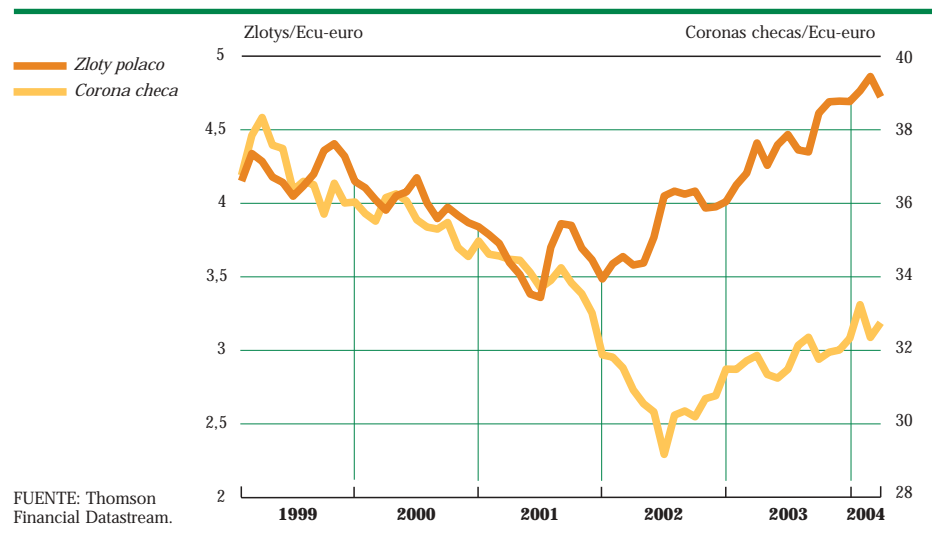
### ESLOVAQUIA Y ESLOVENIA CONTROLAN LA FLOTACIÓN DE SUS DIVISAS



*En la flotación controlada, el banco central interviene en los mercados de cambios...*

En octubre de 1998, Eslovaquia abandonó un sistema de tipo de cambio que ligaba la corona eslovaca a una cesta formada por el marco alemán y el dólar y pasó a un régimen de flotación controlada teniendo como referencia al euro. Eslovenia también ha adoptado la flotación controlada para su divisa, el tolar. De este modo, el banco central esloveno interviene en los mercados de cambio cuando considera que el tipo de cambio evoluciona en contra de la dirección deseada.

### POLONIA Y LA REPÚBLICA CHECA DEJAN FLOTAR SUS MONEDAS



*...como en el caso de la corona checa.*

En mayo de 1993, la corona checa fue vinculada a una cesta de divisas compuesta por el marco alemán y el dólar con una banda de fluctuación de  $\pm 0,5\%$ . Posteriormente, en febrero de 1996 el rango de oscilación fue aumentado a  $\pm 7,5\%$ . Este sistema de tipo de cambio fijo fue abandonado a favor de una flotación controlada el día 26 de mayo de 1997 a raíz de la crisis financiera que azotó el país.

*El zloty polaco flota libremente desde abril de 2000.*

Polonia adoptó un sistema de paridad escalonada desde octubre de 1991 hasta abril de 2000. En este periodo, el zloty estuvo ligado a una cesta de monedas, que cambió su composición al inicio de 1999. Por otro lado, la banda de fluctuación también varió desde el  $\pm 1\%$  al  $\pm 12,5\%$  al final de 1998. Desde el 12 de abril de 2000, el zloty fue dejado flotar libremente en los mercados de cambios.

## Hacia el Mecanismo de Tipos de Cambio II

*Los diez nuevos Estados miembros adoptarán el euro una vez que cumplan los criterios de convergencia establecidos.*

Desde el momento de su incorporación a la Unión Europea, los nuevos Estados miembros deben considerar su política cambiaria como una cuestión de interés común y el objetivo principal de su política monetaria debe ser la estabilidad de precios. Asimismo, las políticas económicas estarán sujetas a una serie de procedimientos de vigilancia multilaterales en el marco de la Unión Europea. Los diez países adherentes se comprometerán a efectuar todos los esfuerzos necesarios para la adopción del euro una vez cumplan los criterios de convergencia establecidos en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. Así, en algún momento después de la adhesión los nuevos Estados miembros se incorporarán al Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II) como paso previo a su incorporación a la moneda única europea.

