

INFORME MENSUAL

ENERO 2004

N.º 265 Índice

- 1 Perspectivas económicas**
- 2 La situación económica**
- 6 Coyuntura internacional**
 - 6 Estados Unidos
 - 8 Japón
- 10 Materias primas**
- 12 Unión Europea**
 - 12 Zona del euro
- 14 Pacto de Estabilidad**
 - 16 Alemania
 - 18 Francia
 - 19 Italia
 - 19 Reino Unido
- 21 Mercados financieros**
 - 21 Tipos de interés y de cambio
 - 29 Mercado de capitales
- 37 Coyuntura española**
 - 37 Actividad económica
- 42 Construcción de viviendas**
 - 45 Mercado de trabajo
- 48 Salarios**
 - 50 Precios
 - 55 Sector exterior
 - 59 Sector público
 - 61 Ahorro y financiación
- 67 Estudios especiales**
- 68 Reformas estructurales en la UE**
- 77 Sistema bancario**

Estados Unidos: fuerte ritmo de actividad en el cuarto trimestre
Se mantiene la tónica de consumo privado dinámico y recuperación de la inversión, en un contexto de ausencia de tensiones inflacionistas. Pág. 6

Materias primas: sensible tensionamiento de las cotizaciones
El precio del crudo de petróleo no cede y las materias primas industriales siguen al alza. Pág. 10

Las bolsas suben en 2003 después de tres años de caídas
En las últimas semanas del año, las cotizaciones han alcanzado nuevos máximos anuales. Pág. 29

La construcción de viviendas mantiene un fuerte impulso
Los últimos indicadores apuntan a una paulatina desaceleración, pero en niveles todavía muy altos. Pág. 42

El déficit comercial empeora en el tercer trimestre
Aumentan tanto las importaciones como las exportaciones, pero el desequilibrio con el exterior no se frena. Pág. 55

ESTUDIOS ESPECIALES

Agenda de Lisboa: la estrategia económica de la UE, a examen

El objetivo es que en 2010 la UE sea la economía más dinámica y competitiva del globo. ¿Estamos en el camino? Pág. 67

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

GRUPO " la Caixa" :
DATOS MÁS RELEVANTES
a 31 de diciembre de 2002

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	105.069
Créditos sobre clientes (incluye titulizaciones)	65.168
Resultado después de impuestos y minoritarios	683

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

Empleados	23.550
Oficinas	4.630
Terminales de autoservicio	6.833

FUNDACIÓN " la Caixa"

Presupuesto para 2003 (en millones€)	168,700
Museo de la Ciencia (visitantes)	358.538
«CosmoCaixa» (visitantes)	552.344
Exposiciones	329
Conciertos y actividades musicales	407
«Esplais»	523
Becas para ampliación de estudios en el extranjero (1982-2002)	1.562

INFORME MENSUAL

Enero 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

Toda la información y opiniones contenidas en este informe proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene sólo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se responsabiliza del uso que del mismo pueda hacerse. Las opiniones y estimaciones son propias del Servicio de Estudios, por lo que pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2004

En los últimos meses de 2003 la economía mundial ha afianzado la tónica de **recuperación, que se confía se prolongue a lo largo de 2004**. La subida de los precios de las materias primas y las tensiones en el precio del petróleo son un reflejo de este cambio de tono, aparte de las circunstancias específicas de cada mercado. La locomotora del crecimiento mundial vuelve a ser Estados Unidos, que tras crecer un 3% en 2003 seguirá acelerando su actividad hasta tasas del 3,5%-4% en 2004, gracias al fuerte ritmo del gasto de los hogares y a la recuperación de la inversión, en un contexto de mayor creación de empleo y de ausencia de tensiones inflacionistas. Por el momento no se espera que el creciente déficit público perturbe esta evolución, pero a medio plazo el desmesurado desequilibrio de las finanzas públicas lastrará el potencial de crecimiento de la economía americana. En cuanto al déficit exterior, el efecto de la depreciación del dólar permitirá corregirlo hasta niveles más sostenibles.

La zona del euro también acaba el año 2003 con una cierta aceleración del crecimiento, si bien la tónica dominante sigue siendo el **estancamiento y la fragilidad de las señales de reactivación**. En 2003 el crecimiento de la zona se ha situado en apenas un 0,5%, pero en 2004 se confía en que la recuperación de la inversión y del consumo facilitarán una intensificación del crecimiento hasta el 1,5%-2%. La mejora de la confianza de empresas y consumidores a finales de 2003 se traducirá en un aumento del nivel de la demanda interna, a la vez que el dinamismo de las economías americana y asiáticas sostendrán el crecimiento de la demanda exterior. La apreciación del euro, por el contrario, jugará en contra de la recuperación de la eurozona.

En este contexto, cabe esperar que en 2004 los principales bancos centrales inicien el giro alcista de los tipos de interés oficiales. No obstante, dadas las fragilidades de la actual recuperación y la perspectiva de una inflación contenida, **la subida de los tipos de interés de referencia será moderada y todavía tardará unos meses**. Por otra parte, ya que el ciclo económico en Estados Unidos está más avanzado que en Europa, es probable que la Reserva Federal inicie el alza de los tipos de interés antes, en el segundo trimestre, mientras que el Banco Central Europeo seguiría el movimiento algunos meses más tarde. Los tipos de interés a largo plazo continuarán en los niveles actuales durante algún tiempo, para incrementarse progresivamente más tarde. En cuanto al dólar, la evolución de los mercados de cambios puede derivar en una sobreventa de la divisa, que con relación al euro podría alcanzar el cambio de los 1,30 dólares en los próximos meses. Respecto a las bolsas, las previsiones para 2004 son también positivas.

Por lo que se refiere a la economía española, la demanda interior continuaba mostrando un tono bastante firme en los meses finales de 2003, gracias fundamentalmente al avance sostenido del consumo –apoyado por el crecimiento continuado de la ocupación y de las rentas salariales– y al impulso de la construcción. Si, como se espera, la recuperación de la economía internacional permite un mayor avance en las exportaciones, **el crecimiento del PIB se aproximará al 3% en 2004**. En estas circunstancias, el empleo continuará aumentando a un ritmo moderado y la tasa de paro se reducirá ligeramente. En materia de precios, la subida del índice de precios de consumo en noviembre tuvo un carácter meramente coyuntural, sin variar las expectativas de que el año se cierre con una tasa de inflación inferior al 3% y se reduzca algunas décimas más en 2004. Por otra parte, cabe esperar que el déficit exterior tienda a moderarse a lo largo del año y se mantenga el equilibrio de las cuentas públicas.

22 de diciembre de 2003

LA SITUACIÓN ECONÓMICA

El año 2003 termina mejor de como empezó

Las señales de reactivación se afianzan en la economía internacional.

El año 2003 finaliza mucho mejor de como empezó, cuando las dudas sobre la recuperación internacional y los riesgos de la guerra contra Irak enturbiaban el panorama económico. Ahora se estima que la recuperación económica internacional está afianzada gracias al empuje de Estados Unidos y al despegue de economías asiáticas como China o India. Incluso en la Unión Europea empiezan a multiplicarse las señales de reactivación, dentro del débil pulso que todavía aqueja a las principales economías continentales. Aunque el precio del petróleo está casi tan alto como en los momentos más tensos de la guerra contra Irak y que el resto de materias primas sube, la inflación sigue ausente del horizonte económico. La mejora de las expectativas y los moderados tipos de interés han permitido que en 2003 las bolsas hayan experimentado ganancias por primera vez en tres años.

En Estados Unidos, la economía mantiene su expansión, pero la generación de empleo es muy baja.

En los últimos meses de 2003, la economía de Estados Unidos mantiene su expansión, con un consumo privado muy dinámico y una inversión empresarial en recuperación. Por el lado de la demanda, llama la atención la fortaleza de la construcción, la solidez de la actividad en los servicios y, sobre todo, los indicios de recuperación en el sector manufacturero. Con todo, el mayor nivel de actividad todavía no se está reflejando de forma clara en la creación de empleo.

La elevada productividad americana frena la inflación, pero preocupan los déficit público y exterior.

La «recuperación sin empleo» es consecuencia de un alto nivel de productividad y de la temprana fase del ciclo de crecimiento, con lo que cabe esperar una mejora paulatina a lo largo de 2004. También la elevada productividad americana explica la práctica ausencia de inflación. En noviembre, la tasa interanual del índice de precios de consumo bajó dos décimas respecto al mes anterior, situándose en sólo el 1,8%. Por su parte, la inflación subyacente, que no incorpora energía ni alimentos, se situó en el 1,1%. Menos positiva es la evolución del déficit público, que a la altura del tercer trimestre alcanzaba ya la preocupante cota del 6,5% del producto interior bruto (PIB). Tampoco se está corrigiendo sensiblemente el déficit por cuenta corriente, que ronda el 5% del PIB.

El deslizamiento del dólar continúa...

El dólar se ha visto perjudicado por el creciente déficit público, pero por el contrario deberá ayudar a corregir el déficit exterior. El 17 de diciembre, la moneda estadounidense anotó un mínimo en relación con las divisas de los 26 países con mayor volumen de comercio con Estados Unidos, con un descenso del 12,2% respecto al máximo alcanzado en enero de 2002. Se trata de una devaluación relativamente controlada, si bien el hecho de que buena parte de dichos países tengan sus monedas vinculadas al dólar de Estados Unidos provoca que el peso de la corrección recaiga excesivamente sobre monedas como el yen o el euro.

...algo que no favorece la recuperación de la economía europea...

En consecuencia, el euro ha ido encadenando una sucesión de máximos históricos frente al dólar a lo largo de las últimas semanas, alcanzando la cota de 1,242 dólares, tres años después del mínimo histórico de 0,82 dólares cotizado en octubre de 2000. Esta fortaleza del euro no es lo que más conviene a la economía de la eurozona, que muestra grandes dificultades para seguir la estela de crecimiento de Estados Unidos y otras economías dinámicas. De todas formas, los indicadores apuntan a que lo peor ha pasado. Los resultados del tercer trimestre presentan el primer crecimiento del PIB de la eurozona desde finales de 2002 (en tasa intertrimestral). Y cabe destacar que es precisamente el sector exterior lo que permitió dicho avance, ya que la demanda interior se mostró menos dinámica que en trimestres anteriores.

...en la que los indicadores de confianza mejoran considerablemente.

Los indicadores más recientes apuntan a que la recuperación continuará, si bien a un ritmo muy contenido. La confianza de los consumidores ha mejorado notablemente y el indicador de clima industrial subió intensamente en noviembre. La economía de Alemania, la de mayor peso de la eurozona, muestra una recuperación muy débil, pero han aparecido algunas señales esperanzadoras, como la subida de la utilización de la capacidad productiva, la mejora de la producción industrial o los últimos resultados de la principal encuesta de actividad empresarial. También se advierten tendencias similares en Francia, mientras que Italia mantiene la tónica de estancamiento.

La inflación en la eurozona se mantiene por encima del 2%.

Pese a este bajo ritmo de actividad económica, la inflación en la zona del euro no baja del 2%. En noviembre, la subida de los precios de la energía tensó una décima la tasa interanual del índice de precios de consumo (IPC) hasta el 2,2%. El propio Banco Central Europeo ha revisado ligeramente al alza sus previsiones de inflación para los próximos meses.

Los tipos de interés siguen relajados, mientras que las bolsas crecen por primera vez en tres años.

Ni el BCE ni la Reserva Federal, el sistema de bancos centrales de Estados Unidos, han variado sus tipos de interés de referencia en la segunda mitad de 2003. La frágil recuperación de la actividad y la ausencia de tensiones inflacionistas explica la laxitud de las políticas monetarias, especialmente en el caso de los Estados Unidos, con lo cual los tipos de interés a corto plazo siguen en cotas mínimas. El repunte de las rentabilidades de la deuda pública que se inició hacia mediados de año se ha desinflado recientemente por las mismas razones. En cambio, las bolsas han recibido un fuerte impulso en los últimos compases de 2003, alcanzando máximos anuales y registrando la primera subida anual de las cotizaciones de los últimos tres ejercicios.

Marcha favorable de la economía española

En España, los tipos de interés a corto plazo están por debajo de la tasa de inflación...

En España, los tipos de interés nominales a corto plazo siguen anclados en niveles muy bajos, lo cual explica que, descontada la inflación, los tipos de interés reales sigan siendo negativos. Esto impulsa la demanda de crédito, que a su vez alimenta en parte la expansión de la demanda interior. Así, el crédito bancario a empresas y familias está creciendo a tasas del 13% y, dentro del mismo, el crédito hipotecario se mantiene en el 20%. En cuanto a la morosidad, el porcentaje de créditos dudosos se mantiene en mínimos históricos.

...lo que permite mantener favorables condiciones de financiación en el consumo privado y en la construcción.

Las condiciones favorables de financiación, entre otros factores, permiten sostener el crecimiento del consumo privado y de la construcción, los dos puntales sobre los que se asienta el crecimiento económico español en los últimos años. Los indicadores más recientes muestran la continuidad de las tendencias conocidas, con un avance del consumo de las familias bastante sólido, un notable dinamismo de la construcción y una recuperación de la inversión en bienes de equipo, pese a algunos altibajos.

Las empresas presentan resultados favorables...

El buen tono de la economía halla un adecuado reflejo en la satisfactoria coyuntura empresarial, ya que en los tres primeros trimestres de 2003 el resultado económico bruto de las empresas encuestadas por la central de balances del Banco de España experimentó un crecimiento del 7,3%. Además, el descenso de los tipos de interés explica que el resultado ordinario neto aumentara un 15,4%, la tasa más elevada de los últimos cinco años.

...y la generación de empleo sigue firme, con alzas salariales en aceleración.

El crecimiento de la economía española, aunque relativamente modesto (cercano al 2,5%), sigue generando empleo. Los últimos indicadores conocidos corresponden a la afiliación a la Seguridad Social, que continúa alcanzando nuevos máximos, 16,87 millones de individuos en noviembre, con un ritmo de incremento del 3%, superior al que se estima para la economía. Por su parte, las remuneraciones salariales se han acelerado en 2003, a tenor de los resultados del índice de costes laborales en los tres primeros trimestres del año, que aumentó un 4,5%.

La inflación del mes de noviembre se sitúa en el 2,8%...

Las pensiones públicas también registrarán una subida extra, debido a que la tasa de inflación que se toma como referencia, el crecimiento interanual del IPC en el mes de noviembre, fue del 2,8% frente al objetivo del 2,0% fijado por el Gobierno. El resultado del IPC está en línea con los registros de los últimos meses, si bien en octubre lograba bajar hasta el 2,6%, la tasa más baja en un mes de 2003.

...mientras que el déficit comercial sigue aumentando...

Los resultados más preocupantes los sigue ofreciendo el sector exterior, debido al deterioro constante de la balanza comercial. El tirón de la demanda interior, conjugado con una débil recuperación de la economía europea, explica en parte esta evolución. Pero en el fondo se dibuja una cierta debilidad competitiva, que surge de una desfavorable evolución de los costes en un contexto de cambios fijos frente a los socios de la eurozona o de revalorización de la moneda frente a terceros.

...y el déficit público se orienta al equilibrio.

Por último, la ejecución de los presupuestos del Estado, a falta de un mes para cerrar el ejercicio, presenta un resultado favorable, con un superávit que presumiblemente permitirá cumplir el objetivo de equilibrio financiero. Cabe destacar, en especial, el aumento de la recaudación por impuestos indirectos, especialmente por lo que se refiere al impuesto sobre el valor añadido (aumento del 10,8%), lo que constituye otra señal del dinamismo de la economía en la parte final del año.

CRONOLOGÍA

2002

- enero 1** *Entran en circulación los nuevos **billetes y monedas en euros**.*
marzo 1 *La **peseta** deja de ser moneda de curso legal.*

2003

- enero 1** *Entran en vigor los **Presupuestos Generales del Estado para 2003**, que fijan el objetivo de un déficit público cero por tercer año consecutivo (BOE 31-12-02).
 Entra en vigor la Ley de **reforma del IRPF**, que supone un descenso de la presión fiscal individual (BOE 19-12-02).
 Culmina la **liberalización de los mercados energéticos** con la posibilidad de que los hogares y las pymes elijan suministrador de electricidad y gas.*
- marzo 6** *El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta 33,6 dólares por barril, el nivel máximo desde octubre del año 2000.*
20 *Estados Unidos y sus aliados empiezan la **guerra contra Irak** para derrocar el régimen de Sadam Husein.*
- abril 16** *Firma del **Tratado de Adhesión a la Unión Europea** de diez nuevos estados.*
27 *Entran en vigor un conjunto de **medidas de reforma económica** orientadas a reducir los costes de los créditos hipotecarios, impulsar el empleo femenino, mejorar el régimen de los autónomos en la Seguridad Social y el acceso de los jóvenes a viviendas de alquiler, así como favorecer el trato fiscal a las pequeñas y medianas empresas (BOE 26-4-03).*
- mayo 25** ***Elecciones** municipales y autonómicas.*
- junio 5** *El **Banco Central Europeo** rebaja su principal tipo oficial en 50 puntos básicos hasta el 2,00%, la segunda reducción del año.*
25 *La **Reserva Federal** recorta el tipo de interés de referencia en un cuarto de punto porcentual hasta el 1,00%.*
- septiembre 14** *Suecia rechaza la incorporación de su moneda al **euro** en un referéndum.
 La cumbre de la **Organización Mundial del Comercio** en Cancún (México) concluye sin acuerdos.*
- noviembre 1** *Jean-Claude Trichet, anterior gobernador del banco central de Francia, releva a Willem F. Duisenberg como **presidente del Banco Central Europeo**.*
- diciembre 19** *El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** marca un máximo anual (10.278,2) con un alza del 23,2% con relación al final del año 2002.
 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (7.617,6) con una ganancia acumulada del 26,2% sobre el final de diciembre.
 El **euro** cotiza a 1,242 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única a principios de 1999.*

AGENDA

Enero 2004

- 8** *Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.*
9 *Índice de producción industrial (noviembre).*
15 *Índice de precios de consumo (diciembre).*
21 *Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (diciembre).*
25 *Índice de precios industriales (diciembre).*
27/28 *Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.*
28 *Encuesta de población activa (cuarto trimestre).*
29 *PIB de Estados Unidos (cuarto trimestre).*

Febrero 2004

- 5** *Índice de producción industrial (diciembre).
 Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.*
13 *Índice de precios de consumo (enero).*
25 *Contabilidad nacional trimestral (cuarto trimestre).*
26 *Índice de precios industriales (enero).*
27 *Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (enero).*

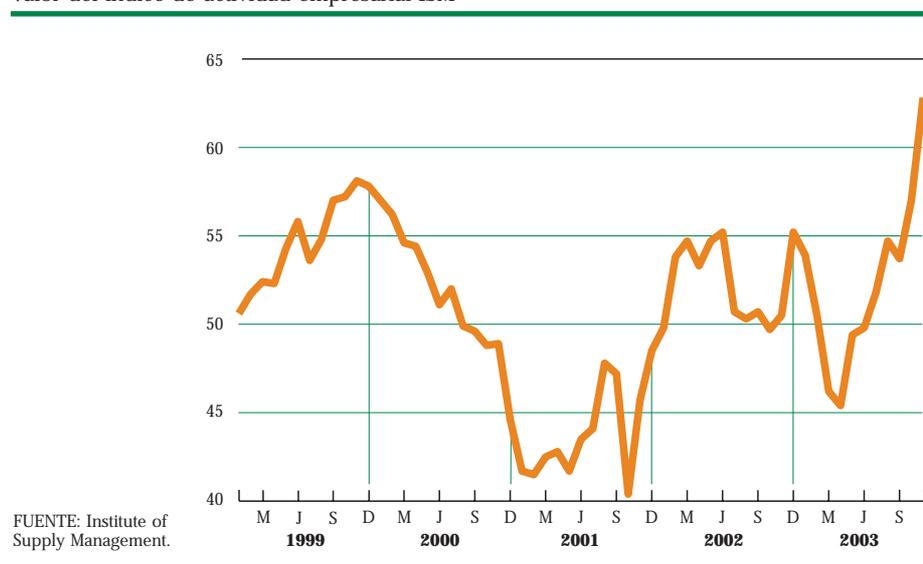
Estados Unidos: fuerte ritmo de actividad en el cuarto trimestre

Estados Unidos acaba el año en expansión gracias a un consumo privado muy dinámico y a la recuperación de la inversión.

En los últimos meses de 2003 la economía de Estados Unidos mantiene su expansión, con un consumo privado muy dinámico y una recuperación de la inversión. En noviembre, la aceleración de las ventas al por menor hasta el 6,9% interanual (6,5% en octubre) y el fuerte repunte de la confianza del consumidor, de 10 puntos, hasta el nivel de los 91,7 puntos, son indicativos de que el gasto privado se mantiene robusto. Asimismo, la inversión sigue recuperando su pulso. El componente de bienes de equipo de la producción industrial creció en noviembre un 2,9% interanual, a comparar con el 0,7% del promedio del tercer trimestre. En la misma línea apunta el aumento del grado de utilización de la capacidad productiva, que en noviembre sumó su sexto mes consecutivo de mejora, situándose en el 75,7%.

ACTIVIDAD BOYANTE EN ESTADOS UNIDOS

Valor del índice de actividad empresarial ISM



Fuerte nivel de actividad de la construcción, que no tiene visos de reducirse...