*No existe un único modelo de estrategia para la incorporación al MTC II como paso previo al euro.*

El euro no puede ser adoptado unilateralmente mediante una «eurización» fuera del marco del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, sino que la incorporación al euro debe ser la culminación de un proceso de convergencia estructurado en un marco multilateral. Es decir, no se pueden soslayar las etapas previstas para la adopción del euro. Ahora bien, la elección de las estrategias de política monetaria y de tipo de cambio después de la adhesión a la Unión Europea corresponde sobre todo a cada Estado miembro. Puesto que las estructuras económicas y los regímenes de tipo de cambio y monetarios de los países adherentes, así como el grado de convergencia nominal y real conseguidos, son distintos, no existe un único modelo para su incorporación al Mecanismo de Tipos de Cambio II y la adopción del euro. No obstante, se les aplicará el principio de igualdad de trato a lo largo de todo el proceso de integración monetaria.

*El MTC II es un acuerdo multilateral de tipos de cambio fijos, pero ajustables, con un tipo central y un margen normal de variación del 15%...*

¿Pero, qué es el Mecanismo de Tipos de Cambio II? El 1 de enero de 1999, este mecanismo sustituyó al Sistema Monetario Europeo creado en 1979, y desempeña una doble función. Por una parte, sirve para gestionar los tipos de cambio entre las divisas de los Estados miembros que participan en el mecanismo y, por otra, desempeña un papel en los criterios de convergencia para la adopción del euro, y constituye una fase de prueba para el tipo central y para la sostenibilidad de la convergencia en general. El Mecanismo de Tipos de Cambio II es un acuerdo multilateral de tipos

de cambio fijos, aunque ajustables, con un tipo de cambio central respecto al euro y un margen normal de variación de  $\pm 15\%$ . Las intervenciones en los márgenes serán, en principio, automáticas e ilimitadas, pero siempre a cargo de los Estados afectados, y se podrá disponer de financiación a muy corto plazo.

## OBJETIVOS DE PARTICIPACIÓN EN EL MTC II Y LA SUBSIGUIENTE ADOPCIÓN DEL EURO

Pais	Fecha objetivo de la adopción del euro	Fecha objetivo de la participación en el MTC II	Cambios proyectados en el régimen de los tipos de cambio
<b>Chipre</b>	2007	Este año o 2005	Ninguno
<b>Eslovaquia</b>	2008-2009	No especificada	-
<b>Eslovenia</b>	2007	Antes del final de 2004	-
<b>Estonia</b>	2006	Antes de agosto de 2004	Ninguno
<b>Hungría</b>	1 de enero de 2008	Tan pronto como sea posible después de la incorporación a la UE	Ninguno
<b>Letonia</b>	1 de enero de 2008 como más pronto	1 de enero de 2005. Intención de limitar las fluctuaciones del lat a una banda más estrecha que el $\pm 15\%$	Vinculación con el euro a partir del 1 de enero de 2005
<b>Lituania</b>	2007	Antes de agosto de 2004	Ninguno
<b>Malta</b>	Tan pronto como la convergencia económica lo permita	Lo más pronto posible tras la incorporación a la UE	-
<b>Polonia</b>	2009	No especificada	Ninguno
<b>República Checa</b>	2009	Condicionada al cumplimiento de los criterios de convergencia	-

FUENTES: Comisión Europea y Eurostat.

*...aunque a petición de un Estado miembro se pueden fijar márgenes de fluctuación más estrechos.*

A petición de un Estado miembro no perteneciente a la zona del euro se podrán fijar márgenes de fluctuación más estrechos que el normal. Pero los márgenes estrechos acordados de forma multilateral únicamente pueden contemplarse en una fase muy avanzada de convergencia, como sucede actualmente en el caso de Dinamarca. Este país no ha adoptado todavía el euro y participa en el MTC II con un margen de  $\pm 2,25\%$ . Sin embargo, los países adherentes que operan una caja de conversión podrían participar en el mecanismo con una caja de conversión como compromiso unilateral, pero con una paridad central respecto del euro fijada de mutuo acuerdo.

*La incorporación al MTC II puede producirse en cualquier momento después de la adhesión a la Unión Europea.*

¿Cuándo se puede producir la incorporación de los países adherentes al Mecanismo de Tipos de Cambio II? La participación de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro en el Mecanismo de Tipos de Cambio II es voluntaria y puede producirse en cualquier momento después de la adhesión a la Unión Europea. La incorporación al Mecanismo de Tipos de Cambio II no requiere el cumplimiento de criterios prees-

tablecidos. Sin embargo, las políticas monetaria, presupuestaria y estructurales deben ser compatibles con la participación en este mecanismo.

**Una entrada demasiado temprana en el MTC II podría comportar algunos riesgos.**

Se han señalado algunos riesgos que podría comportar una temprana incorporación al Mecanismo de Tipos de Cambio II. Así, el proceso de transición y la progresión hacia la convergencia de las rentas reales podrían entrar en contradicción con un grado de flexibilidad limitado de los tipos de cambio. Por otro lado, en un contexto de libertad de movimientos de capitales, grandes desequilibrios fiscales o fuertes choques económicos podrían comportar un periodo de alta vulnerabilidad o la inestabilidad financiera en países con rigideces en los mercados laborales y de bienes. De todos modos, Estonia, Lituania, Chipre, Letonia, Eslovenia, Malta y Hungría ya han especificado que tienen por objetivo incorporarse al Mecanismo de Tipos de Cambio II en los próximos meses o tan pronto como sea posible después de la adhesión a la Unión Europea. Los otros países no lo han especificado o lo condicionan al cumplimiento de los criterios de convergencia, como la República Checa.

#### SITUACIÓN DE LOS PAÍSES ADHERENTES EN MATERIA DE CONVERGENCIA

	Inflación (1) (IPCA) %	Déficit público (3) % s/PIB	Deuda pública (3) % s/PIB	Estabilidad cambiaria Variación máxima frente al euro en los dos últimos años en %	Tipos de interés a largo plazo (4) %
<i>Valor de referencia</i>	2,7 (2)	3	60		6,1 (5)
<b>Chipre</b>	4,0	5,4	60,3	-3,0	4,5
<b>Eslovaquia</b>	8,8	5,0	45,1	11,9	5,2
<b>Eslovenia</b>	5,7	2,0	27,4	-6,1	...
<b>Estonia</b>	1,4	-0,4	5,4	0,1	...
<b>Hungría</b>	4,7	4,8	57,9	-14,3	7,5
<b>Letonia</b>	2,9	2,9	16,7	-17,8	...
<b>Lituania</b>	-1,0	2,4	23,3	-0,1	...
<b>Malta</b>	1,6	7,4	66,4	-7,5	...
<b>Polonia</b>	0,7	4,1	45,1	-27,6	6,3
<b>República Checa</b>	-0,1	7,6	30,7	-13,1	4,0

NOTAS: (1) Estimación. Tasa de variación interanual.

(2) Media aritmética simple de las tasas de inflación de los tres estados miembros con mejores resultados en materia de estabilidad de precios, más 1,5 puntos porcentuales.

(3) Estimación.

(4) Media de los doce últimos meses.

(5) Media aritmética simple del promedio sobre 12 meses de los tipos de interés de los tres estados miembros con mejores resultados en materia de estabilidad de precios, más 2 puntos porcentuales.

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

**El criterio de convergencia que presenta un menor cumplimiento actualmente es el del déficit público...**

¿Y cómo están actualmente los países adherentes en cuanto a los criterios de convergencia nominal? Respecto a la inflación, el valor de referencia a diciembre de 2003 resulta del 2,7% y sería cumplido por la mitad de los nuevos Estados miembros, y con otro país con un valor muy próximo. Por lo referente al déficit público, el valor de referencia del 3% del producto interior bruto sería observado por cuatro países solamente, lo que evidencia problemas estructurales. En cambio, el criterio de la deuda pública del 60% del producto interior bruto sólo sería rebasado por Chipre y Malta, y aun con valores no alejados del límite. Por lo concerniente a los tipos de interés a largo plazo, los datos disponibles para cinco paí-