El repaso de los indicadores de oferta permite valorar con precisión la contribución sectorial a la recuperación económica. La construcción ha mantenido en toda la última fase del ciclo un ritmo de actividad muy notable. A mediados del cuarto trimestre esta fortaleza se mantiene. Las viviendas iniciadas se situaron en noviembre en un nivel de avance interanual del 16,5%, superior al dinámico 11,4% interanual del tercer trimestre. La continuidad de la expansión constructiva parece garantizada, toda

vez que el principal indicador anticipado, los permisos de construcción, crecieron por encima del 5% interanual en el promedio de octubre-noviembre.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2003					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,3	2,4	2,8	2,1	2,4	3,6	-	3,6
Ventas al por menor	2,9	3,1	2,1	4,5	4,8	6,2	6,5	6,9
Venta de viviendas unifamiliares	3,1	7,7	10,9	7,7	15,0	13,6	10,0	...
Confianza del consumidor (*)	106,6	96,6	81,7	68,3	82,7	78,6	81,7	91,7
Producción industrial	-3,4	-0,6	1,3	1,1	-1,0	-0,4	0,8	1,6
Índice actividad industrial (ISM) (*)	43,9	52,4	51,8	50,2	48,2	53,4	57,0	62,8
Tasa de paro (**)	4,8	5,8	5,9	5,8	6,2	6,1	6,0	5,9
Precios de consumo	2,8	1,6	2,2	2,9	2,2	2,2	2,0	1,8
Balanza comercial (***)	-36,1	-35,6	-37,8	-40,7	-42,5	-43,7	-44,6	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

...a la que se suman los servicios, que mantienen un ritmo aceptable, y la industria, en recuperación.

El segundo pilar de la recuperación están siendo los servicios. A pesar de cierta desaceleración reciente, su pulso se mantiene firme. Así, en noviembre, el indicador no manufacturero del Institute of Supply Management (ISM) registró un descenso hasta el nivel de los 60,1 puntos. A pesar de que esta cifra se situó por debajo del promedio del tercer trimestre (64,5 puntos), cabe recordar que todavía es cuatro puntos superior a la media histórica del indicador. El sector que faltaba a fin de acabar de cimentar la reactivación económica era el secundario. Ahora parece que la recuperación industrial está definitivamente encauzada. En noviembre, la producción industrial incrementó su tasa de avance interanual al 1,6%, en lo que representa su quinto mes consecutivo de aceleración de dicho ritmo.

Aumento limitado de empleo en noviembre y reducción del paro.

Con todo, el mayor nivel de actividad industrial todavía no se está reflejando de forma clara en la creación de empleo, lo que está lastrando el aumento de la ocupación y, por ende, la sostenibilidad futura de la recuperación. En noviembre, el nivel de empleo era todavía un 0,2% inferior al de un año antes. Esta tasa de descenso interanual, que ha permanecido sin variación desde septiembre pasado, se debió fundamentalmente a que la destrucción de empleo manufacturero aún alcanzaba el 3,6% interanual en noviembre. Por su parte, la tasa de paro descendió una décima porcentual, hasta el 5,9%.

Los precios de consumo se desaceleran al 1,8% en noviembre.

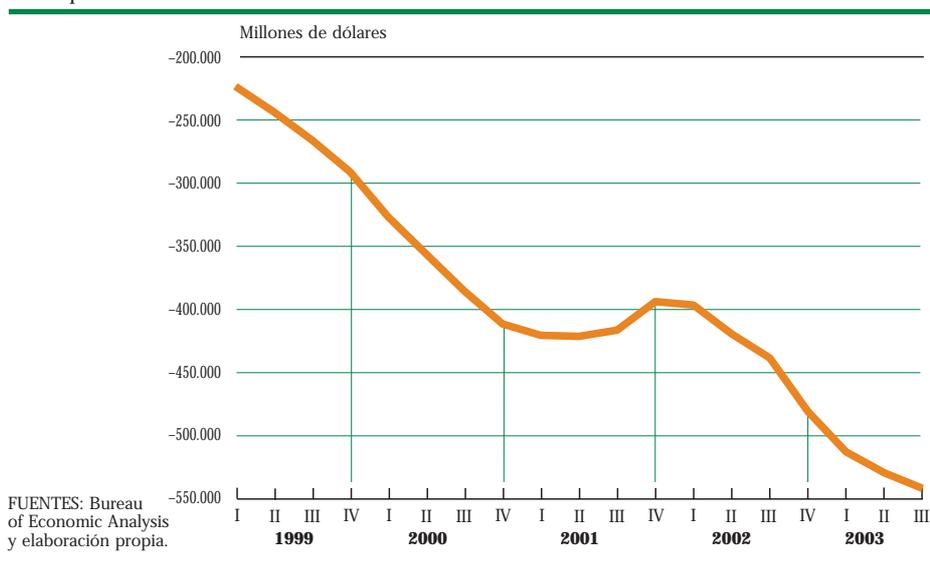
Por otra parte, la caída intermensual en noviembre del índice de precios de consumo (IPC), de tres décimas, desaceleró la tasa de variación interanual hasta el 1,8%, dos décimas menos que en el mes anterior. El descenso intermensual de los precios se debió primordialmente a la caída de los precios de la energía y, aunque en menor grado, al de los bienes

industriales. La inflación subyacente, que no incorpora la energía ni los alimentos, se situó en el 1,1% interanual, frente al 1,3% de octubre.

A pesar de una moderada corrección del déficit corriente en el tercer trimestre, todavía alcanza el 5% del PIB.

Otro de los equilibrios de la economía norteamericana que preocupa es el relativo al sector exterior. Aunque en el tercer trimestre el déficit por cuenta corriente se redujo a 135.000 millones de dólares, frente a los 139.400 millones de dólares del segundo trimestre, esta cifra todavía equivale a cerca del 5% del producto interior bruto (PIB). En saldo acumulado de cuatro trimestres, que aproxima de forma más ajustada la tendencia de fondo, el déficit de la balanza de pagos siguió aumentando hasta los 541.700 millones de dólares.

EL DÉFICIT CORRIENTE DE ESTADOS UNIDOS SIGUE CRECIENDO Saldo por cuenta corriente acumulado de cuatro trimestres



Japón: continúa la recuperación

En Japón se registran los mejores indicadores de consumo de los últimos años.

Los inicios del último trimestre de 2003 están mostrando que la recuperación nipona sigue avanzando. En este sentido, los indicadores de oferta y demanda de octubre han sido los mejores de los últimos meses. Las ventas al por menor se situaron en la zona de los aumentos interanuales por primera vez desde marzo de 2001, lo que avalaría un mejor momento del consumo privado. Las perspectivas de la inversión empresarial siguen siendo positivas. En este sentido, los pedidos de maquinaria se aceleraron hasta el 13,3% interanual en octubre (8,8% interanual en septiembre).

La fortaleza de las exportaciones permite el tirón de la industria.

Por lo que se refiere a la demanda externa, las exportaciones mantuvieron en dicho mes de octubre un ritmo notable, cuando aumentaron un 4,2% interanual, lo que permitió una nueva recuperación del superávit comercial acumulado de doce meses, hasta los 9,8 billones de yenes (9,5 billones en el tercer trimestre). De la mano del tirón exportador, la producción industrial se aceleró en octubre hasta el 3,8% interanual, máximo desde marzo pasado.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2003					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	0,4	-0,3	1,8	2,7	2,3	1,8	-	...
Ventas al por menor	-2,2	-3,9	-2,9	-1,3	-2,6	-2,3	0,3	...
Producción industrial	-6,6	-1,3	6,0	5,5	1,7	1,3	3,8	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	-22	-24	-15	-13	-7	-3	-	8
Construcción de viviendas	-4,6	-1,9	-2,8	-2,1	2,2	-0,6	1,0	...
Tasa de paro (**)	5,0	5,4	5,4	5,4	5,4	5,2	5,2	...
Precios de consumo	-0,7	-1,0	-0,5	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	...
Balanza comercial (***)	8,1	8,2	9,6	9,9	9,6	9,5	9,8	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

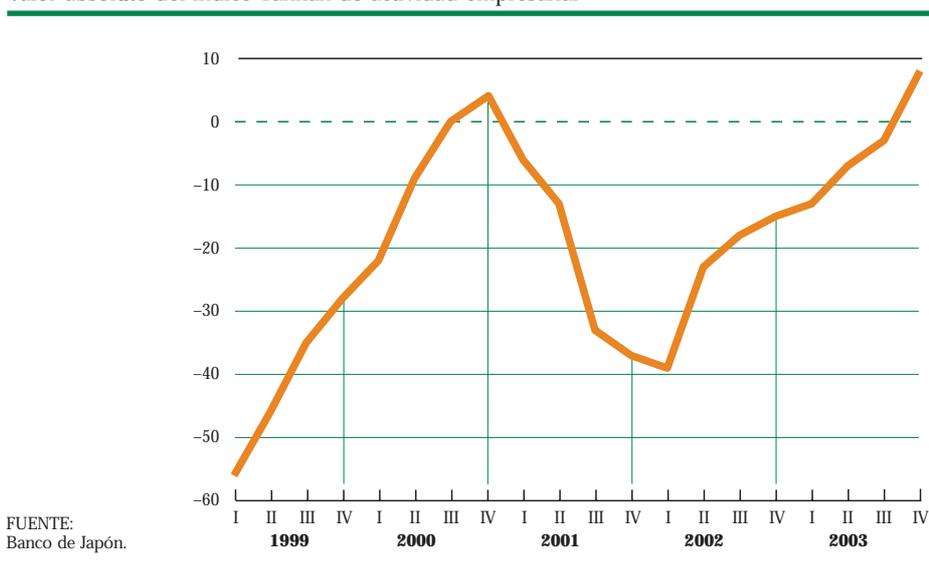
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

La confianza empresarial, en máximos desde 1991.

Pero es quizás la encuesta Tankan de clima empresarial el reflejo más atinado de las mejores perspectivas de la economía. En el cuarto trimestre de 2003 el indicador Tankan se situó en el nivel de los 8 puntos positivos, su mejor registro desde el lejano cuarto trimestre de 1991. Las empresas encuestadas constatan que gran parte de la mejora de la actividad viene derivada de unas condiciones internacionales más favorables, si bien las nacionales también se recuperan parcialmente. Este incremento de la actividad junto con la recuperación de los márgenes de beneficio permitirán que el esfuerzo inversor se incremente en 2003 y en los primeros meses de 2004.

EL CLIMA EMPRESARIAL NIPÓN MEJORA OSTENSIBLEMENTE

Valor absoluto del índice Tankan de actividad empresarial



Por primera vez desde 1999, el IPC deja de caer, aunque la amenaza de deflación persiste.

Por lo que se refiere a los precios de consumo, el mes de octubre fue el primero desde enero de 1999 en el cual el IPC no cayó en tasa interanual (anotó una variación interanual cero). Sin embargo, las perspectivas inmediatas apuntan a que la deflación volverá a materializarse en los próximos meses, ya que el aumento de los precios se ha debido a factores coyunturales, como la subida de los impuestos sobre el tabaco y el encarecimiento de los servicios sanitarios. Por otra parte, la tasa de paro volvió a incrementarse en octubre, hasta el 5,2% de la población activa (una décima por encima de septiembre).

Materias primas: sensible tensionamiento de las cotizaciones

Los precios del petróleo superan los 30 dólares por barril por el tirón de la demanda, las reducidas existencias y la incertidumbre geopolítica.

Los precios del petróleo se mantienen en valores del orden de los 30 dólares por barril en el final de 2003. La combinación de un nivel de existencias reducido, la incertidumbre geopolítica que no acaba de disiparse y el tirón de la demanda por el inicio de la temporada invernal explican que el oro negro oscile cerca de los niveles máximos desde mayo pasado, cuando finalizó el conflicto en Irak. Tras anotar una cotización de 30,54 dólares el pasado 18 de noviembre, en el mes siguiente el precio apenas se ha moderado, situándose en los 29,08 dólares el día 22 de diciembre. La decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de mantener las cuotas oficiales de producción en 24,5 millones de barriles diarios al menos hasta febrero –lo que, de respetarse, implicaría una reducción real de 1,5 millones de barriles/día, porque la producción actual supera la cuota teóricamente en vigor– aleja la posibilidad de asistir a una distensión significativa de las cotizaciones en los próximos meses.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2001	2002	2002	2003				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Índice «The Economist» en dólares (*)								
General	-6,4	4,4	17,6	14,1	10,4	6,5	11,1	14,3
Alimentarias	-3,7	7,4	19,2	15,4	12,7	0,8	3,5	8,4
Industriales	-10,0	0,3	15,3	12,3	7,2	15,1	23,3	23,8
<i>Agrícolas no alimentarias</i>	<i>-7,0</i>	<i>6,1</i>	<i>26,0</i>	<i>20,0</i>	<i>11,4</i>	<i>17,3</i>	<i>23,8</i>	<i>24,5</i>
<i>Metales</i>	<i>-12,2</i>	<i>-4,2</i>	<i>7,1</i>	<i>5,9</i>	<i>3,9</i>	<i>14,2</i>	<i>22,8</i>	<i>22,9</i>
Índice «The Economist» en euros (*)								
	-3,5	-0,8	6,1	-6,7	-11,0	-6,9	-6,9	-1,7
Petróleo (**)								
Dólares/barril	24,9	25,1	26,5	30,5	25,8	28,2	28,9	28,8
Tasa de variación	-12,4	0,8	32,2	41,4	1,1	5,3	5,6	18,8
Oro								
Dólares/onza	271,2	310,4	323,4	352,2	347,0	363,5	379,0	390,6
Tasa de variación	-2,9	14,5	16,1	21,3	11,0	15,6	19,7	22,5

NOTAS: (*) Tasa de variación interanual.

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

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

La recuperación mundial impulsa el precio de las materias primas, la mayoría de las cuales se sitúan en máximos de los últimos años.

El fuerte empuje de la demanda mundial, entre la que destaca la de China, está propiciando que las restantes materias primas estén anotando fuertes aumentos de precios desde el inicio del otoño. El índice «The Economist» de materias primas en dólares creció un 14% interanual en noviembre, un aumento que se aceleró en las tres primeras semanas de diciembre. Las materias primas industriales, con incrementos por encima del 23% interanual entre octubre y diciembre, han liderado el empuje de los precios. Como resultado de estas tendencias alcistas algunas materias primas se han situado en niveles máximos de los últimos años. Son significativos los casos del platino (máximo en 23 años), níquel (en 14 años), cobre (en 6 años) y aluminio (en 2 años). Por su parte el oro superó los 400 dólares por onza por primera vez desde principios de 1996. Este tensionamiento de las materias primas está teniendo una repercusión limitada en la zona del euro, ya que el efecto de la apreciación del euro ha provocado que el índice «The Economist» expresado en la moneda única europea cayese un 1,7% interanual en noviembre.

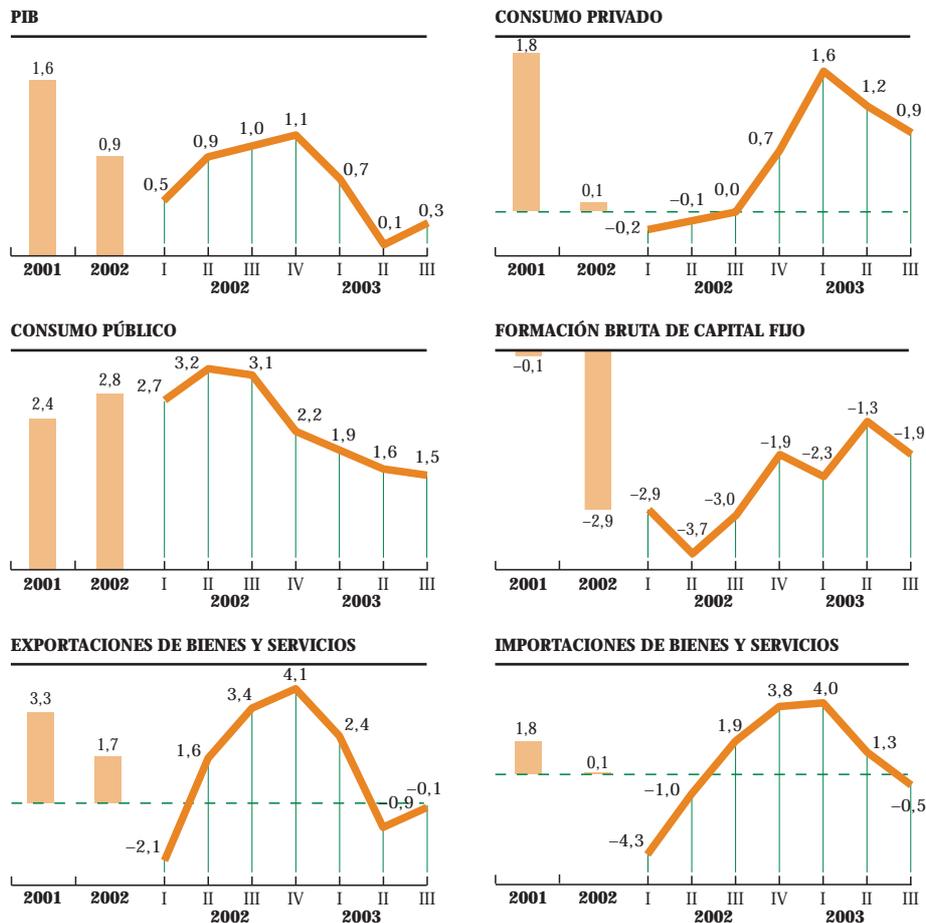
Zona del euro: la economía remonta en el tercer trimestre

La zona del euro crece un 0,3% en el tercer trimestre.

Durante el tercer trimestre, la zona del euro creció un 1,6% intertrimestral anualizado, su primer aumento desde el cuarto trimestre de 2002. En tasa interanual, el incremento del producto interior bruto (PIB) fue del 0,3%, una ligera aceleración respecto al 0,1% interanual del segundo trimestre. Esta vuelta al crecimiento se debió en gran medida al cambio acontecido en el sector exterior. Así, la demanda externa, que había drenado un 0,8% a la variación del PIB en el periodo de abril-junio, pasó a contribuir positivamente en un 0,1% en el tercer trimestre.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES Porcentaje de variación interanual

La demanda exterior salva el crecimiento.



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

La demanda interna sigue manteniéndose en ritmos de actividad muy contenidos.

La demanda interna, por el contrario, se mostró menos dinámica, una tendencia a la que contribuyeron todos sus componentes. El consumo privado pasó de crecer un 1,2% interanual en el segundo trimestre, a hacerlo un 0,9% interanual en el tercero. Peor fue la evolución de la inversión, que acrecentó su ritmo de caída interanual del 1,3% anterior al 1,9%. Por el contrario, el consumo público prácticamente se mostró estable, anotando un avance del 1,5% interanual en el periodo de julio a septiembre, apenas una décima porcentual menor que la del segundo trimestre. Finalmente, la variación de existencias restó tres décimas porcentuales al aumento del PIB, a comparar con la aportación positiva del 0,2% precedente.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2002		2003			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	1,6	0,9	1,1	0,7	0,1	0,3	-	...
Ventas al por menor	1,7	0,0	-0,3	0,9	1,0	-0,6	...	...
Confianza del consumidor (*)	-5	-11	-14	-19	-19	-17	-17	-16
Producción industrial	0,5	-0,5	1,3	1,1	-0,6	-0,3	0,9	...
Sentimiento económico (*)	97,0	95,6	95,3	94,9	94,8	95,0	95,5	95,9
Tasa de paro (**)	8,0	8,4	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	...
Precios de consumo armonizado	2,3	2,2	2,3	2,3	1,9	2,0	2,0	2,2
Balanza comercial (***)	18,4	84,3	99,5	93,5	82,9	78,7	78,3	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y elaboración propia.

Se espera que en el cuarto trimestre consumo e inversión recuperen parte del terreno cedido.

Los escasos indicadores del cuarto trimestre apuntan a que la recuperación continuará, si bien a ritmo contenido. Aunque los últimos registros de ventas minoristas publicados todavía se refieren al tercer trimestre (caída del 0,6% interanual en septiembre), el ascenso de la confianza del consumidor, que alojó este indicador en el nivel de los 16 puntos negativos en noviembre (máximo desde diciembre de 2002), apunta a que el consumo privado finalizará el año con un mejor tono. Asimismo, la mayor utilización de la capacidad productiva en el cuarto trimestre (81,2% frente al 80,7% del tercer trimestre), anticipa una actividad inversora menos deprimida.

Notable repunte industrial en octubre, que debería prolongarse a los próximos meses.