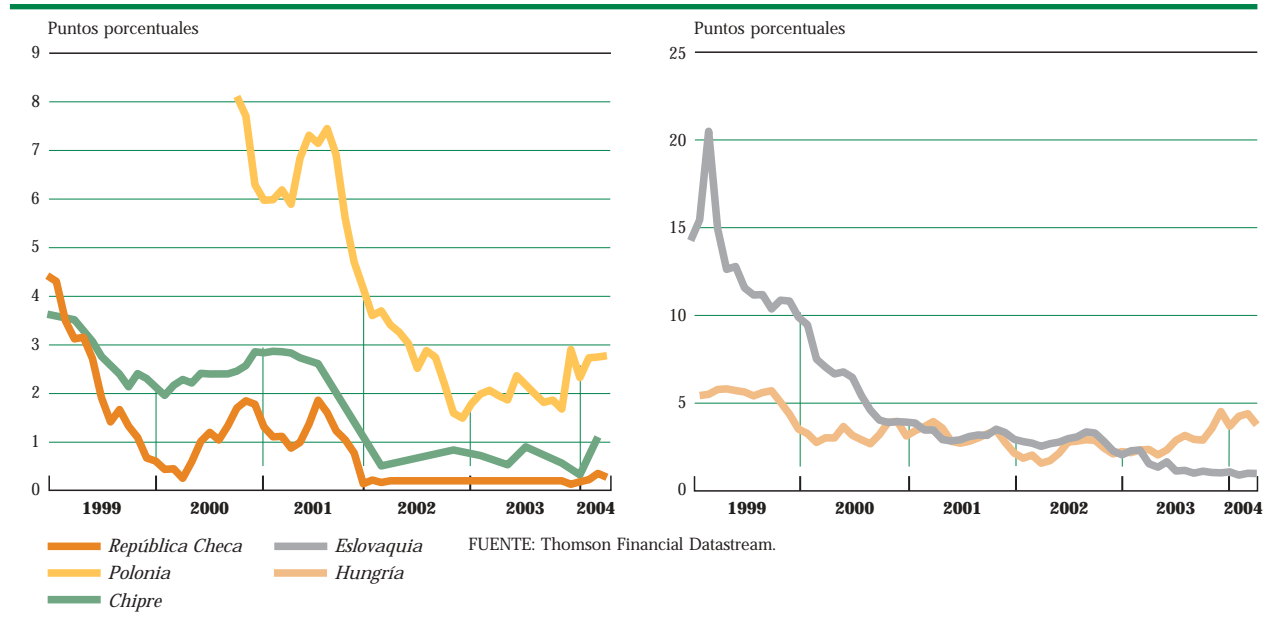
ses muestran que o bien cumplen el criterio o que se hallan cerca de cumplirlo. Además, el criterio de estabilidad de los tipos de cambio detalla que el Estado miembro tendrá que haber observado sin tensiones graves durante los dos años anteriores al examen de admisión al euro los márgenes normales de fluctuación dispuestos por el mecanismo de tipos de cambio.

*...pero si se procede con los ajustes de política económica precisos, la mayoría de los países adherentes se pueden incorporar a la eurozona en los próximos años.*

Como se ha visto en relación con el cumplimiento de los criterios de convergencia, la incorporación a la zona del euro de la mayoría de los países adherentes parece factible en los próximos años si se procede con los ajustes de política económica adecuados, especialmente saneamientos presupuestarios. Casi todos los nuevos Estados miembros han expresado una fecha objetivo para la adopción del euro. Malta la desea tan pronto como la convergencia económica lo permita, Estonia en 2006, Eslovenia, Lituania y Chipre en 2007, Hungría y Letonia en 2008, Eslovaquia un poco más tarde y Polonia y la República Checa en 2009. Por tanto, al final de la década los diez nuevos Estados miembros podrían formar parte del área del euro. Por otro lado, las expectativas de los mercados financieros, medidas por los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo con la zona del euro, muestran que son compatibles con este panorama.