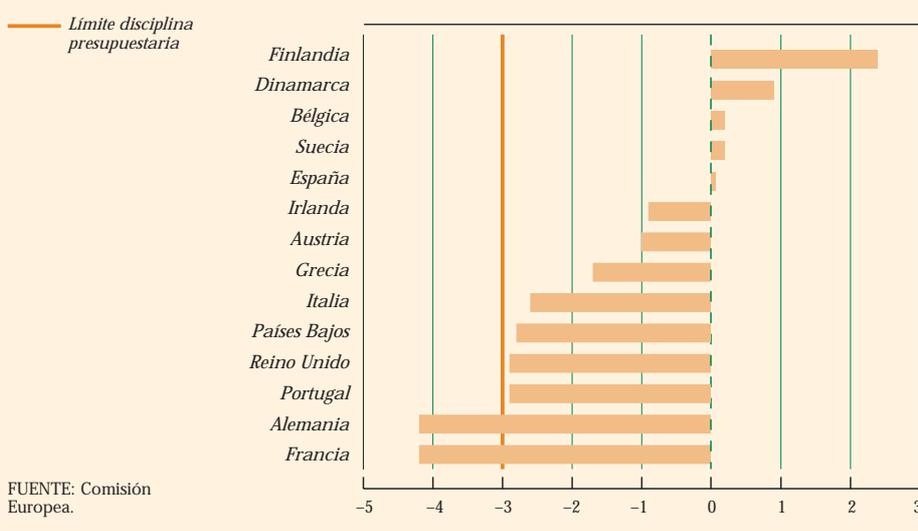
Los indicadores de oferta abundan en la misma línea de cambio a mayor dinamismo. La industria, aun mostrándose errática en los últimos meses, parece encarar en octubre una senda más claramente alcista. En dicho mes, el índice de producción industrial superó el 0,9% interanual, frente al descenso interanual del 1,3% de septiembre. La fuerte subida del indicador de clima industrial en noviembre avala la continuidad de la recuperación del sector secundario. La actividad de servicios también tenderá a acelerarse, a tenor del octavo ascenso mensual consecutivo del índice de confianza sectorial, registrado en noviembre.

EL ECOFIN ROMPE EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

El Consejo de ministros de economía y finanzas de la Unión Europea (ECOFIN), en su reunión del 25 de noviembre, decidió no aplicar el protocolo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para penalizar los excesivos déficit públicos de Alemania y Francia. Se trataba de una actuación muy controvertida y que creó una importante conmoción. El Banco Central Europeo, después de lamentar profundamente dicha decisión, afirmó que la misma ponía en peligro la credibilidad del marco institucional y la confianza en la solidez de las finanzas públicas de los estados de la zona del euro.

Cabe recordar que el origen del PEC está en el propio Tratado de la Unión Europea (1992), en el que se establece que los estados miembros evitarán déficit públicos excesivos. Para garantizar este principio, se instituye un mecanismo de vigilancia sobre la ejecución presupuestaria de los estados miembros que es supervisado por el propio Consejo, el cual, en último extremo, puede imponer al estado infractor multas «de una magnitud apropiada». En un protocolo anexo al mismo se fijan los criterios de disciplina presupuestaria: el déficit público no puede sobrepasar el 3% del PIB, mientras que la deuda pública no puede superar el equivalente al 60% del PIB.

2003: PREVISIONES DE DÉFICIT PÚBLICO Porcentaje del PIB

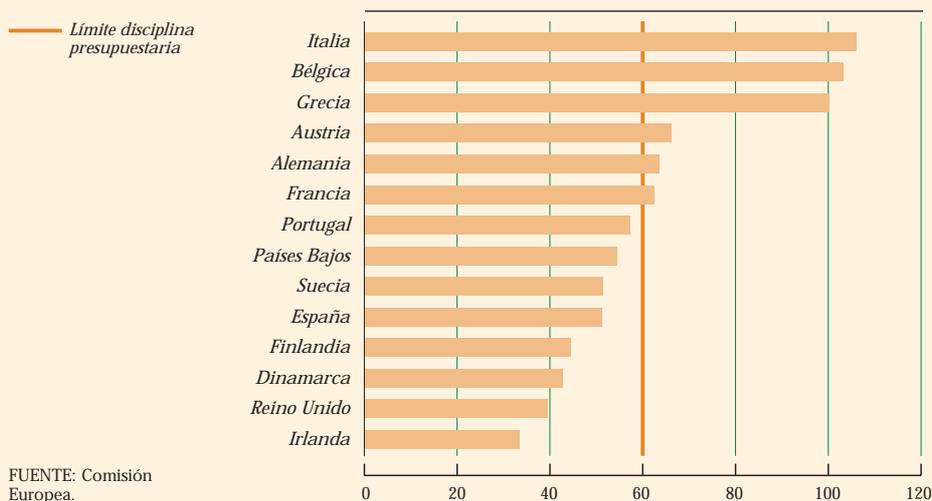


En 1997, el Consejo adoptó el PEC, un acuerdo político para endurecer y reglamentar de forma más estricta las disposiciones del Tratado sobre déficit público excesivo. Según el PEC, los estados procurarán mantener sus presupuestos en equilibrio o con superávit; si un estado rebasa el límite del 3% en déficit público sin hallarse en grave recesión económica (descenso del PIB como mínimo del 2%) ni ello es consecuencia de una circunstancia excepcional, entonces el Consejo puede considerar que «existe déficit excesivo». En este caso, el déficit debe corregirse en el año siguiente al de su constatación. Si el estado afectado no toma las medidas necesarias antes de 10 meses, el Consejo impondrá sanciones, pudiendo exigir un depósito sin intereses en las cuentas de la Comunidad, cuyo importe va del 0,2% del PIB al 0,5% del PIB. Si en los dos años siguientes el déficit no se ha corregido, el depósito se convierte en multa.

De hecho, el PEC fue impulsado por Alemania para dificultar la participación de determinados países en la Unión Económica y Monetaria y para garantizar que el euro fuera una

moneda fuerte, estable y solvente, a imagen y semejanza del marco alemán. Para ello, se consideraba imprescindible una norma de coordinación de las políticas presupuestarias, evitando que las consecuencias de un descontrol en un país determinado las acabe pagando el conjunto de la eurozona, en forma de más inflación o mayores tipos de interés. Aun reconociendo la necesidad de una norma de disciplina presupuestaria, los críticos del PEC lo acusan de excesivamente rígido, arbitrario y, en definitiva, inaplicable; no tiene en cuenta otros elementos, como el nivel de deuda pública o la deuda derivada de compromisos futuros de pensiones y sanidad pública, etc.; además, aducen los críticos, recortar gasto público o aplicar sanciones o multas supone deteriorar aún más la situación del país con problemas.

2003: PREVISIONES DE DEUDA PÚBLICA Porcentaje del PIB



El dispositivo previsto en el PEC se ha aplicado hasta ahora a tres países. En primer lugar, a Portugal, cuando en noviembre de 2002 el Consejo ECOFIN constató la existencia de un déficit público excesivo en Portugal. Las medidas adoptadas para frenar el creciente déficit conseguirán que en 2003 éste no supere el 3% del PIB, pero Portugal ha caído en recesión económica. En enero de 2003, el Consejo ECOFIN constató la existencia de déficit excesivo en Alemania, y en junio de 2003 hizo lo propio con Francia. Como las medidas adoptadas por los respectivos gobiernos no garantizan una corrección del déficit en el plazo previsto, la Comisión recomendó aplicar las disposiciones necesarias para frenar los déficit, bajo la amenaza de aplicar las sanciones previstas en el PEC. El Consejo ignoró estas recomendaciones.

Las consecuencias de esta actuación son complejas. Por un lado, da la impresión de que existen dos varas de medir, en función de que el estado incumplidor sea pequeño (Portugal) o sea uno de los grandes (Francia o Alemania), lo cual, como afirmaba el Banco Central Europeo, socava la credibilidad del sistema. Además, la falta de control sobre las finanzas públicas puede llevar a la eurozona a mayores tipos de interés o puede perjudicar a la moneda común. Pero por contra, la no aplicación estricta del PEC puede ayudar considerablemente a ambas economías a recuperarse de la crisis más rápidamente. En todo caso, está claro que es necesario modificar adecuadamente el PEC, convirtiéndolo en un arma más eficaz tanto para corregir situaciones de déficit excesivo como, sobre todo, para prevenir la aparición de las mismas.

La energía tensiona el IPC hasta el 2,2% en noviembre.

Por otra parte, factores coyunturales siguen tensionando los precios. En noviembre, el índice de precios de consumo (IPC) armonizado se aceleró dos décimas porcentuales, hasta el 2,2% interanual. El responsable de este repunte de los precios fue el componente de energía, que pasó de crecer un 0,7% interanual en octubre al 2,2% interanual de noviembre. Descontada dicha rúbrica, la tasa resultante se mantuvo en el 2,1%, idéntica tasa interanual que en octubre.

El paro se mantiene en el 8,8% desde hace ocho meses.

Ni el empleo ni el paro muestran señales significativas de mejora. La creación de ocupación se situaba en el segundo trimestre en un crecimiento interanual cero, en lo que representa su cuarto trimestre consecutivo sin avance. La tasa de paro se muestra igualmente estable. En octubre, ésta se mantuvo en el 8,8% de la población activa por octavo mes consecutivo.

Pérdida de ritmo exportador en octubre.

Por lo que se refiere a la demanda exterior, en octubre las exportaciones retrocedieron un 2,8% interanual. Únicamente la caída de las importaciones, del 3,1% interanual, permitió que el superávit comercial de 12 meses se mantuviese en los 78.300 millones de euros, sin cambio respecto a las cifras de agosto y septiembre.

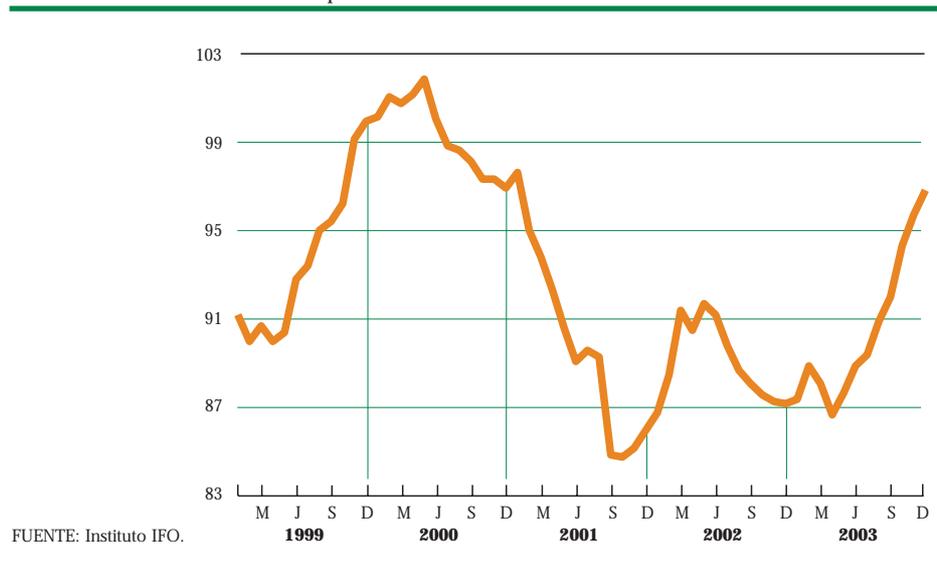
En Alemania, el consumo sigue débil, aunque la inversión parece encarar una fase de mayor actividad.

Alemania: frágil recuperación

La recuperación germana sigue siendo muy débil y tiene un reflejo sólo parcial en los indicadores de demanda y oferta. La falta de dinamismo del consumo privado no parece reducirse de forma apreciable en el cuarto trimestre, a tenor del retroceso de las ventas al por menor producida en octubre (caída interanual del 2,0%, a comparar con el aumento del 0,1% interanual de septiembre). Por el contrario, la recuperación de la utilización de la capacidad productiva (hasta el 83,1% en el tercer trimestre) y el buen comportamiento del componente de bienes de equipo de la

LA ACTIVIDAD ALEMANA MEJORA NOTABLEMENTE SUS PERSPECTIVAS

Valor del índice de actividad empresarial IFO



FUENTE: Instituto IFO.

producción industrial (avance interanual del 4,9% en octubre), puede estar anticipando un cambio positivo de la inversión empresarial.

Buenos datos de producción industrial y de actividad empresarial.

Con todo, las novedades más prometedoras proceden del ámbito de la oferta. La producción industrial alcanzó en octubre un crecimiento interanual del 0,8%, su mejor registro desde julio pasado, una tendencia que se prolongará en los próximos meses según se desprende de la aceleración de los pedidos industriales en septiembre y octubre. En la misma línea apunta el fuerte repunte del indicador IFO de actividad empresarial. Con el incremento registrado en diciembre, hasta los 96,8 puntos, ya suma ocho meses consecutivos en ascenso, lo que anticipa una mayor actividad económica para los próximos meses.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2002		2003			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	1,0	0,2	0,5	0,1	-0,3	-0,2	-	...
Ventas al por menor	0,1	-1,4	-0,7	0,0	1,2	-2,5	-2,0	...
Producción industrial	-0,1	-1,3	0,8	0,7	-0,2	-1,2	0,8	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	89,8	89,1	87,4	88,1	87,8	90,8	94,3	95,7
Tasa de paro (**)	9,6	10,1	10,1	10,6	10,5	10,5	10,5	10,5
Precios de consumo	2,0	1,3	1,2	1,2	1,0	1,1	1,3	1,4
Balanza comercial (***)	75,4	118,8	132,4	131,6	128,7	129,9	130,6	...

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 flojean en octubre, lo que preocupa, dada la dependencia que tiene la recuperación de la aportación de la demanda externa.

En esta tesitura de recuperación del pulso empresarial, a fin de consolidar la salida de la crisis es fundamental que la contribución de la demanda externa se mantenga. Por ello, el resultado del sector exterior en octubre se puede valorar de poco satisfactorio. A pesar de la recuperación internacional, la ventas al exterior cayeron en tasa interanual un 1,2%. Este retroceso exportador, que se dio en paralelo a una aceleración de las importaciones (crecimiento interanual del 0,1%), provocó que el superávit comercial, en saldo acumulado de 12 meses, truncase una senda de recuperación que se había iniciado en junio.

Los precios de consumo se aceleran al 1,4% en noviembre, mientras que el paro se mantiene en el 10,5%.

Mejores son, por el contrario, los resultados en los frentes de los precios y del paro. En noviembre, el IPC creció un 1,4% interanual (1,3% interanual en octubre), un tensionamiento moderado, pero que se puede considerar positivo por lo que tiene de alejamiento de la amenaza de deflación. En ese mismo mes se sumó una nueva reducción del número de desempleados, con lo cual en el periodo de septiembre a noviembre se ha reducido en 41.000 parados dicho colectivo. Con todo, esta caída del paro es insuficiente para rebajar la tasa de paro, estable en el 10,5% de la población activa desde septiembre.

Francia: la economía progresa a una fase de mayor actividad

La economía francesa se recupera en el cuarto trimestre, con mejoras del sentimiento económico, del consumo y de la inversión.

Las perspectivas inmediatas de la economía gala han mejorado en los últimos meses. Esta inflexión queda refrendada por la evolución de un indicador global, el sentimiento económico, que se situó en noviembre en el nivel de los 95,9 puntos (95,2 puntos en el tercer trimestre). Por lo que se refiere a indicadores parciales, la recuperación del consumo interno en octubre, cuando registró una aceleración hasta el 4,3% interanual (frente al 3,6% interanual de septiembre), y del componente de bienes de consumo de la producción industrial (aumento del 2,0% en ese mismo mes de octubre) refleja un mayor dinamismo del gasto de los hogares. En el mismo sentido apunta la tendencia reciente del componente de bienes de equipo de la producción industrial, que sólo cayó un 1,5% interanual en octubre, una sensible mejora respecto al descenso interanual del 4,2% del tercer trimestre.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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 expansión alcanza a construcción, servicios e industria.

Por sectores, la extensión de la recuperación es amplia. Los diferentes indicadores de confianza –construcción, servicios, comercio minorista e industria– apuntan todos inequívocamente a una senda de expansión. Así, en noviembre, dichos indicadores registraron aumentos de entre 3 y 7 puntos, con lo cual se situaron en sus máximos desde finales de 2002. Los indicadores de actividad efectiva todavía deben materializar esta recuperación del clima de los sectores, a excepción de la industria que ya la está confirmando. Así, en octubre, la producción industrial aumentó un 0,5% interanual, a comparar con la caída del 1,9% interanual del periodo de julio-septiembre.

El IPC, en el 2,3%, máximo desde marzo pasado.

Los precios de consumo han seguido en los últimos meses una tendencia a crecer de forma paulatina pero continuada. En noviembre, esta senda se prolongó, de forma que en tasa interanual el IPC se situó en el 2,3%, máximo desde marzo pasado. Este tensionamiento es tributario de la evolución energética, la alimentación y las subidas impositivas, toda vez que el núcleo más estable de la inflación se mantiene prácticamente estable desde septiembre.

Italia: la economía sigue varada en la debilidad

En Italia, las ventas al por menor se desaceleran y la producción industrial se mantiene en niveles inferiores a los de un año antes.

Los indicios de que Italia está escapando de la situación de debilidad cíclica en que se halla inmersa son escasos. El índice de sentimiento económico permaneció estable en octubre y noviembre en el nivel de los 98,4 puntos, inferior al de septiembre. Las ventas al por menor se desaceleraron en octubre hasta el 1,6%, en notable frenada frente al 3,3% interanual de septiembre, y las perspectivas no son halagüeñas, a tenor del retroceso de la confianza del consumidor hasta noviembre. La producción industrial, a pesar de recuperarse parcialmente en octubre, todavía se situaba en niveles un 0,2% inferiores a los de un año antes. Y las previsiones inmediatas no son excesivamente mejores, ya que los indicadores adelantados se desaceleraron en octubre hasta el 2,0%, cuatro décimas porcentuales menos que un mes antes.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

El paro repite en el 8,7% mientras los precios se desaceleran al 2,5%.

Como consecuencia de esta falta de dinamismo, el nivel de paro sigue registrando niveles relativamente elevados. En el cuarto trimestre del año, la tasa de paro todavía era del 8,5%. Por otra parte, los precios de consumo registraron en noviembre una ligera desaceleración respecto a octubre, pasando del 2,6% anterior al 2,5%.

Reino Unido: buen inicio del cuarto trimestre

La economía británica confirma su recuperación de manos de la solidez de la demanda interna.

El último trimestre del año se ha iniciado con indicadores ciertamente favorables por cuanto tienen de confirmación de la recuperación económica. El principal puntal de la economía británica, el consumo, mantiene un ritmo elevado, como se desprende del crecimiento de las ventas al por menor del 3,7% interanual en octubre y noviembre. Aunque existen otros factores de fondo, el mantenimiento del gasto de las familias cabe relacionarlo con la buena evolución del mercado laboral. En este sentido, en el mes de noviembre la tasa de paro repitió en el 3,0% de la población activa, mínimo desde 1975.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2001	2002	2002		2003			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	2,1	1,7	2,0	1,8	2,0	2,0	-	...
Ventas al por menor	6,0	6,8	6,4	3,4	3,1	3,5	3,7	3,7
Producción industrial	-1,6	-2,7	-1,3	-1,1	-0,7	-0,6	0,9	...
Tasa de paro (*)	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0
Precios de consumo	2,1	2,2	2,6	2,9	2,9	2,8	2,7	2,5
Balanza comercial (**)	-37,4	-43,5	-46,2	-46,6	-46,3	-46,7	-47,2	...

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.

Reactivación de la actividad industrial en octubre, acompañada del buen tono de servicios y construcción.

Por el lado de la oferta, es destacable el buen dato de producción industrial de octubre (aumento del 0,9% interanual), que contrasta con el descenso del 0,6% interanual del tercer trimestre. El fuerte repunte de la confianza industrial en noviembre reafirma las perspectivas de continuidad de la recuperación del sector secundario. De forma similar, construcción y servicios dan muestras de mayor actividad, según se desprende del rebote de los índices de confianza respectivos registrado en noviembre. La leve desaceleración de los precios de consumo en noviembre es otro factor positivo que puede contribuir a cimentar la recuperación. El IPC se desaceleró en ese mes dos décimas porcentuales, desde el 2,7% anterior al 2,5%.

MERCADOS FINANCIEROS

TIPOS DE INTERÉS Y DE CAMBIO

Se prevé un giro alcista de los tipos de interés oficiales en 2004

La contención de la inflación posibilita la prolongación de unas políticas monetarias laxas.

En diciembre no se han producido variaciones de los tipos de interés de referencia de los principales bancos centrales. Éstos han adoptado una posición de cautela, manteniendo los tipos de interés oficiales en niveles históricamente bajos para consolidar la recuperación económica. La contención de la inflación ha posibilitado la prolongación de unas políticas monetarias muy laxas. No obstante, se prevé que en 2004 tanto la Reserva Federal de Estados Unidos como el Banco Central Europeo emprendan subidas de sus tipos de interés.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

Media del periodo, en porcentaje anual (*)

	2001	2002	2003					
			I	II	III	Octubre	Noviembre	18 diciembre
Estados Unidos	3,90	1,67	1,25	1,23	1,00	1,00	1,00	1,00
Japón	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Zona del euro	4,29	3,22	2,68	2,37	2,00	2,00	2,00	2,00
Reino Unido	5,12	4,00	3,85	3,75	3,53	3,50	3,71	3,75
Suiza	3,00	1,20	0,64	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38

NOTA: (*) Estados Unidos: nivel objetivo de los fondos federales; Japón: nivel objetivo del tipo interbancario diario, aunque de hecho la variable instrumental pasó a ser los activos de caja desde marzo de 2001; Zona del euro: tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema; Reino Unido: tipo de intervención; Suiza: libor a 3 meses en francos suizos.

FUENTES: Bancos centrales y elaboración propia.

La Reserva Federal reitera que mantendrá el tipo de interés oficial durante un periodo considerable.

En Estados Unidos, el comunicado emitido por el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal en su reunión del 9 de diciembre reconocía que la economía norteamericana crece a un vivo ritmo y que el mercado laboral mejora modestamente. Consideró que el riesgo de deflación era menor, pero afirmó que con una inflación reducida y con una baja utilización de la capacidad productiva la política monetaria podía ser mantenida por un periodo de tiempo considerable. En este marco, el conjunto de los agentes del mercado esperan una primera alza del tipo de interés oficial de Estados Unidos hacia el mes de mayo de 2004.