#### TENDENCIA A LA REDUCCIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO DE LA DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO

Diferenciales de los tipos de interés a largo plazo con la deuda pública alemana



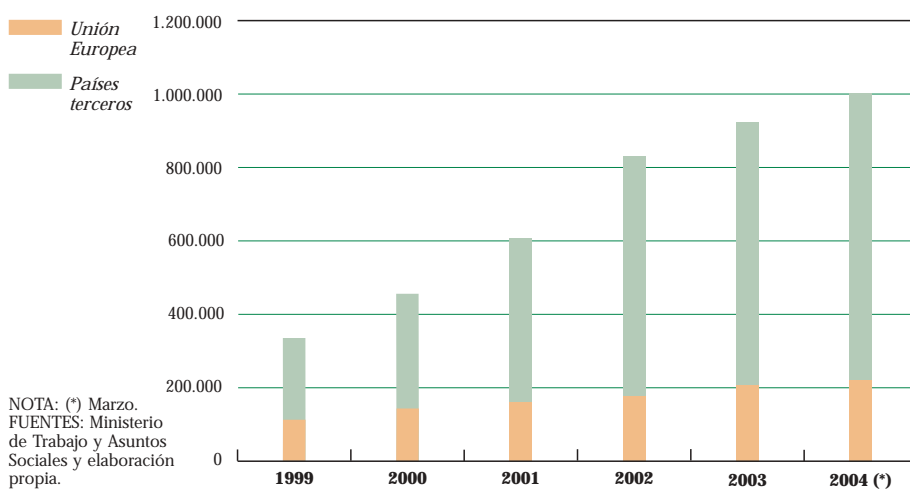
## ¿En qué sectores trabajan los inmigrantes?

**La población extranjera en España se multiplica por cinco desde 1996...**

Uno de los cambios más apreciables de la sociedad española en los últimos años ha sido la progresiva importancia de la inmigración. En 1996, según datos de la revisión del Padrón Municipal realizada por el Instituto Nacional de Estadística, los extranjeros residentes en España eran 542.314, es decir, el 1,37% de la población total. Estimaciones provisionales para 2003 sitúan esta proporción en torno al 6,3% de la población, es decir, prácticamente 2,7 millones de personas, la mayor parte de ellas procedentes de fuera de la Unión Europea (en 2002, los nacidos en la UE suponían el 1,7% de la población española).

### LA AFILIACIÓN DE EXTRANJEROS SUPERA EL MILLÓN EN MARZO DE 2004

Afiliados extranjeros a la Seguridad Social según procedencia



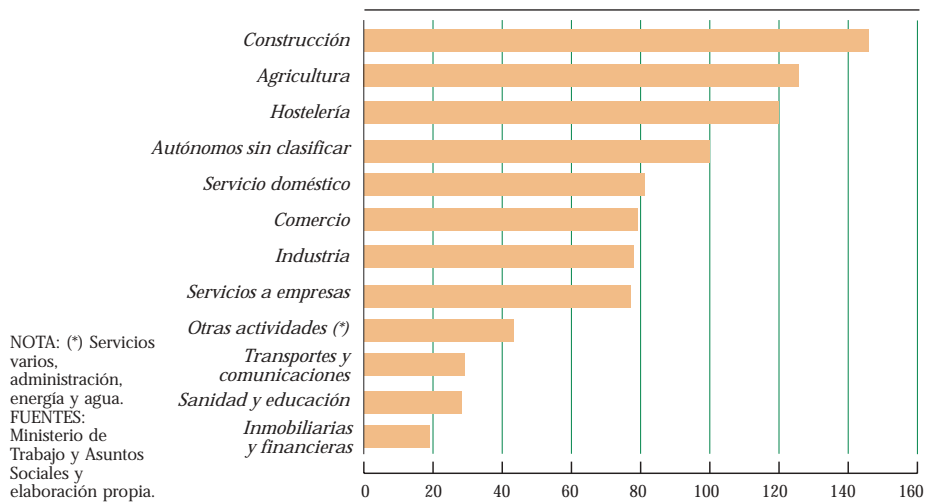
**...y los trabajadores extranjeros en alta laboral en la Seguridad Social se acercan al millón a principios de 2004.**

El aumento de la población extranjera en España ha tenido un impacto importante en el mercado de trabajo y se ha traducido, lógicamente, en un sensible aumento de la población ocupada de origen foráneo. En marzo de 2004, el número de extranjeros afiliados a la Seguridad Social se situó en 1.002.039, es decir, el 5,9% del total. En diciembre de 1999, el dato homogéneo disponible más alejado en el tiempo, los afiliados eran 334.976, un 2,3% del total.