El Banco Central Europeo sale en defensa del Pacto de Estabilidad y Crecimiento...

En el área del euro, el Banco Central Europeo (BCE) salió en defensa del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, criticando que el Consejo ECOFIN en su reunión del 25 de noviembre de 2003 no actuase de acuerdo con las recomendaciones de la Comisión Europea en relación con las fases

posteriores del procedimiento de déficit excesivo iniciado contra Francia y Alemania. Así, dijo que esto pone en peligro la credibilidad del marco institucional y la confianza en la solidez de las finanzas públicas de los Estados de la zona del euro. Por tanto, se podría deteriorar la prima de riesgo de los tipos de interés por parte del mercado.

...y revisa al alza la proyección de inflación para 2004.

El Consejo de Gobierno del BCE espera una recuperación gradual y progresiva en la eurozona en los próximos años. Se espera que la tasa de inflación armonizada interanual se mantenga en torno al 2% en los próximos meses a causa de la evolución desfavorable del precio de los alimentos, del petróleo y del incremento previsto de impuestos indirectos y de los precios administrados. En consecuencia, las proyecciones de inflación para 2004 han sido revisadas al alza en diciembre de 2003 hasta el rango 1,3%-2,3%, en media anual.

El mercado espera un alza del tipo de interés de referencia del BCE hacia septiembre de 2004.

Por otro lado, el BCE manifestó su satisfacción en la primera semana de diciembre por un euro fuerte porque contribuirá a frenar las tensiones inflacionistas y fomentará la actividad económica. No obstante, en la tercera semana del mes el presidente del banco central holandés mostró su preocupación por una apreciación de la moneda única excesivamente rápida, que constituiría un riesgo para la recuperación económica del área del euro. En este contexto, los agentes del mercado anticipaban un incremento del tipo de referencia del BCE hacia septiembre de 2004.

El Banco de Australia sube el tipo de interés oficial y el de Noruega lo baja.

El Banco de Australia elevó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos el 3 de diciembre, por segunda vez en menos de un mes, y lo colocó en 5,25%. Estas medidas tienen por finalidad enfriar la economía, que se había fortalecido notablemente desde mediados de 2003. Por el contrario, el día 17 de diciembre el Banco de Noruega recortó sus tipos de interés rectores en 25 puntos básicos, y situó el tipo de interés de los depósitos en el 2,25% y el de los préstamos diarios en el 4,25%.

Los tipos de interés interbancarios a un año ceden en diciembre

El rendimiento de los depósitos interbancarios a tres meses de Estados Unidos se sitúa en torno al 1,1%.

En Estados Unidos, el rendimiento de los depósitos interbancarios a tres meses registró la cota mínima de las últimas décadas el día 23 de junio de 2003 al descender hasta el 0,94%, en un contexto de preocupación por el riesgo de deflación. No obstante, después de que la Reserva Federal sólo rebajase su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 1,0% el día 25 de junio, el tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses rebotó hasta el 1,08% al día siguiente de la decisión. Desde entonces este rendimiento ha fluctuado cerca de este nivel, colocándose en el 1,13% el día 18 de diciembre, 27 puntos básicos por debajo de doce meses antes.

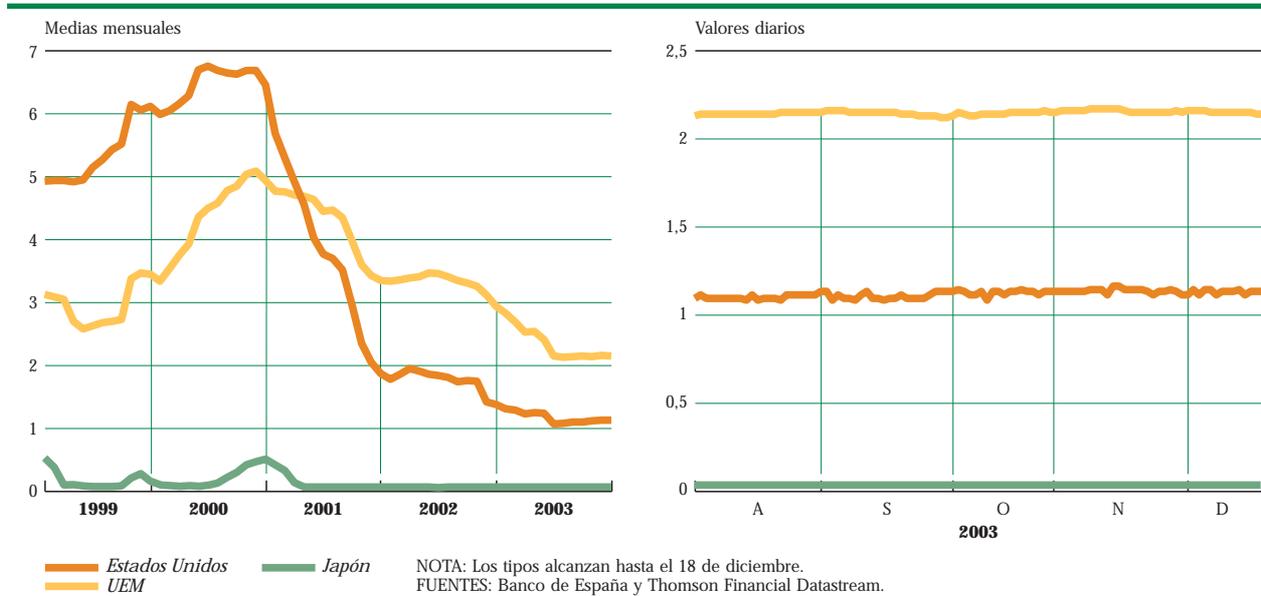
El tipo de interés de los depósitos interbancarios norteamericanos a un año se coloca en el 1,39%, 16 puntos básicos menos que doce meses antes.

La rentabilidad de los depósitos interbancarios de Estados Unidos a un año anotó el nivel mínimo de las últimas décadas el día 16 de junio en el 0,95%. Más tarde remontó al publicarse buenos indicadores económicos y al menguar la inquietud por la deflación, y se situó en el 1,58% el día 1 de diciembre, 63 puntos básicos por encima del mínimo de junio y 14 puntos básicos sobre el inicio del año. Sin embargo, luego el rendimiento de los depósitos interbancarios a doce meses flexionó a la baja al moderarse las

expectativas del giro restrictivo de política monetaria en 2004 y al repetir la Reserva Federal el mensaje de que no modificaría su tipo de interés oficial en los próximos meses y se situó en el 1,39% hacia el final de la tercera semana de diciembre, 16 puntos básicos menos que un año antes.

LOS TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIOS A TRES MESES SE MANTIENEN PLANOS

Tipos de interés interbancarios a 3 meses, en porcentaje anual



TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Eonia		Euribor			Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
	Un día	Un mes	Tres meses	Seis meses	Un año	Tres meses	Tres meses	Tres meses	Tres meses
2002									
Noviembre	3,30	3,23	3,12	3,04	3,02	1,42	0,01	3,88	0,72
Diciembre	3,09	2,98	2,94	2,89	2,87	1,38	0,01	3,92	0,69
2003									
Enero	2,79	2,86	2,83	2,76	2,71	1,31	0,01	3,89	0,62
Febrero	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	1,29	0,01	3,65	0,59
Marzo	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	1,23	0,01	3,56	0,36
Abril	2,56	2,58	2,53	2,47	2,45	1,25	0,01	3,55	0,30
Mayo	2,56	2,52	2,40	2,32	2,26	1,24	0,01	3,54	0,29
Junio	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,07	0,01	3,55	0,27
Julio	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	1,08	0,01	3,39	0,28
Agosto	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	1,10	0,01	3,43	0,26
Septiembre	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	1,10	0,00	3,60	0,25
Octubre	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,12	0,00	3,71	0,24
Noviembre	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,13	0,01	3,89	0,25
Diciembre (*)	1,71	2,12	2,14	2,18	2,31	1,13	0,01	3,97	0,25

NOTA: (*) Día 18.

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

El euríbor a un año cede hasta el 2,31% hacia el final de la tercera semana de diciembre.

En la eurozona, el rendimiento de los depósitos interbancarios a tres meses, después de marcar un mínimo histórico del 2,12% el día 28 de julio, se colocó cerca de esta cota. De este modo, el día 18 de diciembre se hallaba en el 2,14%, 80 puntos básicos por debajo de un año antes. Por su lado, el euríbor a un año, al mejorar el clima económico, subió hasta el 2,50% el día 1 de diciembre, aunque se distendió seguidamente y se colocó en el 2,31% el día 18 de diciembre. Por otra parte, el diferencial a corto plazo con el dólar ha oscilado en torno a 103 puntos básicos en las últimas semanas.

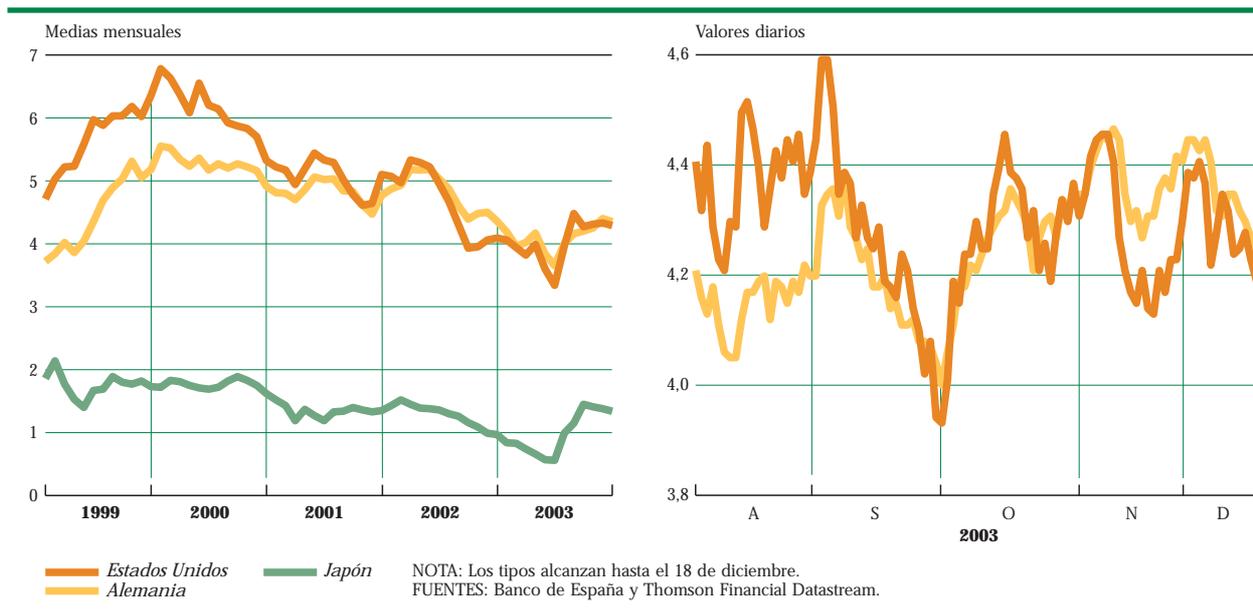
Distensión de las rentabilidades de los bonos del Estado a diez años

La rentabilidad de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años...

El tipo de interés de los bonos del Tesoro norteamericanos a 10 años registró el mínimo de las últimas décadas el día 13 de junio de 2003 en el 3,10% y el de los bonos a 30 años en el 4,17%, en un entorno de miedo a la deflación. No obstante, a partir de entonces remontaron al aparecer positivos datos económicos, al revisarse al alza las proyecciones del déficit público y difuminarse el riesgo de deflación. Así, el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años ascendió hasta el 4,60% el día 2 de septiembre, con un extraordinario aumento de 150 puntos básicos en dos meses y medio. Sin embargo, posteriormente tendió a descender por dudas sobre la sostenibilidad del relanzamiento económico y porque la Reserva Federal reiteró que no era probable que elevase el tipo de interés oficial en los meses siguientes. Así, al principio del mes de octubre la rentabilidad de los bonos del Tesoro estadounidenses a 10 años se hallaba en el 3,93%.

LIGERO ESTRECHAMIENTO DEL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO ENTRE EL EURO Y EL DÓLAR

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



TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	2001	2002	2003					
			I	II	III	Octubre	Noviembre	18 diciembre
Estados Unidos	5,06	4,65	3,94	3,64	4,26	4,31	4,33	4,15
Japón	1,34	1,27	0,80	0,60	1,20	1,41	1,38	1,33
Alemania	4,82	4,80	4,06	3,89	4,12	4,25	4,40	4,19
Francia	4,95	4,88	4,12	3,94	4,13	4,29	4,41	4,23
Italia	5,19	5,04	4,24	4,03	4,25	4,39	4,52	4,38
España	5,12	4,96	4,10	3,92	4,14	4,27	4,40	4,23
Reino Unido	4,97	4,93	4,33	4,25	4,55	4,92	5,09	4,76
Suiza	3,28	3,02	2,29	2,34	2,57	2,66	2,76	2,55

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

...desde el comienzo de octubre oscila en una banda entre el 4% y el 4,5%.

No obstante, a continuación volvió a prevalecer el optimismo al difundirse indicadores económicos favorables, especialmente al mejorar el mercado laboral, lo que tendió a subir los rendimientos de los bonos públicos. Con todo, otra serie de factores obraron en sentido inverso, como nuevas declaraciones de la Reserva Federal de que no subiría su tipo de interés de referencia en los próximos meses, así como señales de inflación contenida. Así, la rentabilidad de los bonos del Tesoro norteamericanos a 10 años desde el comienzo de octubre ha oscilado en una banda entre el 4% y el 4,5%, colocándose en el 4,15% hacia el final de la tercera semana de diciembre, 10 puntos básicos por encima de doce meses antes.

La deuda pública alemana apenas se ve afectada por la crisis del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En 2003 la deuda pública alemana ha seguido una trayectoria similar a la de la otra orilla del Atlántico, y el tipo de interés de los bonos públicos a 10 años alemanes también ha evolucionado en el mismo rango desde el inicio de octubre. La rentabilidad de los bonos del Estado germanos a 10 años alcanzó la cota más elevada desde diciembre de 2002 el día 12 de noviembre en el 4,47%. El mercado apenas reaccionó a la crisis del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La apreciación del euro en las primeras semanas de diciembre tendió a apoyar el precio de la deuda germana. De esta manera, hacia el final de la tercera semana de diciembre el rendimiento de los bonos del Estado alemán se colocaba en el 4,19%, 11 puntos básicos menos que doce meses antes. El diferencial de tipos de interés entre los bonos del Tesoro alemanes y estadounidenses ha tendido a estrecharse en las primeras semanas de diciembre, y se cifraba en unos 5 puntos básicos hacia el final de la tercera semana de diciembre.

El dólar continúa su caída

El dólar anota el nivel mínimo desde principios de 1999 en términos globales...

La moneda estadounidense ha proseguido la senda bajista en las primeras semanas de diciembre. Así, el día 17 de diciembre anotó el nivel mínimo desde principios de 1999 en relación con las divisas de los 26 países con mayor volumen de comercio con Estados Unidos. De este modo, registraba un descenso del 12,2% en relación con el máximo alcanzado en enero de 2002. Este mínimo se produjo por la presión para que se corrija el abultado déficit exterior por cuenta corriente norteameri-

cano y ocurrió después de unos datos de inversión extranjera que reflejaban la pérdida de atractivo de los valores estadounidenses, ya que los flujos inversores en activos financieros estadounidenses en octubre no cubrieron el déficit por cuenta corriente por segunda vez consecutiva.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Noviembre 2003

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 20-12-2003
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2002	Anual	
Frente al dólar de EE.UU.							
Yen japonés	109,6	-0,4	109,2	-0,3	-10,4	-10,2	107,6
Libra esterlina (1)	1,722	1,4	1,690	0,7	6,4	7,5	1,771
Franco suizo	1,292	-3,6	1,332	0,6	-7,2	-9,1	1,251
Dólar canadiense	1,299	-1,4	1,313	-0,7	-15,8	-16,5	1,330
Peso mexicano	11,40	3,1	11,15	-0,2	9,1	9,4	11,21
<i>Índice efectivo nominal</i> (4)	<i>116,0</i>	<i>-0,7</i>	<i>116,5</i>	<i>-0,1</i>	<i>-7,3</i>	<i>-7,8</i>	<i>114,5</i>
Frente al euro							
Dólar de EE.UU.	1,199	3,2	1,170	0,1	14,8	16,9	1,240
Yen japonés	131,2	3,6	127,8	-0,2	3,0	5,1	133,4
Franco suizo	1,548	-0,1	1,559	0,7	6,3	6,3	1,556
Libra esterlina	0,697	1,6	0,693	-0,7	7,8	8,7	0,702
Corona sueca	9,048	0,0	8,994	-0,2	-1,2	-1,0	9,083
Corona danesa (3)	7,440	0,1	7,437	0,1	0,1	0,1	7,443
<i>Índice efectivo nominal</i> (5)	<i>102,7</i>	<i>2,2</i>	<i>101,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>8,1</i>	<i>9,4</i>	<i>104,6</i>

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.

...y no parece que haya tocado fondo.

Por otra parte, a mediados de diciembre el secretario del Tesoro, John Snow, declaró que en términos efectivos, es decir, ponderando las monedas de contrapartida, el dólar se situaba por encima de la media de los últimos veinticinco años. La caída del dólar apenas se vio frenada por los favorables datos económicos aparecidos, mientras que fue más afectado por las noticias negativas. Esto hace esperar que la bajada del dólar todavía no haya tocado fondo y prosiga en los próximos meses. Por el momento, el peso de la corrección del dólar recae sobre todo en el euro, ya que bastantes divisas asiáticas siguen ligadas al dólar, y en particular las autoridades chinas continúan rechazando revaluar el yuan. De este modo, mantienen su estrategia de crecimiento apoyado en una moneda infravalorada para favorecer a sus exportaciones.

El euro sólo se sitúa el 1,5% por encima del nivel...

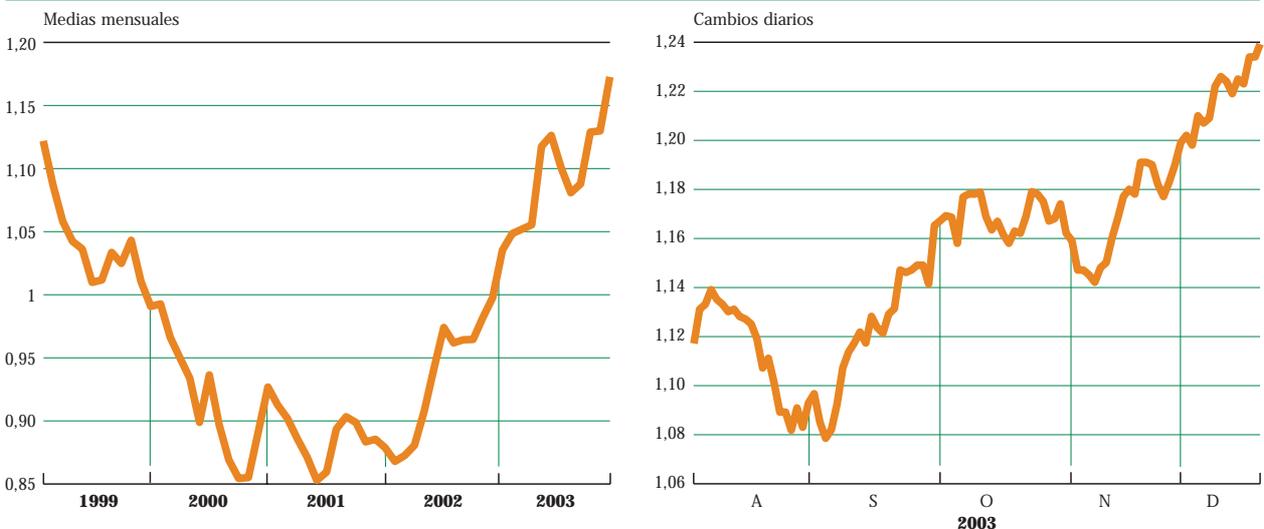
En este contexto el euro ha ido encadenando una sucesión de máximos históricos contra el dólar en las últimas semanas. De esta forma, el día 18 de diciembre cotizó a 1,240 dólares, con una apreciación del 18,3%

...de su lanzamiento en términos globales.

con relación al final de 2002. Así, la crisis del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por el momento no ha pasado factura a la moneda única gracias a la debilidad del dólar. Sin embargo, en términos globales la subida del euro ha sido menor. Así, el día 18 de diciembre el euro anotó un máximo en términos efectivos, con un incremento del 10,3% con relación al final de 2002. Con todo, la moneda única sólo se situaba el 1,5% en términos globales por encima de su nivel de lanzamiento al comienzo de 1999.

EL EURO ENCADENA MÁXIMOS HISTÓRICOS FRENTE AL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 18 de diciembre. FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

EL EURO ANOTA UN MÁXIMO EN TÉRMINOS EFECTIVOS DESDE SU LANZAMIENTO

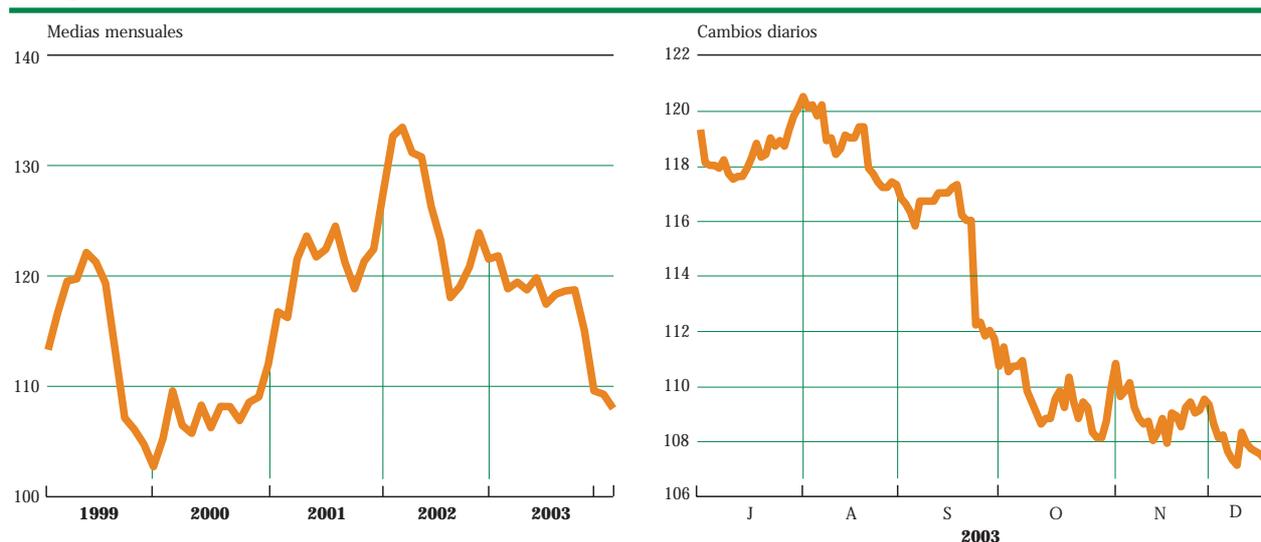
Tipo de cambio efectivo nominal del euro



NOTA: (*) Los datos alcanzan hasta el 18 de diciembre. FUENTE: Thomson Financial Datastream.

EL YEN SIGUE APRECIÁNDOSE CONTRA EL DÓLAR

Yenes por dólar



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 18 de diciembre.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

El Banco de Japón frena la apreciación del yen.

El yen marcó un máximo desde noviembre del año 2000 respecto a la moneda estadounidense el día 9 de diciembre al pagarse a 107,2 unidades por dólar. El optimismo sobre el despegue de la economía japonesa impulsó a la divisa nipona. Posteriormente se frenó este movimiento ascendente, probablemente por nuevas intervenciones del Banco de Japón en los mercados de cambios para evitar que una apreciación del yen considerada excesiva pudiese frustrar la reactivación económica. Así, hacia el final de la tercera semana de diciembre la divisa japonesa se situaba en 107,6 unidades por dólar y presentaba un alza acumulada del 10,4% frente al dólar. En cambio, con relación al euro la moneda nipona se depreció el 6,7% sobre el final de 2002.

La libra esterlina marca el máximo de los últimos once años frente al dólar.

La libra esterlina el día 18 de diciembre alcanzó la cota máxima frente al dólar en los últimos once años al cotizarse a 1,77 dólares. El sensible diferencial de tipos de interés, incrementado tras la subida llevada a cabo por el Banco de Inglaterra a principios de noviembre, ha contribuido a la apreciación de la moneda del Reino Unido.

MERCADO DE CAPITALLES

Las bolsas suben en 2003 después de tres años de caídas

Vuelve el mercado alcista.

Los mercados internacionales de renta variable van camino de cerrar el mejor ejercicio de los últimos tres años. En efecto, la mayor parte de los principales índices bursátiles se hallan, a pocas sesiones del cierre del año, prácticamente en zona de máximos, acumulando ganancias notables desde el cierre de 2002 y mucho más sustanciales desde los mínimos de marzo, cuando los mercados acusaron con mayor intensidad los efectos de la crisis en Irak.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES 28-11-2003

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Datos a 18-12-2003	
					Índice	% variación en el mes
Nueva York						
<i>Dow Jones</i>	9.782,5	-0,2	17,3	10,0	10.248,1	4,8
<i>Standard & Poor's</i>	1.058,2	0,7	20,3	13,0	1.089,2	2,9
<i>Nasdaq 100</i>	1.424,3	0,6	44,7	27,6	1.431,3	0,5
Tokio	10.100,6	-4,3	17,7	9,6	10.104,0	0,0
Londres	4.342,6	1,3	10,2	4,2	4.397,3	1,3
Zona del euro	2.630,5	2,2	10,2	-1,0	2.714,7	3,2
<i>Francfort</i>	3.746,0	2,5	29,5	12,8	3.870,9	3,3
<i>París</i>	3.424,8	1,5	11,8	3,0	3.503,2	2,3
<i>Amsterdam</i>	968,9	0,6	5,8	-4,3	973,5	0,5
<i>Milán</i>	1.260,8	3,9	15,5	5,6	1.277,9	1,4
<i>Madrid</i>	7.252,5	1,7	20,1	8,5	7.585,5	4,6
Zurich	5.317,5	2,0	14,8	3,9	5.415,8	1,8

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

FUENTES: «Financial Times» y elaboración propia.

La recuperación de la economía americana, decisiva en el cambio de panorama bursátil.

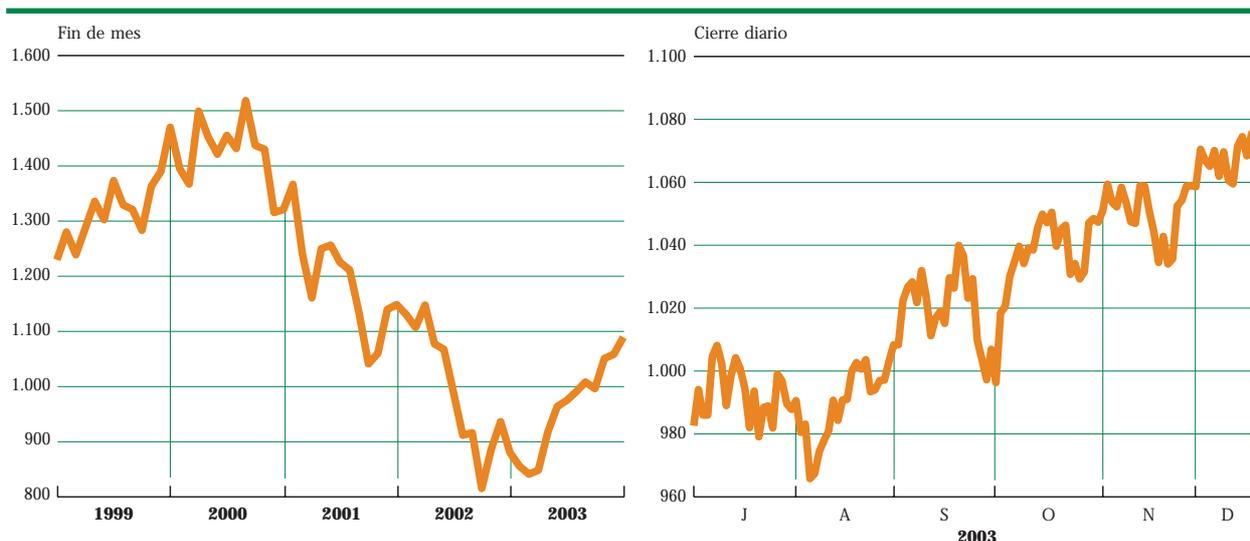
La trayectoria de las bolsas a lo largo de 2003 ha respondido, en términos generales, a la influencia de factores muy diversos, aunque el determinante de fondo lo ha constituido, sin duda, la valoración de las posibilidades efectivas de recuperación de la economía norteamericana y, en

especial, su ritmo e intensidad. En este sentido, los principales índices bursátiles se han ido moviendo a remolque de la interpretación más o menos favorable de distintos indicadores macroeconómicos de la economía norteamericana, siendo especialmente relevantes en su momento algún dato puntual de clima empresarial, el crecimiento del producto interior bruto o ya en octubre la buena cifra de empleo no agrícola en Estados Unidos, que dio por buena la sostenibilidad de la recuperación.

La resolución del conflicto bélico en Irak, hito clave del cambio de rumbo en los mercados.

Las alzas bursátiles de 2003 no pueden desvincularse del proceso de gestación y resolución del conflicto armado en Irak. Ya al desatarse las hostilidades se eliminó buena parte de la incertidumbre política que había sumido a las bolsas en un clima de intensa debilidad a finales de 2002 y ello favoreció un súbito cambio de rumbo de los principales índices, que reflejaron con alzas importantes este hecho. Posteriormente, la rápida resolución del conflicto bélico consolidó el tono del mercado y se sentaron las bases de la posterior tendencia alcista que ha presidido las bolsas en la mayor parte del ejercicio.

BOLSA NORTEAMERICANA: GANANCIAS DEL 20% EN 2003
Índice Standard & Poor's 500 de la Bolsa de Nueva York



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 18 de diciembre. FUENTE: Bolsa de Nueva York.

El segmento tecnológico lidera la recuperación bursátil en 2003, en particular en Estados Unidos.

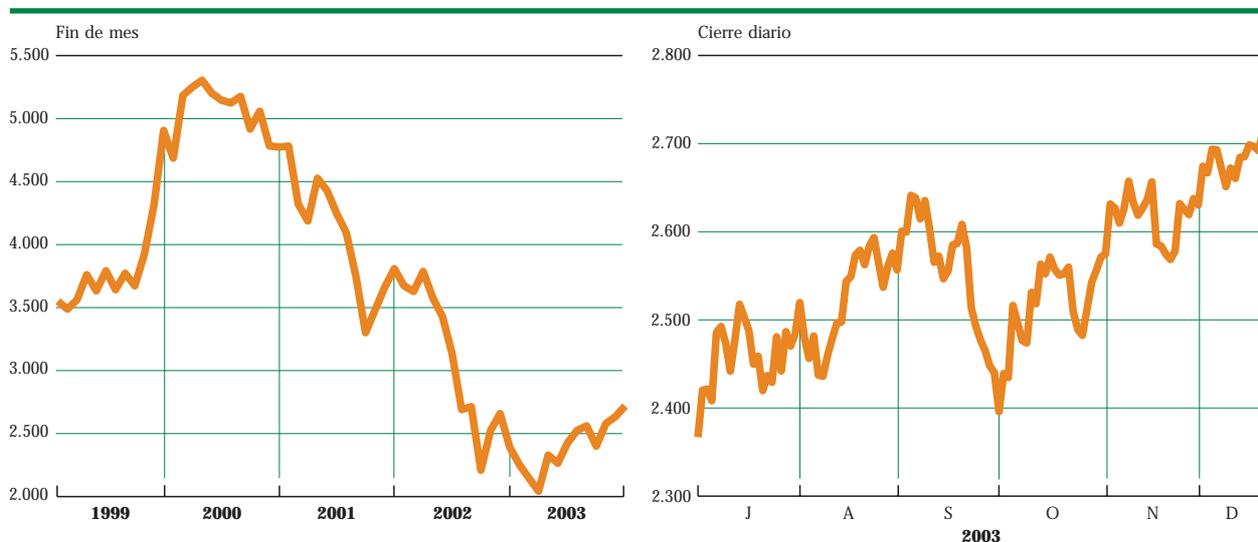
El despegue y posterior ascenso de los mercados bursátiles ha estado liderado por el segmento tecnológico del mismo, lógicamente el más especulativo, pero también el que había sufrido un mayor castigo durante los casi tres años de declive de las cotizaciones. El detonante del alza tecnológica fueron los resultados empresariales de las compañías más relevantes del sector, en general positivos y mejores que los esperados. Las alzas de los índices tecnológicos se contagiaron al resto de indicadores y mercados. No obstante, el impulso inicial posbélico no tuvo la misma continuidad en Estados Unidos que en Europa, donde los principales mercados acusaron el tono recesivo de las principales economías de la zona euro.

Los bajos tipos de interés y los dividendos alientan también la inversión en bolsa.

Con todo, ante la mejora paulatina de la situación económica en los Estados Unidos, el clima bursátil mejoró entre junio y septiembre en todos los mercados. El convencimiento de la solidez de una coyuntura con bajos tipos de interés, habida cuenta de los escasos riesgos inflacionistas y también el propio atractivo de las rentabilidades por dividendo de los títulos de renta variable acabaron de convencer a una demanda que paulatinamente relativizó los tres años de crisis bursátil y entró en el mercado.

BOLSA EUROPEA: BALANCE ALGO MENOS POSITIVO

Índice DJ Euro Stoxx 50



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 18 de diciembre.

FUENTE: Stoxx Ltd.

El debilitamiento del dólar, factor de incertidumbre en la trayectoria de los mercados.

Este episodio alcista de los mercados tuvo un punto de inflexión y, en cierta medida, un punto de incertidumbre a raíz del progresivo debilitamiento del dólar y, en particular, tras la reunión del G-7 en septiembre con la cuestión de la estabilidad cambiaria en el orden de prioridades. Al mismo tiempo, la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de recortar la producción de petróleo asustó a los mercados y se inició un periodo de corrección, finalmente puramente técnica, que finalizó a primeros de octubre con los excelentes datos de crecimiento y empleo en Estados Unidos. A partir de ahí, y hasta fin de año, los índices de los principales mercados, excepto los tecnológicos, han consolidado las alzas situándose en zonas de máximos anuales.

El balance de la bolsa norteamericana, mejor que el de la zona del euro en términos generales.

De este modo, ya en la segunda mitad de diciembre, el balance acumulado de los principales índices era claramente positivo. En Estados Unidos, el tecnológico Nasdaq 100 presentaba unas ganancias superiores al 40%, doblando las obtenidas por el Dow Jones o el más amplio Standard & Poor's. En el continente europeo, el Euro Stoxx 50, representativo de los valores más importantes de la zona del euro presentaba una revalorización anual mucho más moderada, algo menor al 15%, y en cualquier caso muy inferior a la experimentada por otros índices representativos de los distintos mercados nacionales de la zona. En este sentido, el

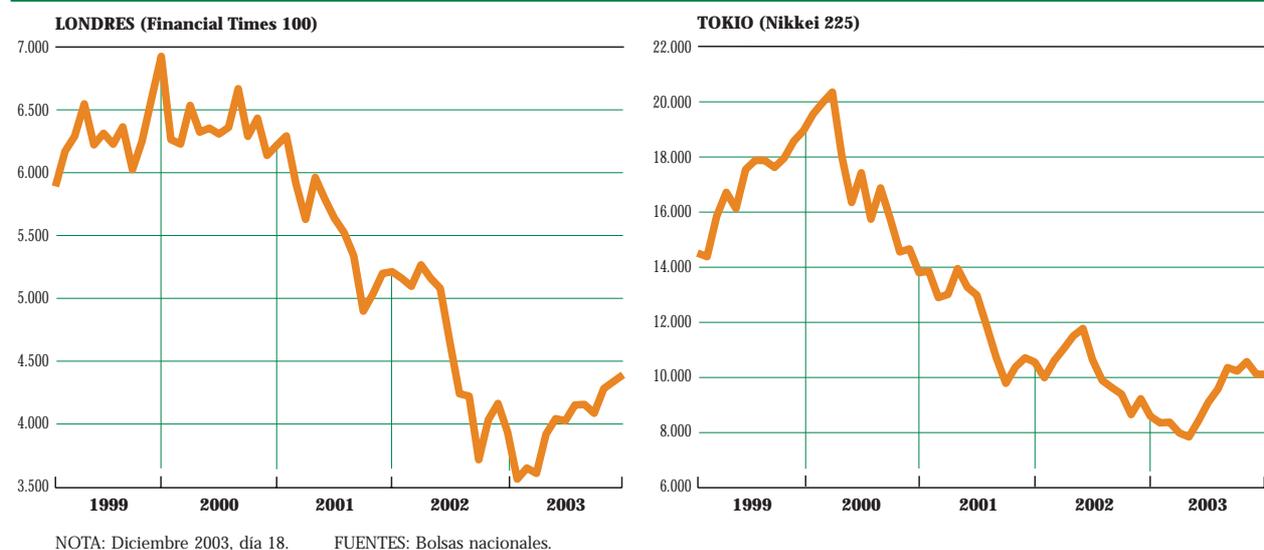
Dax 30 alemán presentaba plusvalías superiores al 30% o el IBEX 35 no quedaba lejos de esa magnitud. Más modestos, en cambio, fueron los resultados de la bolsa francesa, italiana o, ya fuera de la zona del euro, la británica, a tenor de los registros de sus índices más representativos.

Telecomunicaciones, informática, tecnologías de información y servicios financieros acumulan, entre otros sectores, las mayores plusvalías en el año en la zona del euro.

En el marco de la bolsa de la zona del euro, la consolidación de las alzas y la consecución de máximos anuales se ha concentrado en los valores bancarios (al amparo de potenciales fusiones en el sector), telecomunicaciones, servicios públicos y automóvil, sector que ha visto mejorar claramente la coyuntura. Por el contrario, tecnología, medios de comunicación y, especialmente, comercio detallista han experimentado trayectorias negativas en las últimas semanas que han mermado su balance anual. Mediado diciembre, los ganadores del año han sido los valores de industrias manufactureras, los tecnológicos, consumo cíclico, telecomunicaciones y banca, con plusvalías entre el 20% y el 30%. Por el contrario, alimentación y bebidas y consumo no cíclico han retrocedido respecto al cierre del año anterior.

BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes



Las bolsas sudamericanas presentan una revalorización espectacular en 2003.

Fuera del continente europeo, la bolsa japonesa presenta un balance anual muy favorable, con unas plusvalías superiores al 20% ya en la segunda mitad de diciembre. Con todo, el mercado japonés ha sido, entre las principales plazas internacionales, el que ha cedido un recorrido mayor desde sus máximos anuales. En Latinoamérica, en cambio, la situación ha sido mucho más positiva siendo espectaculares las revalorizaciones en el mercado brasileño, fundamentadas en la progresiva mejora de las condiciones económicas y monetarias en aquel país. Prácticamente idéntico ha sido el balance de la bolsa argentina, con una revalorización acumulada en el año superior al 85%.

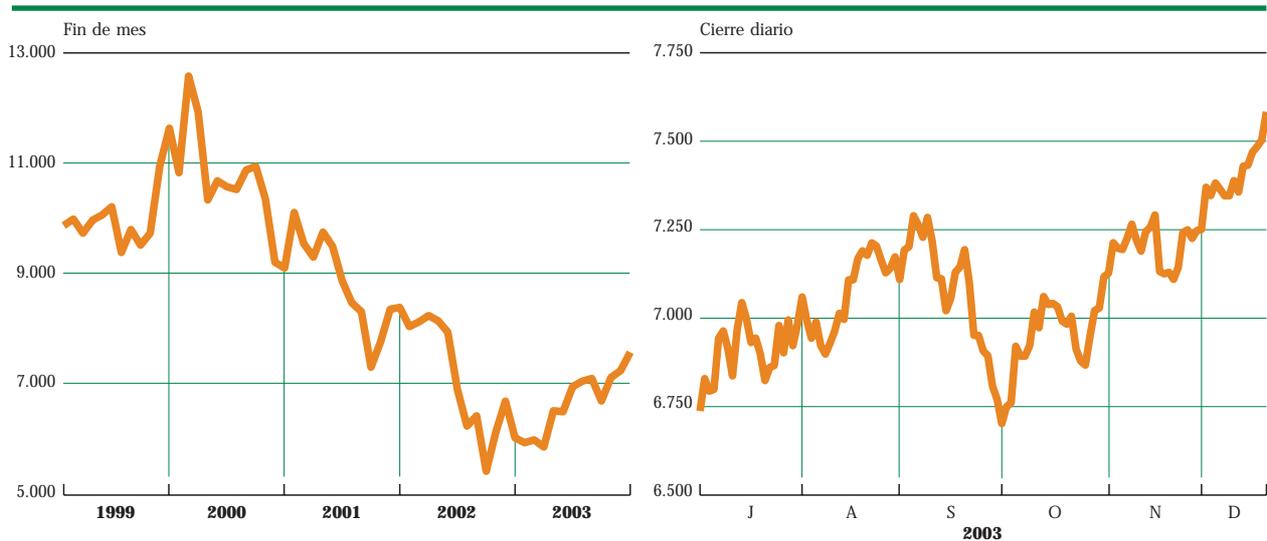
La bolsa española, entre las mejores de Europa en 2003

El IBEX 35 supera los 7.500 puntos y acumula unas plusvalías superiores al 25%.

El mercado de renta variable español va a concluir el ejercicio de 2003 con un balance muy positivo a tenor de la revalorización de sus principales índices de referencia. Así, el IBEX 35, ya en la segunda mitad de diciembre, se situó en zona de máximos anuales, acumulando unas plusvalías superiores al 25% respecto al cierre de 2002. De este modo, este índice se situaba entre los más revalorizados en el contexto de las bolsas de la zona euro quedando únicamente por detrás del mercado alemán y el austriaco.

EL IBEX 35 CONSOLIDA EL 7.500 A FINAL DE AÑO

Índice IBEX 35, base 1-1-1990 = 3.000



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 18 de diciembre.

FUENTE: Sociedad de Bolsas.

Diversas razones explican el buen comportamiento del mercado español.