**Construcción, agricultura y hostelería concentran la mayor parte de la afiliación extranjera.**

El empleo extranjero, mayoritariamente externo a la Unión Europea (el 78,0% procede de países terceros), se ha concentrado en pocos sectores de actividad. Datos de 2003 señalan que construcción, agricultura y hostelería se reparten, en proporciones similares, el 42% del total de afiliados a la Seguridad Social. A continuación figuran 99.748 personas, un 10,8% del total, que son autónomos sin adscripción sectorial determinada. Por último, el servicio doméstico, el comercio, la industria y los servicios a empresas presentan una cuota algo superior al 8% del total.

CONSTRUCCIÓN, AGRICULTURA Y HOSTELERÍA  
ACAPARAN EL TRABAJO EXTRANJERO  
Miles de afiliados extranjeros a la Seguridad Social en media en 2003



**Determinadas parcelas de actividad presentan una proporción notable de trabajadores extranjeros.**

La visibilidad del empleo extranjero cambia sensiblemente según ramas de actividad. Así, en el servicio doméstico el 36% de los afiliados procede del exterior. Esa cuota supera el 11% en la hostelería, se acerca al 10% en la agricultura y al 8% en la construcción. Por el contrario, en sectores como la administración pública, la sanidad y la educación la proporción de extranjeros es baja y estable, un 0,6% en el primer caso y del 2,1% en los dos restantes. En el comercio y la industria, la cuota llegó al 3% en 2003, aunque con un aumento significativo respecto al año anterior. Estos porcentajes no incluyen los trabajadores autónomos no agrarios sin adscripción sectorial antes mencionados, por lo que en determinados ámbitos de actividad (comercio, construcción o industria entre otros) la importancia relativa del trabajo extranjero tiende a subestimarse.

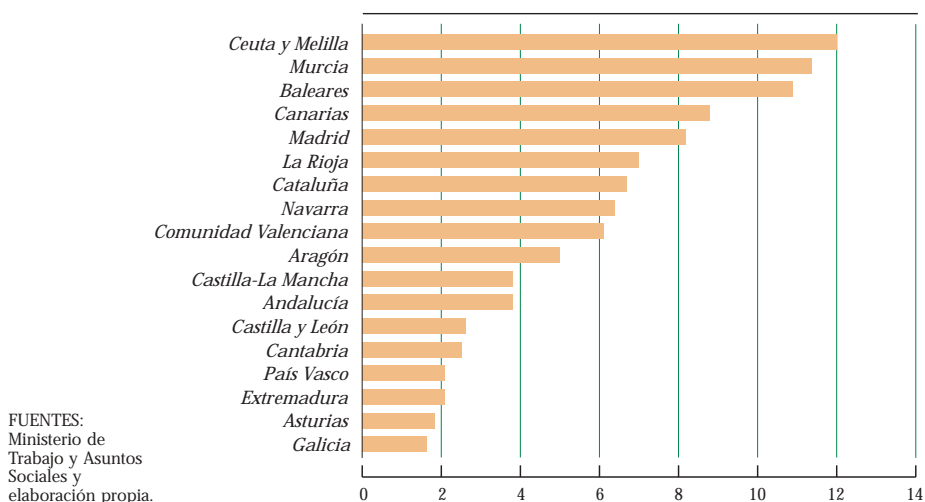
**Murcia, Baleares, Canarias y Madrid son las comunidades con una presencia relativa mayor de trabajadores extranjeros.**

La importancia del empleo extranjero varía geográficamente. Así, mientras en Ceuta y Melilla o Murcia la población afiliada a la Seguridad Social de origen extranjero respecto al total de personas en alta queda en torno al 12%, en Baleares y Canarias en el 9% y en Madrid en un 8,5%, en otras zonas como Asturias, Extremadura, País Vasco o Galicia esa cuota no sobrepasa el 2,5%. En Cataluña, Comunidad Valenciana, Andalucía y Madrid, donde se concentran algo más de las dos terceras partes de los extranjeros en situación de alta laboral en la Seguridad Social, el peso de la inmigración en el empleo se sitúa cerca del 7% en los dos primeros casos y por debajo del 4% en Andalucía. Lógicamente, el mayor dinamismo económico de una u otra zona junto a la importancia de determinadas ramas de actividad en una u otra economía determinan este amplio abanico de situaciones.