El balance relativamente más favorable de la bolsa española respecto a la mayor parte de mercados europeos tuvo su punto de partida en el excelente comportamiento de los principales valores del mercado a principios de año, que reaccionaron positivamente a la clarificación del panorama económico y político en Latinoamérica. Así, ya en el arranque del ejercicio, el IBEX 35 se anotó un diferencial de rentabilidad que posteriormente acrecentaría gracias, en buena medida, a su propia naturaleza. En efecto, pese a que el perfil del principal índice de referencia del mercado español a lo largo de 2003 se ha asemejado notablemente al de los principales indicadores internacionales, sus mejores resultados se han visto favorecidos por las subidas relativamente más intensas de los valores de mayor peso específico en él.

El ejercicio bursátil, pleno de actividad corporativa, arroja resultados espectaculares para determinadas compañías.

Con todo, el ejercicio 2003 se ha mostrado pleno de actividad bursátil, con oscilaciones muy intensas de las cotizaciones en determinados valores o grupos de valores. Operaciones de fusión, de oferta pública de adquisición, la mayor parte no llegadas a buen puerto, o expectativas desmesuradas sobre el potencial de determinadas compañías han animado la contratación dando pie a cambios importantes en los precios. En

este sentido, Sogecable ha multiplicado por cuatro su cotización, a raíz de la fusión de las dos plataformas digitales de televisión, mientras que Iberia ha doblado respecto a los mínimos alcanzados con la crisis de Irak. Del mismo modo, aunque con revalorizaciones algo menos espectaculares, pero superiores al 50% desde mínimos anuales, se hallarían Gamesa, Indra, Mapfre, Telefónica Móviles o los dos grandes bancos.

El índice de telecomunicaciones presenta el mejor balance sectorial en contraste con el de bienes de consumo, que acumula pérdidas en 2003.

Desde una perspectiva más general, no obstante, el año bursátil de 2003 ha sido positivo para la práctica totalidad de los índices sectoriales de la bolsa de Madrid. En efecto, con la única excepción del índice de bienes de consumo, afectado negativamente por la trayectoria de valores como Inditex (muy penalizado por sus resultados) o Zeltia (castigado por la no calificación de algunos de sus productos farmacéuticos), la mayor parte de indicadores han presentado revalorizaciones superiores al 20%, destacando con unas plusvalías muy superiores el grupo de telecomunicaciones.

ÍNDICES DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

	Índice 28-11-2003	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Datos a 18-12-2003	
					Índice	% variación mes anterior
Índices oficiales						
IBEX 35 (1)	7.252,5	1,7	20,1	8,5	7.585,5	4,6
Madrid (2)	768,4	1,8	21,2	10,8	795,9	3,6
Barcelona (2)	619,3	1,6	23,3	9,9	651,2	5,2
Bilbao (3)	1.307,8	2,4	20,0	8,3	1.361,3	4,1
Valencia (2)	598,4	1,6	24,3	12,3	625,7	4,6
Índices sectoriales Bolsa de Madrid (4)						
Servicios financieros	907,9	2,0	23,2	11,1	943,7	3,9
Energía	926,0	-0,2	16,1	13,5	981,7	6,0
Bienes de consumo	985,3	2,9	-0,4	-6,4	934,4	-5,2
Construcción	1.242,9	2,1	19,2	17,8	1.292,7	4,0
Bienes de inversión e intermedios	1.167,0	6,6	27,4	17,6	1.161,4	-0,5
Comunicaciones	790,8	1,9	35,3	11,8	843,9	6,7
Servicios de mercado	1.109,7	-1,2	19,7	14,3	1.129,0	1,7

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

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

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

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

FUENTES: Bolsas y elaboración propia.

El buen año bursátil impulsa la contratación efectiva al alza.

La mejora paulatina del contexto bursátil ha favorecido también un incremento progresivo de la negociación. En efecto, la contratación efectiva de acciones en las bolsas de Madrid y Barcelona creció con fuerza en noviembre, de manera que el volumen efectivo negociado en los once primeros meses excedió en un 5,7% el del año anterior. Por sectores, los servicios financieros, energía y telecomunicaciones absorbieron más del 80% de la negociación total.

Moderadas emisiones de renta fija internacionales en el tercer trimestre

Evolución irregular de las emisiones internacionales de renta fija en el tercer trimestre, con una fuerte recuperación al final del mismo.

El volumen de emisiones de renta fija internacionales en el tercer trimestre de 2003 se cifró en 298.600 millones de dólares en términos netos, de acuerdo con las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales. Esta cantidad supuso un incremento del 66,4% en relación con el mismo trimestre del año anterior. No obstante, las colocaciones netas cayeron en un 14,0% respecto al segundo trimestre a causa de turbulencias en los mercados internacionales de deuda. De hecho, las emisiones tuvieron una evolución irregular, con una marcada debilidad en agosto y una fuerte recuperación en septiembre.

Las emisiones netas de deuda en los mercados internacionales de los prestatarios de los países emergentes anotan el máximo de los dos últimos años.

El moderado recurso a los mercados financieros de renta fija en el tercer trimestre es atribuible a las reducidas necesidades de financiación de las entidades de la zona del euro. En cambio, los prestatarios de los países emergentes, favorecidos por una serie de mejoras de sus calificaciones crediticias, aumentaron sus emisiones netas en los mercados internacionales de deuda, y alcanzaron el máximo de los últimos dos años. Las instituciones financieras norteamericanas también elevaron sus emisiones netas en el tercer trimestre, al acelerarse el crecimiento económico en Estados Unidos. De esta forma, las emisiones netas de renta fija en dólares prácticamente igualaron a las realizadas en euros por primera vez en dos años.

EMISIONES NETAS DE VALORES DE RENTA FIJA INTERNACIONALES Miles de millones de dólares

	2001	2002	2002		2003		
			III	IV	I	II	III
Instrumentos monetarios	-78,9	2,3	11,8	-10,0	55,4	3,7	-33,2
<i>En dólares de Estados Unidos</i>	-52,3	-16,8	-10,7	-5,3	17,0	-6,2	-3,8
<i>En euros</i>	-26,6	28,4	21,1	0,7	32,5	8,7	-19,3
<i>En yenes</i>	-1,9	-25,7	-4,1	-5,6	-2,6	-1,3	-3,8
<i>En el resto de monedas</i>	1,9	16,4	5,5	0,2	8,5	2,5	-6,3
Bonos y obligaciones	1.425,4	1.007,3	167,6	192,2	300,0	343,7	331,8
<i>En dólares de Estados Unidos</i>	703,4	436,0	56,1	78,1	80,2	82,1	141,9
<i>En euros</i>	623,7	493,5	93,1	92,4	194,1	223,3	158,7
<i>En yenes</i>	18,5	-17,9	-4,3	-3,3	-3,5	-1,8	-3,1
<i>En el resto de monedas</i>	79,8	95,7	22,7	25,0	29,2	40,1	34,3
TOTAL	1.346,6	1.009,6	179,4	182,2	355,3	347,4	298,6

FUENTES: Banco de Pagos Internacionales y elaboración propia.

Las empresas europeas no financieras empiezan a emitir bonos subordinados.

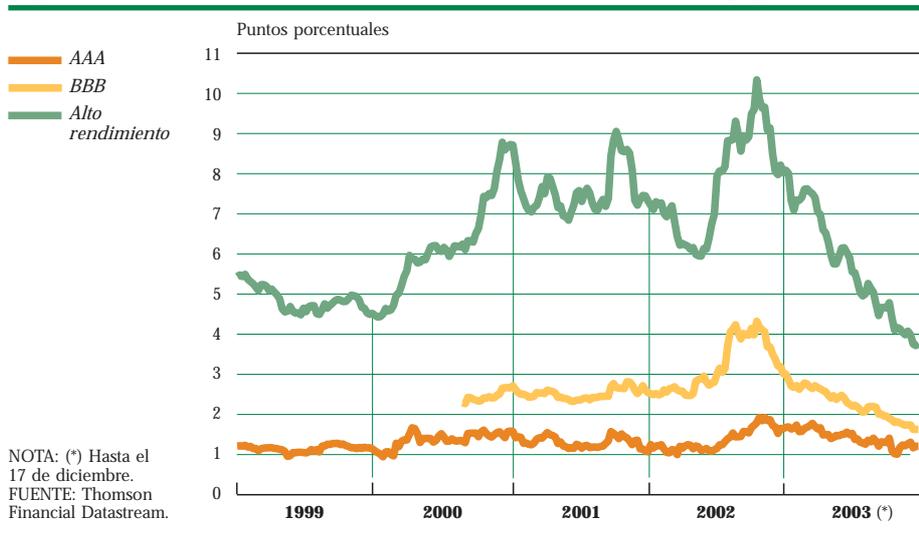
Por otro lado, en 2003 las empresas europeas no financieras han empezado a utilizar capital híbrido para reforzar sus balances, entrando en un mercado reservado tradicionalmente a los bancos y las compañías de seguros. Así, dos empresas europeas con la máxima calificación crediticia emitieron bonos subordinados en 2003. Éstos son de renta fija, pero tienen características de renta variable.

La tasa de morosidad global de los bonos de alto rendimiento sigue bajando, la calidad crediticia mejora...

La tasa de morosidad global de los bonos de alto rendimiento (de baja calidad crediticia) bajó hasta el 5,3% en los doce últimos meses hasta noviembre, frente al 5,7% registrado en octubre, según la agencia de calificación Moody's. La calidad crediticia también ha mejorado en los últimos meses. Así, la ratio de revisiones de calificación crediticia a la baja frente al alza de bonos con calificación de grado especulativo se situó en 2,2 a 1 en noviembre, frente a 7,4 a 1 en el mismo mes de 2002, de acuerdo con la agencia especializada Moody's.

LA AVERSIÓN AL RIESGO DISMINUYE

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



...y las primas de riesgo se reducen.

La aversión al riesgo, medida por el diferencial frente a los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo, continuó disminuyendo en las primeras semanas de diciembre, gracias a la mejora del clima económico. Las primas de riesgo se situaban sensiblemente por debajo de los máximos anotados en octubre de 2002.

Entradas netas de flujos bancarios en los países emergentes de Asia-Pacífico y de Europa.

En cuanto al mercado bancario internacional, de acuerdo con los datos difundidos por el Banco de Pagos Internacionales, en el segundo trimestre de 2003 volvieron a predominar los flujos crediticios interbancarios frente a los dirigidos hacia los prestamistas no bancarios. Los incrementos de fondos netos canalizados hacia los países emergentes fueron determinados por movimientos en depósitos. Así, grandes repatriaciones de depósitos por bancos en China contribuyeron a entradas netas en la región de Asia-Pacífico. También se produjeron significativos ingresos netos de fondos en los países emergentes de Europa debido sobre todo a Rusia. Por el contrario, en Latinoamérica continuaron las salidas netas de recursos bancarios.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Previsiones económicas: el ritmo de crecimiento del PIB se aproximará al 3% en 2004

La recuperación de la inversión en bienes de equipo y la mejora del sector exterior impulsan el crecimiento del PIB en 2004 y 2005...

Las previsiones de los principales organismos internacionales y de la mayoría de analistas privados coinciden en situar ligeramente por debajo del 3% el ritmo de crecimiento del producto interior bruto (PIB) español en 2004, alrededor de medio punto más que en 2003. La recuperación de la inversión en bienes de equipo, que compensaría el menor ritmo constructor, y sobre todo, la recuperación del sector exterior, que reduciría su aportación negativa al incremento del PIB, son señalados como los principales motores del crecimiento, en tanto que el consumo privado mantendría o sólo aceleraría ligeramente su ritmo de avance. Estas tendencias continuarían a lo largo de 2005, que finalizaría con un crecimiento medio del PIB algo superior al 3%.

...permitiendo que continúe aumentando el empleo.

De acuerdo con dichas premisas, el empleo continuará creciendo a un ritmo notable, cercano al 2%, en 2004 y en torno a unas pocas décimas más en 2005. Esta evolución permitirá un recorte muy discreto de la tasa de paro, que apenas bajaría del 11% sobre la población activa en 2004 y se acercaría al 10,5% durante el año siguiente.

Ligero recorte de la tasa de inflación, corrección limitada del déficit exterior y mantenimiento del equilibrio presupuestario público.

En materia de precios se prevé también una débil mejora, puesto que la tasa de inflación media no bajará del 2,7% en 2004 y del 2,6% en 2005. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) insiste en que sólo se logrará reducir significativamente el diferencial de inflación con respecto a la zona del euro si se introduce una mayor flexibilidad en la fijación de los salarios y aumenta la competencia en los sectores protegidos. Por último, la corrección del déficit exterior, sobre cuya evolución las coincidencias son menores, será en cualquier caso muy limitada, mientras que, por contra, todas las previsiones apuntan a un ligero superávit o al mantenimiento del equilibrio presupuestario público.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS
Porcentaje de variación anual, salvo indicación

	2003 "la Caixa"	2004					2005
		ME	CE	OCDE	Consenso	"la Caixa"	Rango de previsiones
PIB y agregados							
Consumo de los hogares	3,1	3,1	3,2	3,5	3,1	3,2	3,1-3,4
Consumo público	3,8	2,9	4,3	3,5	-	3,7	3,2-4,0
Formación bruta de capital fijo	3,2	3,8	3,9	4,0	3,7	3,8	4,4-4,7
<i>Bienes de equipo y otros productos</i>	2,5	5,0	4,7	-	4,7	4,2	6,5-7,1
<i>Construcción</i>	3,7	3,0	-	-	3,0	3,5	-
Demanda nacional con stocks	3,4	3,3	3,6	3,7	3,3	3,5	3,5-3,9
Exportación de bienes y servicios	4,4	6,3	5,5	5,2	6,4	6,7	7,2-7,6
Importación de bienes y servicios	7,4	7,0	7,2	7,6	7,5	8,3	7,8-8,5
Producto interior bruto	2,4	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	3,1-3,3
Mercado de trabajo							
Empleo (*)	1,8	1,9	2,0	-	1,9	2,0	2,1-2,2
Tasa de paro (% sobre población activa)	11,3	11,0	10,9	11,0	11,1	11,0	10,4-10,6
Precios y costes							
Deflactor del consumo privado	-	2,7	2,9	2,8	-	-	2,6-2,9
Índice de precios de consumo	3,1	-	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6-2,9
Sector exterior (% s. PIB)							
Saldo de operaciones corrientes	-3,5	-	-3,2	-4,0	-2,5	-3,2	-3,1- -4,3
Capacidad de financiación frente al resto del mundo	-2,4	-2,6	-2,3	-	-	-2,2	-2,1- -2,5
Sector público							
Necesidad de financiación de las AA.PP. (% s. PIB)	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2-0,3

NOTA: (*) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, según la contabilidad nacional.

FUENTES: ME: Ministerio de Economía. CE: Comisión Europea. OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Consenso: panel de analistas privados recopilado por la Fundación de Cajas de Ahorros Confederadas. "la Caixa": Servicio de Estudios de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.

Indicadores de actividad: prosigue la expansión

La actividad económica mantiene un tono moderadamente expansivo en la recta final del año...

Hacia el final de 2003, se mantienen las mismas tendencias de fondo que han enmarcado la economía española a lo largo de todo el año. El consumo privado mantiene un ritmo de avance bastante sólido, la construcción continúa mostrando un notable dinamismo y la inversión en bienes de equipo sigue en recuperación, a pesar de haber acusado algunos altibajos. Un claro exponente del curso expansivo de la economía es la aceleración que ha registrado el consumo de electricidad (altamente representativo del ritmo de actividad general) a lo largo de todo el año, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual cercana al 5% en los meses finales del mismo, en términos de ciclo tendencia.

...que repercute en la satisfactoria situación de las empresas...

El buen tono de la economía halla un adecuado reflejo en la satisfactoria coyuntura empresarial. Así, durante los nueve primeros meses de 2003, el valor añadido bruto de las empresas no financieras creció en conjunto un 6,3% de promedio y el resultado económico bruto lo hizo en un 7,3%, según la Central de Balances Trimestral del Banco de España. Pero dado

...exceptuando las de carácter industrial afectadas por la atonía del sector.

El sector industrial es el que ofrece peores resultados, con un crecimiento del resultado ordinario neto inferior al 1%. La debilidad de la industria puede apreciarse también a través de la evolución del índice de producción industrial que, filtrando las diferencias de calendario, apenas avanzó un 1% entre julio y octubre, con respecto al mismo periodo del año anterior. Tampoco, desde otra óptica, la encuesta de coyuntura industrial está ofreciendo señales de que pueda tener lugar una recuperación próxima. De hecho, el indicador de clima industrial continúa moviéndose en niveles negativos (0,6 puntos en noviembre) a pesar de haber mejorado ligeramente en los últimos meses.

La construcción continúa creciendo a buen ritmo gracias, principalmente, al dinamismo de la edificación.

La otra cara de la moneda es el dinamismo de la construcción, que mantiene todavía un ritmo expansivo notable, aunque en lo referente a la licitación pública se haya producido una pausa en el crecimiento durante los últimos meses, de acuerdo con los datos del Ministerio de Fomento. Coincidiendo con ello, según informaciones de Eurostat, la producción correspondiente a obra civil registró un crecimiento contenido durante el tercer trimestre (1,9%, con respecto a un año antes), mientras que la relativa al sector de edificación mantenía un tono expansivo más vivo (incremento del 5,4%). Por otra parte, el consumo de cemento continúa aumentando a ritmo apreciable (3,5% de julio a noviembre).

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2001	2002	2002		2003			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Industria								
Consumo de electricidad (1)	4,8	3,7	3,8	3,2	3,5	5,3	3,4	6,0
Índice de producción industrial (2)	-1,5	0,2	2,5	1,5	1,7	0,9	0,9	...
Indicador de clima industrial (3)	-5,3	-5,9	-5,3	-2,7	-0,8	-2,7	0,0	-0,6
Utilización capacidad productiva (4)	79,2	78,1	80,3	78,9	77,7	79,8	-	80,4
Imp. bienes interm. no energ. (5)	4,6	6,4	14,9	10,6	7,8	-0,1	...	...
Construcción								
Consumo de cemento	9,7	4,7	2,5	3,9	5,1	4,5	-0,3	4,9
Indicador de clima en la construcción (3)	12,7	7,0	-1,0	15,3	17,5	6,5	-8,0	-2,0
Viviendas (visados obra nueva)	-6,2	4,3	6,5	23,9	21,7	14,1	...	...
Licitación oficial	71,6	18,0	34,6	34,7	17,2	-34,0	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista	7,1	5,7	5,9	5,6	5,9	5,4	7,0	...
Turistas extranjeros	4,6	4,3	7,0	-0,8	5,1	-3,0	0,1	...
Ingresos turismo	8,5	-2,9	1,0	0,3	7,5	3,9	...	...
Mercancías ferrocarril (Tm/km)	1,1	-0,7	3,3	0,7	-2,6	5,8	5,7	-0,2
Tráfico aéreo pasajeros	2,7	-1,1	4,8	4,5	8,3	7,7	7,3	9,4
Consumo de gasóleo automoción	7,5	6,1	6,6	10,2	8,5	7,2	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

El turismo interior compensa el estancamiento de los visitantes extranjeros.

En cuanto a los servicios, se confirman los resultados moderadamente positivos del turismo, gracias principalmente a la aportación del turismo nacional. En efecto, las pernoctaciones de españoles en hoteles, apartamentos y acampamentos turísticos aumentaron hasta octubre un 5,1%, 8,0% y 6,0%, respectivamente, mientras que las pernoctaciones de extranjeros crecían un modesto 0,8% en hoteles y retrocedían un 3,8% y un 1,6% en apartamentos y acampamentos. Otros datos, como el práctico estancamiento del total de visitantes extranjeros y el crecimiento moderado de los ingresos contabilizados en la balanza de pagos (4,2 nominal equivalente a un 1% real, hasta octubre), refuerzan la misma impresión. Por último, en el sector de transportes se aprecian resultados dispares, más positivos, en general, en el segmento de mercancías que en el de pasajeros, a excepción hecha del tráfico aéreo, que continúa creciendo intensamente (un 7,9% de julio a noviembre).

Desde la perspectiva de la demanda, se constata el buen tono del consumo...

Desde la perspectiva de la demanda, se aprecia un avance relativamente sostenido del consumo, sustentado en el buen tono del mercado laboral y el crecimiento de las rentas salariales, que han recuperado un nuevo impulso ascendente en los últimos meses (incremento real del 4,1% en octubre, con respecto al mismo periodo del año anterior). Un claro indicativo de ello es el fuerte aumento de las matriculaciones de automóviles de turismo (10,2% interanual de octubre a noviembre).

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2001	2002	2002 IV	2003					
				I	II	III	Octubre	Noviembre	
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	-1,1	2,4	1,8	0,4	1,8	0,3	-0,8	...	
Importación de bienes de consumo (**)	9,0	5,0	10,5	7,9	10,3	12,6	...	...
Matriculaciones de automóviles	3,2	-6,6	-0,4	-5,2	3,2	7,5	8,2	12,6	
Crédito al consumo de bienes duraderos	24,1	12,6	4,9	-2,2	-0,8	4,0	-	-	
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-4,0	-11,6	-13,3	-17,0	-13,7	-12,3	-12,0	-12,0	
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-3,7	-4,9	5,0	0,3	0,4	-2,9	1,9	...	
Importación de bienes de equipo (**)	-4,3	-5,8	1,3	10,6	22,6	26,2	...	...
Matriculación de vehículos industriales	-5,5	-6,0	2,8	15,8	10,6	16,3	12,9	12,2	
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	4,0	3,7	11,0	9,9	11,0	7,6	...	...
Exportaciones	2,0	1,4	6,4	5,9	11,1	4,6	...	...

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.

...aunque, paradójicamente, la confianza de los consumidores no acaba de mejorar con claridad.

También, por otra parte, el índice de ventas del comercio mantiene un signo expansivo en los últimos meses (crecimiento real, descontando la inflación, cercano al 4% interanual de septiembre a octubre). Cabe destacar que las grandes superficies continuaron ampliando su cuota de mercado, con un crecimiento real superior al 8% en los citados dos meses. Pero paradójicamente, la confianza de los consumidores no acaba de despegar con claridad hacia niveles más positivos, permaneciendo estancada en torno a unos 12 puntos negativos desde mediados de año.

Las importaciones de bienes de capital continúan en ascenso.

Finalmente, la inversión en bienes de equipo está ofreciendo señales contradictorias. Mientras que las matriculaciones de vehículos de carga muestran una trayectoria muy expansiva (incremento del 14,6% interanual de julio a noviembre), la producción interior de bienes de dicha naturaleza está en retroceso. Como contrapunto, las importaciones de bienes de capital, que tienen un peso específico importante en este capítulo, crecieron un 26,2% interanual durante el tercer trimestre.

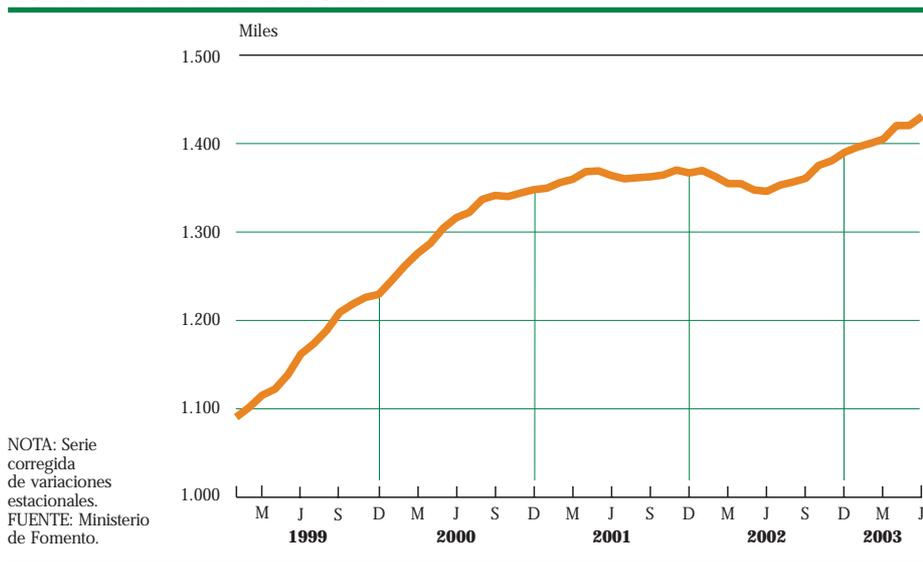
La construcción de viviendas mantiene un fuerte impulso

El total de viviendas en construcción alcanza el máximo histórico...

El subsector de la vivienda continúa mostrando un considerable dinamismo en los compases finales de 2003. En junio, el número de viviendas en construcción ascendía a más de 1.418.000 –la cifra histórica más elevada– con un incremento del 6,3% con respecto a un año antes. En igual sentido, el total de viviendas iniciadas en los últimos doce meses se elevaba a más de 657.000, un 15,3% más que en junio de 2002, batiendo asimismo el récord histórico absoluto. Con todo, los últimos datos apuntan a una paulatina desaceleración de la tendencia de crecimiento de dicha variable, después del fuerte impulso vivido en los meses precedentes.

EL NÚMERO DE VIVIENDAS EN CONSTRUCCIÓN SE SITÚA EN MÁXIMOS HISTÓRICOS

Número de viviendas en construcción



...lo que asegura un ritmo constructor elevado en 2004.

A una conclusión similar se llega analizando la serie correspondiente a la superficie total a construir –obtenida de los visados de obra nueva de los colegios de aparejadores y arquitectos técnicos–, que moderó al 12,8% el crecimiento interanual durante el tercer trimestre de 2003, tras casi 24 meses de constante aceleración. A la luz de los datos anteriores, parece asegurado un elevado ritmo constructor en 2004, aunque tendiendo a desacelerarse paulatinamente a lo largo del año, proceso que podría adquirir mayor intensidad en la segunda mitad del mismo.

El crecimiento de los segmentos poblacionales con mayor capacidad de compra...

Como hemos aludido en anteriores ocasiones, la demanda de viviendas ha registrado un extraordinario crecimiento en los últimos tres años. En dicho trienio, el parque de viviendas español aumentó a un ritmo de 623.000 unidades cada año, doblando prácticamente la media registrada entre 1991 y 2000. Las causas de este auge han sido de índole diversa. En primer lugar, ha pesado el factor demográfico, con la incorporación de la denominada generación del «baby-boom» –entre 1960 y 1976 se superó la media de 650.000 nacimientos anuales–, a los estratos de edad con mayor capacidad de demanda.

INDICADORES DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

Porcentaje de variación anual (salvo indicación en contra)

	2001	2002	2003	2002		2003		
				III	IV	I	II	III
Viviendas proyectadas	-5,1	13,5	11,1	16,5	24,1	10,2	11,9	...
Viviendas iniciadas	-1,8	3,7	19,3	11,8	20,5	21,3	17,5	...
Viviendas terminadas	21,5	2,9	-5,1	-0,9	1,4	-1,8	-8,1	...
Superficie de obra nueva (1)	-6,2	4,2	18,3	8,4	7,1	22,1	20,1	12,8
Encuesta coyuntural de la construcción (2)								
Trabajos realizados	7,7	9,7	...	6,3	10,0	...	...	...
Nueva contratación	-2,1	21,7	...	15,4	4,2	...	...	...
Indicador de clima de la construcción (3)								
Nivel producción	-20,3	-13,0	-1,8	16,3	-29,3	-18,0	12,7	4,0
Cartera de pedidos	9,9	-0,5	6,1	7,3	-1,0	-0,7	3,3	21,0
Inversión extranjera en inmuebles	21,7	27,7	24,9	26,6	36,2	44,9	19,4	10,5
Crédito a personas físicas (4)								
Para adquisición de viviendas	20,1	16,9	12,9	18,0	16,1	13,6	13,1	12,2
Para rehabilitación de viviendas	15,9	18,7	23,3	19,9	20,0	23,4	22,8	23,6
Tipo de interés de préstamos hipotecarios (5)	5,8	4,8	3,8	4,9	4,5	4,1	3,8	3,5
Precio de la vivienda (m²)								
Vivienda nueva (menos de un año)	15,4	16,7	13,6	18,5	16,2	15,9	12,5	12,8
Vivienda antigua	15,4	15,8	17,5	16,3	16,7	17,2	17,9	17,4
Total	15,4	16,6	16,9	17,7	17,4	17,5	17,5	15,7

NOTAS: (1) Total m² a construir en viviendas según los visados de obra nueva.

(2) Valor a precios constantes del subsector de viviendas.

(3) Diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas en el subsector de viviendas.

(4) Saldo de entidades de crédito.

(5) Tipo medio de los préstamos de bancos y cajas de ahorros concedidos a más de tres años para la adquisición de viviendas libres.

FUENTES: Ministerio de Fomento, Ministerio de Economía y Banco de España.

...y el aumento de la inmigración han influido en el auge de la demanda...

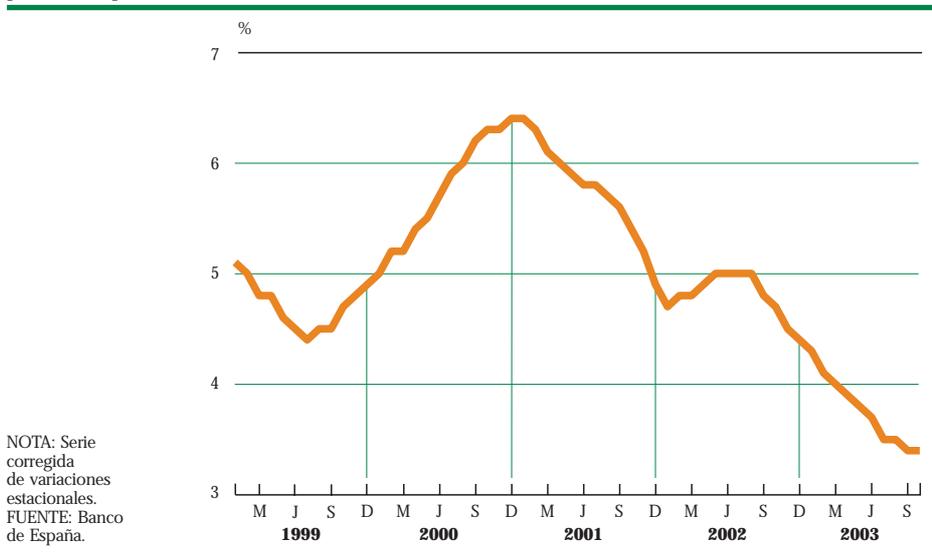
Así, entre 1991 y 2001, los grupos de población situados entre 20 y 35 años (relevante para la demanda de primera residencia) y entre 35 y 50 (vinculado a la demanda de reposición y segunda residencia) se incrementaron globalmente en más de 2.700.000 personas, con un crecimiento del 16,2%, mientras que, debido a factores sociodemográficos diversos, como el aumento de los hogares monoparentales y de un solo miembro, entre otros, el total de hogares creció a un ritmo superior –se crearon más de 2.500.000 nuevos hogares durante dicho decenio, con un aumento del 21,6%–. Junto al crecimiento vegetativo hay que tener en cuenta, además, el fuerte aumento de la población inmigrada –unas 335.000 personas más cada año durante el último quinquenio, según el padrón municipal.

...contribuyendo también a ello las favorables condiciones de financiación vigentes desde la adopción del euro.

Fuera del marco demográfico, la expansión de la ocupación y de la renta, las favorables condiciones de financiación vigentes desde la adopción del euro –en octubre de 2003, el tipo de interés de los préstamos hipotecarios concedidos por bancos y cajas de ahorros, a más de tres años, se situaba en el mínimo histórico del 3,4%– y la consideración de la vivienda como alternativa de inversión rentable son también factores relevantes para explicar el auge que ha experimentado la demanda de viviendas en los últimos años. Este auge ha venido asociado con una fuerte subida del precio medio de adquisición –prácticamente se ha doblado en los últimos ocho años– que, según un informe del Banco de España, podría estar sobrevalorado entre un 8% y un 20%.

EL TIPO DE INTERÉS HIPOTECARIO CAE A SU NIVEL MÍNIMO

Tipo medio de los préstamos de bancos y cajas a más de tres años para la adquisición de viviendas libres



Es previsible una paulatina desaceleración del aumento del precio de las viviendas en los próximos meses.

De todos modos, parece que se ha entrado en una etapa de cierta contención. En efecto, el aumento del precio medio de las viviendas nuevas se desaceleró hasta el 12,8% durante el tercer trimestre de 2003, casi seis puntos menos que un año antes. Este proceso debería tener continuidad en los próximos meses, de acuerdo con la paulatina desaceleración de la demanda prevista.

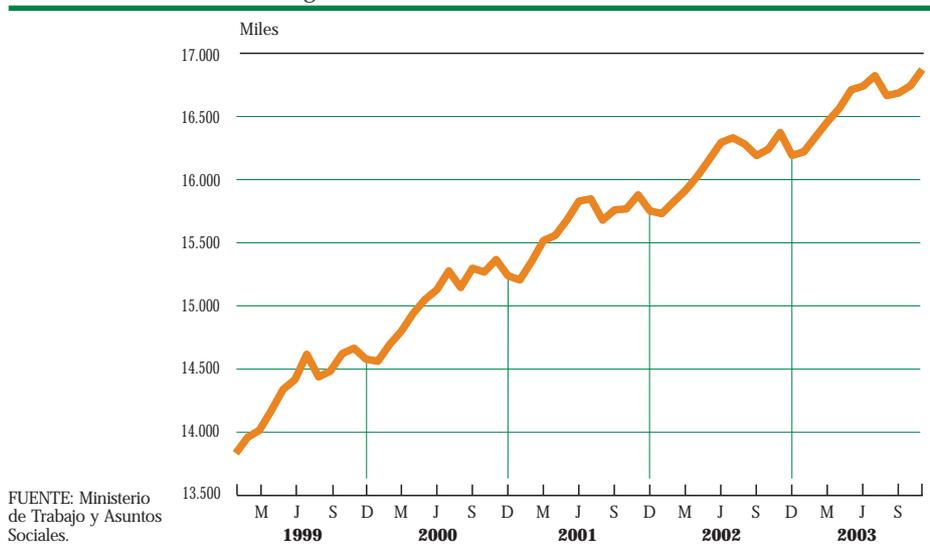
MERCADO DE TRABAJO

La creación de empleo mantiene un vigor notable en el cuarto trimestre

El ritmo de afiliación a la Seguridad Social se mantiene en el 3%...

El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 128.596 en noviembre, llegando a un total de 16.866.901, nivel no alcanzado previamente. El incremento de la afiliación, algo inferior al del mismo mes de 2002, determinó una leve desaceleración de la tasa interanual de crecimiento, una décima de punto, hasta un 3,0% interanual, comportamiento que no modifica la tónica de fortaleza del mercado de trabajo de los últimos meses.

LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL MANTIENE EL TONO Total afiliados en alta en la Seguridad Social



...pese a la intensa desaceleración de las altas laborales de los no comunitarios.

La moderación del ritmo de afiliación se debió exclusivamente a las altas de la población extranjera no comunitaria, que redujeron su crecimiento a un todavía muy elevado 13,0% en noviembre, pero claramente inferior a los registros del orden del 40% del pasado año. Esta espectacular desaceleración es fruto de la normalización del paulatino proceso de integración laboral y legal de este colectivo que, a finales de noviembre, se situó en 749.541 personas. Claramente distinta fue la trayectoria de la afiliación entre los trabajadores procedentes de la Unión Europea, al acelerar su crecimiento hasta un 17,2% interanual. Finalmente, el grueso de

la afiliación, constituido por la población española, continuó mostrando una notable solidez y su ritmo de crecimiento se mantuvo en un 2,5%, es decir, en máximos del año.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2001	2002	2002		2003			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Afiliados a la Seguridad Social								
Asalariados	4,6	3,5	3,3	3,6	3,4	2,9	3,2	3,1
<i>Industria</i>	1,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,7	...
<i>Construcción</i>	7,3	5,8	5,2	5,8	4,8	3,8	3,3	...
<i>Servicios</i>	5,6	4,4	3,9	4,0	4,3	3,9	4,5	...
No asalariados	1,0	0,9	1,4	1,7	2,2	2,5	2,7	2,8
Total	3,9	3,0	3,0	3,3	3,2	2,8	3,1	3,0
Población ocupada (*)	3,7	2,0	1,6	2,3	2,6	2,8	-	-
Puestos de trabajo (**)	2,4	1,5	1,4	1,6	1,7	1,9	-	-
Contratos registrados (***)								
Indefinidos	8,0	-1,6	-8,1	8,0	-6,7	-6,2	-6,4	0,6
Temporales	1,0	1,1	-1,4	7,9	-2,8	1,5	1,5	9,9
Total	1,6	0,9	-2,0	7,9	-3,1	0,9	0,8	9,0

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

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

(***) En el INEM.

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

El empleo entre los autónomos presenta un perfil de aceleración que contrasta con la estabilidad de los asalariados.

La afiliación a la Seguridad Social progresó de manera estable y sólida entre la población asalariada, consolidándose un ritmo de crecimiento ligeramente superior al 3%. Algo inferior fue, en cambio, la progresión de la población no asalariada, un 2,8% interanual, aunque mostrando un perfil claramente creciente.

Las contrataciones registradas en el INEM hasta noviembre presentan un crecimiento superior al de 2002.

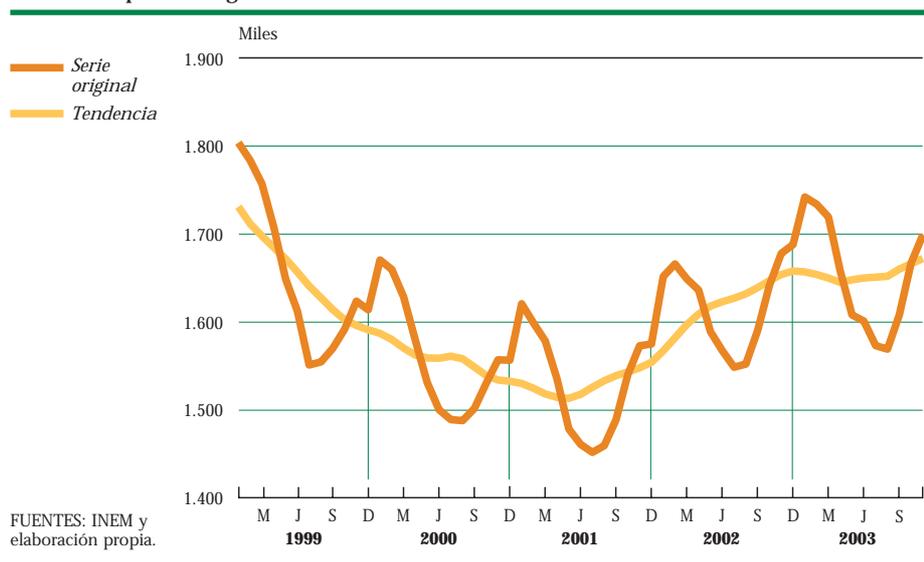
La tónica de solidez del mercado de trabajo queda también confirmada por las cifras de colocaciones registradas en el Instituto Nacional de Empleo (INEM). En efecto, tras aumentar de modo intenso en noviembre, el incremento acumulado del año se sitúa en un 2,3%, tasa claramente superior al del mismo periodo del año anterior. La mejora de la contratación se concentró exclusivamente en el segmento temporal y, en particular, en el trabajo a tiempo parcial.

El paro registrado modera su ritmo de aumento en noviembre

El paro registrado modera su aumento en noviembre.

El número de parados registrados en el INEM se situó en 1.699.197 a finales de noviembre, aumentando en 32.262 respecto al mes precedente. Este incremento, algo menor que el del mismo mes de 2002, favoreció una suave desaceleración del ritmo de avance del desempleo hasta un 1,3% interanual. De este modo, se reafirma la tónica de meses anteriores caracterizada por un incremento muy leve pero sostenido del desempleo.

LEVE AUMENTO DEL PARO REGISTRADO Número de parados registrados en las oficinas del INEM



El balance acumulado mejora el del año precedente pero dista del de los mejores años de la segunda mitad de los noventa.

El aumento del desempleo en noviembre cambió el signo del balance del año, que reflejó un incremento acumulado de 11.129, en cualquier caso muy inferior al del periodo enero-noviembre de 2002. Con todo, la situación dista sustancialmente de los mejores años de la segunda mitad de los noventa, caracterizados por intensas disminuciones del paro. Por sectores, la industria y la construcción continuaron mostrando descensos del desempleo en los once primeros meses de 2003, situación opuesta a la experimentada por los servicios, segmento de actividad en que el paro aumentó sensiblemente.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES Noviembre 2003

	Parados	Variación sobre diciembre de 2002		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	38.895	683	1,8	-2.098	-5,1	2,3
Industria	253.872	-15.917	-5,9	-3.892	-1,5	14,9
Construcción	180.337	-19.103	-9,6	9.209	5,4	10,6
Servicios	987.103	41.763	4,4	24.498	2,5	58,1
Primer empleo	238.990	3.703	1,6	-6.488	-2,6	14,1
Por sexos						
Hombres	685.650	-26.912	-3,8	9.298	1,4	40,4
Mujeres	1.013.547	38.041	3,9	11.931	1,2	59,6
Por edades						
Menores de 25 años	271.073	3.508	1,3	-7.990	-2,9	16,0
Resto de edades	1.428.124	7.621	0,5	29.219	2,1	84,0
TOTAL	1.699.197	11.129	0,7	21.229	1,3	100,0

FUENTES: INEM y elaboración propia.

El desempleo juvenil se orienta a la baja.

Mejora intensa del desempleo en las comunidades centrales del eje del Ebro.

El incremento del coste salarial se modera hasta un 3,1% en el tercer trimestre pero el acumulado es claramente superior al de 2002.

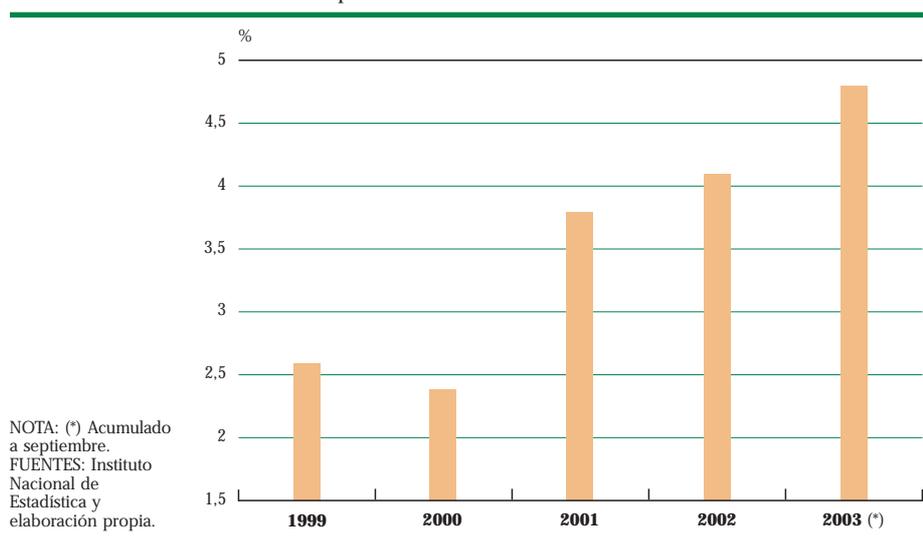
La contención del desempleo se aprecia tanto entre la población masculina como en la femenina, manteniéndose el ritmo de incremento interanual en cotas muy similares. El desempleo juvenil, por su parte, también mostró una ligera mejoría, presentando por quinto mes consecutivo una tasa de variación interanual negativa.