## DISPARIDADES TERRITORIALES EN EL IMPACTO DEL TRABAJO DE EXTRANJEROS

Porcentaje de afiliados extranjeros a la Seguridad Social sobre el total en media en 2003

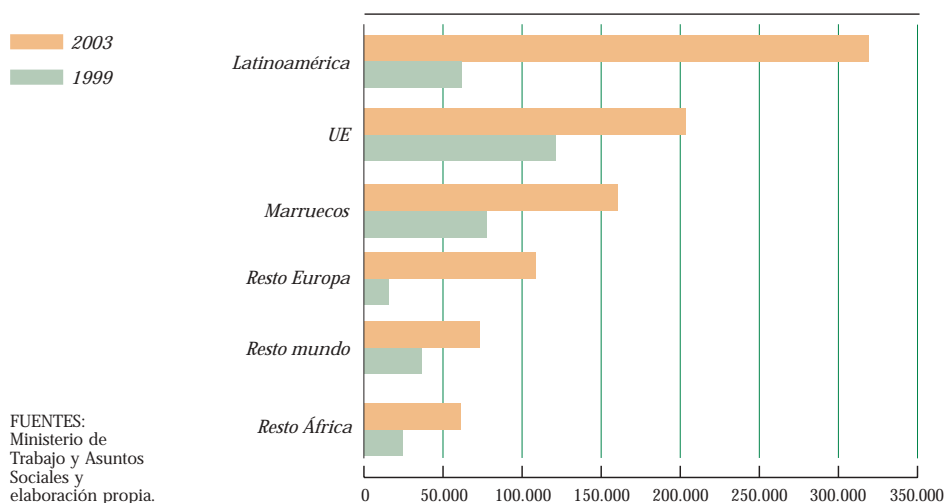


**La población latinoamericana, principal colectivo extranjero en España.**

Finalmente, el auge de la población ocupada extranjera se explica principalmente por la llegada de trabajadores latinoamericanos que, en 2003, constituyeron más de la tercera parte de los afiliados extranjeros formando un colectivo cercano a las 320.000 personas, cinco veces la cifra de 1999. Entre este colectivo, las nacionalidades predominantes son la ecuatoriana, con más de 135.000 efectivos, y la colombiana, con 65.000, ambas cifras referidas a la media de 2003.

## LATINOAMÉRICA: FUENTE PRINCIPAL DEL EMPLEO EXTRANJERO

Afiliados en alta a la Seguridad Social en media anual



***Crecimiento de los trabajadores procedentes del Este de Europa.***

Muy importante también, casi multiplicándose por nueve, ha sido el crecimiento de la afiliación de ciudadanos de países europeos no comunitarios (principalmente rumanos, búlgaros y ucranianos), que en 2003 llegó prácticamente a las 110.000 personas (15.427 en 1999).

***Marruecos es el país africano con mayor presencia en el mercado de trabajo español.***

Menos intensa aunque también importante ha sido la presión del flujo migratorio de otros países. En este sentido, los afiliados originarios de Marruecos han llegado a 160.233 en 2003 tras doblar su número de efectivos desde 1999, mientras que los procedentes del resto de África, principalmente Nigeria, Senegal y Argelia, han alcanzado el registro de 60.228, casi dos veces y media la cifra de 1999.

***Los ciudadanos comunitarios que trabajan en España superan los 200.000.***

Por último, el proceso de integración europea ha tenido un impacto relevante en el incremento de la población de la Unión Europea afiliada a la Seguridad Social en España. En efecto, este colectivo alcanzó las 202.813 personas en 2003, un 67% más que en 1999.

---

## PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

**Todas las publicaciones están disponibles en Internet:**  
[www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)  
**Correo electrónico:** [publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto: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)  
Víctor 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 Aríztegui, 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 Maria Pilar Buil
  - 31 - LOS NUEVOS INSTRUMENTOS DE LA GESTIÓN PÚBLICA  
Guillem López Casanovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza e Ivan Planas Miret
  - 32 - LA COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: INFLACIÓN, PRODUCTIVIDAD Y ESPECIALIZACIÓN  
Francisco Pérez (director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Ángel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci y Ezequiel Uriel
-