Por comunidades autónomas, la mejora de la situación fue notablemente generalizada, destacando especialmente el cambio de tono de los registros de Baleares, donde el desempleo pasó a crecer un 4,7% interanual, siete puntos por debajo del mes precedente. De este modo, únicamente Canarias y Valencia presentaban un incremento del paro superior al de las Baleares. En el polo opuesto, las tres comunidades centrales del eje del Ebro –Aragón, Navarra y La Rioja– registraron caídas muy importantes del desempleo. Descensos interanuales algo más moderados, en cambio, se constatan en Andalucía, País Vasco y Madrid. El resto de zonas registraron cotas de paro en general moderadamente superiores a las de noviembre de 2002.

Los costes salariales se moderan en el tercer trimestre

La remuneración de los asalariados se moderó de modo sustancial en el tercer trimestre, a tenor del Índice de Costes Laborales (ICL). En efecto, según este indicador, el incremento del coste salarial total por persona y mes se situó en un 3,1% interanual, más de un punto por debajo del trimestre precedente. A pesar de esta moderación, el incremento medio en los nueve primeros meses del año se situó en un 4,5%, cota muy superior a la del año precedente y también a la inflación. Si al coste salarial se le añaden otros costes laborales como la Seguridad Social y otras percepciones, el incremento del coste laboral total se situó en un 3,6% interanual, y en la cota del 5% en media del periodo.

AUMENTA EL COSTE POR HORA TRABAJADA
Variación anual del coste salarial por hora



La moderación salarial se aprecia en la industria y los servicios pero no en la construcción.

La moderación de los incrementos salariales en el tercer trimestre fue perceptible especialmente en los servicios y en la industria, aunque en este caso el aumento se mantuvo en cotas relativamente altas, un 3,7%, y superiores a las registradas en los servicios. Algo distinta fue la situación en la construcción, sector en el que el incremento del coste salarial siguió al alza y en un nivel muy elevado, un 5,1% interanual.

El coste por hora trabajada crece un 4,8% en los nueve primeros meses.

Esta tónica general de moderación se aprecia también en el coste salarial por hora efectiva trabajada, que se moderó hasta un 3,1%. Con todo, el aumento medio en el conjunto de los nueve primeros meses se situó en un 4,8%, tres décimas por encima de la media del mismo periodo del año anterior.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2001	2002	2002		2003	
			IV	I	II	III
Incremento pactado en convenios	3,5	3,1	3,1	3,4	3,4	3,5
Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (*)	3,8	3,9	4,0	4,2	3,9	3,7
Índice de costes laborales						
Costes salariales						
Total	3,5	3,9	3,9	4,9	4,2	3,1
Industria	3,7	4,7	5,0	5,0	5,1	3,7
Construcción	3,9	4,1	4,4	5,1	4,9	5,1
Servicios	3,6	3,8	3,6	4,8	3,9	2,6
Ganancia media por hora trabajada	3,8	4,1	3,5	3,3	8,0	3,1
Otros costes laborales	6,2	6,0	6,6	6,0	5,5	5,2
Jornada laboral (**)	-0,3	-0,3	0,4	1,5	-3,5	-0,1
Jornales agrarios	4,6	5,1	3,5	3,4	2,1	2,1
Coste laboral en la construcción	4,7	2,9	3,7	4,0	4,6	4,4

NOTAS: (*) Contabilidad nacional trimestral; datos brutos corregidos.

(**) Horas efectivas por trabajador y mes.

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

El incremento salarial pactado en los convenios se sitúa en un 3,5% y también supera el del año pasado.

En cuanto a la subida salarial media pactada en los convenios firmados hasta el cuarto trimestre, ésta se situó en un 3,5% según datos del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, es decir, cuatro décimas por encima de la media pactada el año anterior. Este incremento es inferior, sin embargo, al realmente satisfecho durante 2002 que alcanzó el 3,8% por el impacto de la cláusula de salvaguarda. Por sectores, la construcción, con un 4,7%, presentó el incremento más elevado, con los servicios a continuación, un 3,5%. En la industria, el aumento salarial se situó en un 3,2%.

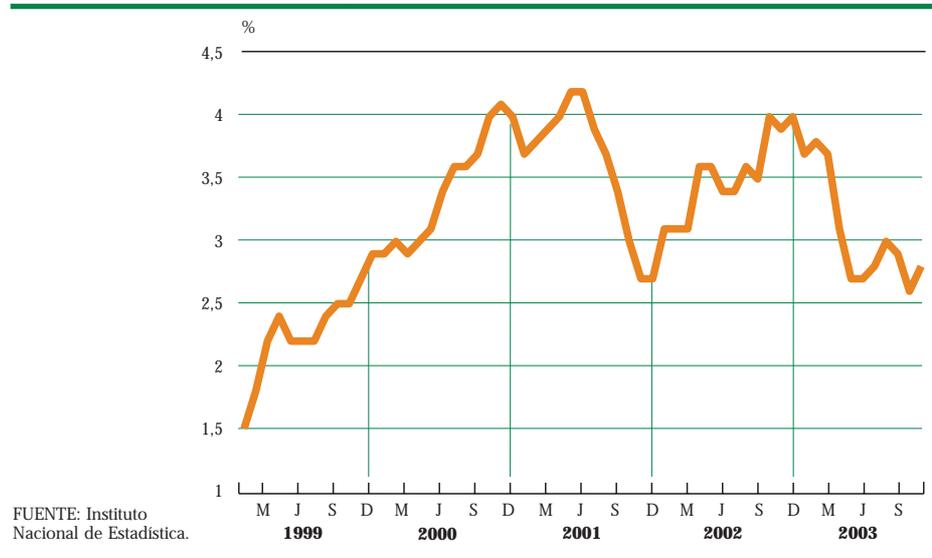
PRECIOS

La inflación repunta moderadamente en noviembre

La tasa de inflación se eleva al 2,8% en noviembre.

El crecimiento interanual del índice de precios de consumo (IPC) fue del 2,8% en noviembre, dos décimas por encima del mes precedente. La aceleración de los precios se debió al componente energético del índice, que no pudo mejorar el descenso experimentado en noviembre del año anterior. En cambio, la inflación subyacente (en la que se excluyen los componentes más volátiles, como alimentos frescos y energía) se mantuvo inalterada en el 2,6% del mes precedente.

EL IPC REPUNTA EN NOVIEMBRE Variación interanual del índice de precios de consumo



Estabilidad de inflación subyacente...

La estabilidad de la inflación subyacente se fundamenta en la continuidad de la desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos ya iniciada en el mes precedente, la cual compensó el nuevo repunte de los alimentos elaborados y el mantenimiento de la inflación de servicios en cotas elevadas.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2002			2003		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2001	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2002	% variación anual
Enero	-0,1	-0,1	3,1	-0,4	-0,4	3,7
Febrero	0,1	0,0	3,1	0,2	-0,2	3,8
Marzo	0,8	0,8	3,1	0,7	0,5	3,7
Abril	1,4	2,1	3,6	0,8	1,3	3,1
Mayo	0,4	2,5	3,6	-0,1	1,2	2,7
Junio	0,0	2,5	3,4	0,1	1,3	2,7
Julio	-0,7	1,8	3,4	-0,6	0,6	2,8
Agosto	0,3	2,1	3,6	0,5	1,1	3,0
Septiembre	0,4	2,5	3,5	0,3	1,4	2,9
Octubre	1,0	3,5	4,0	0,7	2,1	2,6
Noviembre	0,2	3,7	3,9	0,3	2,4	2,8
Diciembre	0,3	4,0	4,0			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

...por la debilidad de los precios de los bienes industriales no energéticos.

La contención de los precios de los bienes industriales no energéticos, cuya inflación interanual ha bajado hasta un 1,1%, vino de la mano de la moderación de los precios del vestido y calzado y de la acentuación de las caídas de los precios de determinados bienes de consumo duradero. El progresivo descenso de los precios de importación y también la debilidad del consumo en segmentos de mercado en un entorno de competencia creciente (vestido o menaje) ha favorecido que los precios no vuelvan a las cotas previas a la campaña de rebajas.

CAE LA INFLACIÓN DE PRODUCTOS INDUSTRIALES

Variación interanual de la agrupación de bienes industriales sin productos energéticos



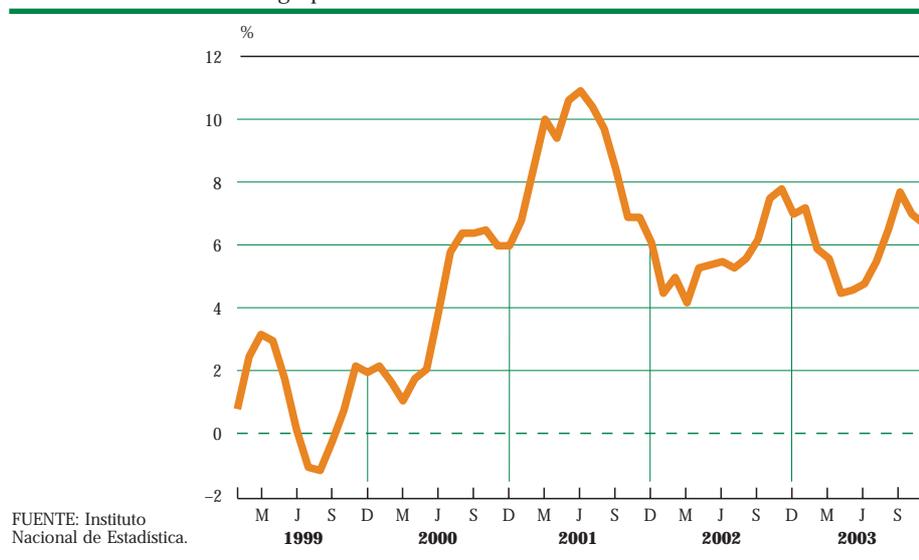
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Los precios de los servicios se resisten a bajar.

En el caso de los precios de los servicios sigue constatándose su resistencia a la baja. En noviembre continuaron avanzando a un ritmo del 3,7%, a pesar de que los precios de los servicios turísticos cedieron ligeramente gracias a los viajes organizados. La notable aceleración de los precios de las comunicaciones a raíz de la modificación de las tarifas telefónicas y de determinados servicios personales, junto a las altas cotas de crecimiento de los precios de los servicios financieros, explicarían esta trayectoria.

LOS PRECIOS DE ALIMENTOS FRESCOS SE MODERAN

Variación interanual de la agrupación de alimentos sin elaboración



Los alimentos elaborados siguen al alza y los frescos frenan su elevado crecimiento.

Desfavorable también fue el comportamiento de los precios de la alimentación elaborada, pues continuaron al alza por segundo mes consecutivo, en parte por el precio del aceite, las pastas alimenticias y los productos lácteos. En contrapartida, los alimentos frescos moderaron en tres décimas de punto su elevada tasa de crecimiento, hasta un 6,7% interanual, gracias al desplome del precio del pollo y pese a la acentuación de las alzas de los huevos (ya en un 18% interanual), las patatas (17%) o las hortalizas frescas, que parecen querer recuperar los elevados incrementos de finales del pasado año.

Perspectivas de moderación del IPC en los próximos meses.

El repunte de la tasa de inflación en noviembre no modifica las previsiones para los próximos meses de moderación del IPC, en particular si continúa la solidez del euro que, lógicamente, favorecerá la caída de los precios de importación, en especial de la energía. El límite a la mejora del IPC vendrá, principalmente, de la resistencia a la baja de los precios de los servicios, muy condicionados por los costes laborales y las condiciones de competencia, y también por los precios de la alimentación, todavía sujetos a ciertos riesgos por las notables alzas en los precios en origen.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2002	2003	2002	2003	2002	2003
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,8	0,1	0,1	4,0	3,6	4,9	4,3
Bebidas alcohólicas y tabaco	109,8	0,0	0,0	4,6	2,7	4,6	2,7
Vestido y calzado	116,9	3,9	3,3	6,0	3,0	5,6	2,3
Vivienda	106,1	-0,0	0,3	2,7	2,8	2,6	3,0
Menaje	104,9	0,3	0,3	2,1	1,6	2,2	1,9
Medicina	105,4	0,1	0,1	2,6	2,0	2,6	2,1
Transporte	103,6	-1,4	0,0	4,4	1,0	4,0	1,6
Comunicaciones	93,7	-3,4	-0,6	-5,0	-0,1	-5,0	-0,3
Ocio y cultura	102,3	-0,4	-1,1	0,5	-0,9	2,0	0,4
Enseñanza	111,6	0,2	0,2	4,1	4,3	4,2	4,9
Hoteles, cafés y restaurantes	111,0	0,0	-0,1	5,5	3,8	5,8	4,0
Otros	108,1	0,1	0,1	3,7	3,0	3,9	3,1
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	108,2	0,0	0,2	3,2	2,5	3,5	2,8
Alimentos sin elaboración	115,7	0,3	-0,0	5,8	5,5	7,8	6,7
Conjunto no alimentario	107,1	0,2	0,4	3,5	2,1	3,6	2,3
Bienes industriales	105,4	0,5	0,9	3,2	1,1	2,9	1,2
<i>Productos energéticos</i>	<i>100,2</i>	<i>-2,6</i>	<i>0,3</i>	<i>4,8</i>	<i>0,2</i>	<i>3,5</i>	<i>1,1</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>99,8</i>	<i>-3,6</i>	<i>0,4</i>	<i>6,8</i>	<i>-0,2</i>	<i>4,9</i>	<i>1,0</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>107,0</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>2,6</i>	<i>1,3</i>	<i>2,7</i>	<i>1,2</i>
Servicios	109,2	-0,2	-0,2	4,0	3,3	4,5	3,7
Inflación subyacente (**)	108,2	0,4	0,4	3,3	2,4	3,6	2,6
ÍNDICE GENERAL	108,0	0,2	0,3	3,7	2,4	3,9	2,8

NOTAS: (*) Base 2001 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El diferencial con la zona del euro se mantiene en siete décimas de punto en noviembre.

La suave aceleración de la tasa de inflación española calculada según el índice de precios de consumo armonizado (IPCA), hasta un 2,9%, no comportó variación alguna en el diferencial con la zona euro y se mantuvo en siete décimas de punto en noviembre. Por componentes, el crecimiento de los precios era significativamente más elevado en España en la mayor parte de ellos, con la excepción de los precios de las bebidas y tabaco que presentaban un crecimiento muy inferior en España.

Los precios agrarios se disparan pero los de importación se moderan

Los precios de importación caen ligeramente.

Los precios de importación recuperaron su tónica descendente en septiembre en parte gracias a la fortaleza del euro. De este modo, en el conjunto de los nueve primeros meses del año su caída media se situó en un 0,5%, un 0,2% en el caso de los bienes de consumo.

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	
2002											
Octubre	-0,9	1,7	2,0	1,7	1,1	3,8	-0,0	-0,2	4,2	-1,1	-
Noviembre	-4,6	1,7	1,9	1,7	1,4	4,1	-0,5	-1,3	5,1	-2,0	4,9
Diciembre	-8,1	2,0	1,7	1,8	1,9	6,2	-3,3	-4,4	-4,4	-2,2	-
2003											
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	3,9
Septiembre	14,6	0,8	2,7	1,2	0,3	-2,4	-2,8	-0,2	-17,7	0,9	-
Octubre	...	0,6	2,6	1,3	0,7	...	...	...	...	...	-

NOTA: (*) Datos brutos corregidos.

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

Los precios agrarios siguen con fuertes alzas.

Los precios agrarios, en cambio, rebotaron al alza con mucha intensidad en septiembre, en parte por efecto del descenso que habían experimentado en el mismo mes del año anterior. El incremento medio en los nueve primeros meses del año se mantuvo, no obstante, en niveles relativamente moderados, un 3,4%, gracias a las caídas de los primeros meses del año. Esta tónica al alza de los precios agrarios puede continuar hasta principios de 2004, habida cuenta de las notables caídas que experimentaron los precios de los productos agrícolas y ganaderos a lo largo del segundo semestre de 2002 y a principios de 2003.

SECTOR EXTERIOR

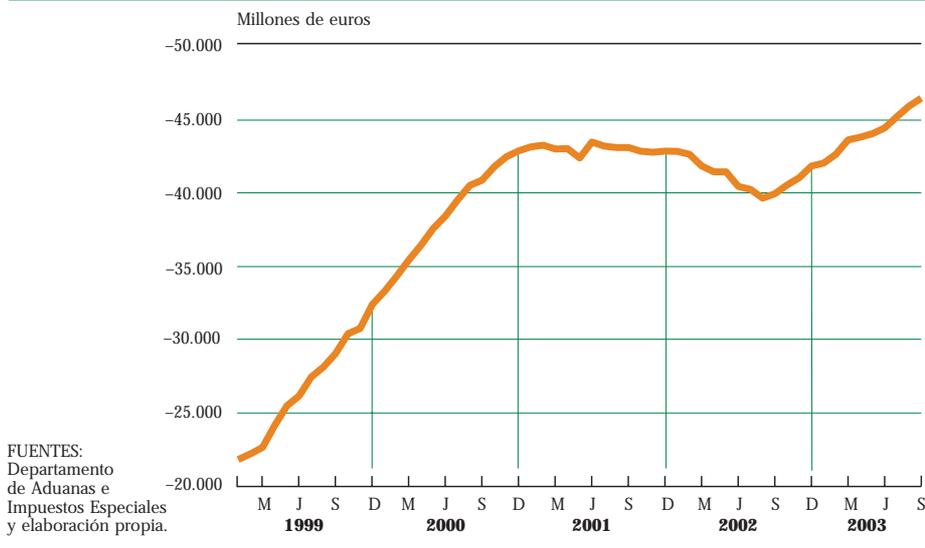
El déficit comercial empeora en el tercer trimestre

El déficit comercial crece un 16% en los nueve primeros meses.

Los intercambios exteriores de mercancías experimentaron un fuerte crecimiento en septiembre, truncando la tónica de debilidad de meses precedentes. Esta recuperación no evitó que el balance del tercer trimestre fuera desfavorable por la ampliación del desequilibrio comercial experimentada en los últimos meses. De este modo, el déficit acumulado en los nueve primeros meses se elevó hasta los 33.289 millones de euros, con un aumento del 16,3% respecto al mismo periodo de 2002. La tasa de cobertura, es decir, la relación entre exportaciones e importaciones, se situó en un 75,3%, casi dos puntos por debajo del mismo periodo del año anterior.

EL DESEQUILIBRIO COMERCIAL NO SE MODERA

Saldo acumulado en los últimos doce meses en la balanza comercial



Las importaciones recuperan intensidad en septiembre y el aumento real acumulado se eleva hasta un 8,9%.

Las importaciones se recuperaron con intensidad en septiembre, creciendo un 11,6% en valor. En términos acumulados, el nominal de las compras exteriores alcanzó los 134.788 millones de euros, un 8,4% más que en los nueve primeros meses de 2002. El modesto descenso de los precios determinó que el crecimiento real se situase en un 8,9%. La recuperación de las importaciones en septiembre vino de la mano del alza espectacular de las compras de bienes de equipo y, en menor medida, de

los bienes de consumo duradero. En lo transcurrido de año, el incremento real de las compras exteriores se mantuvo en cotas muy altas y perfil creciente en bienes de capital (un 19,8%) y en bienes de consumo no alimenticio (un 10,7%). Algo menos intenso y más estable fue el aumento de las compras exteriores de productos alimentarios. En cambio, las importaciones de bienes intermedios tendieron a debilitarse excepto en el ámbito energético.

Las exportaciones también mejoran en septiembre y su aumento alcanza el 7,3% real.

Las exportaciones crecieron también sensiblemente en septiembre, un 11,3%, y su importe acumulado en los nueve primeros meses ascendió a 101.499 millones de euros, un 6,0% más que el mismo periodo de 2002. En términos reales, el crecimiento medio hasta septiembre se situó en un 7,3% gracias a la caída de precios de exportación. La mejora del tono de las ventas exteriores en septiembre fue especialmente visible en productos alimenticios y bienes de capital. No obstante, en el conjunto de los nueve primeros meses, el mayor crecimiento correspondió a bienes intermedios energéticos y bienes de capital, un 39,5% y un 18,7% real, respectivamente. Estas tasas superaron claramente a las registradas por los bienes de consumo o intermedios no energéticos, un 6,5% y un 3,8% respectivamente.

COMERCIO EXTERIOR Enero-septiembre 2003

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	14.330	4,7	10,6	3.157	48,6	3,1	-11.173	22,0
Bienes de consumo	37.801	10,2	28,0	41.524	5,9	40,9	3.723	109,8
<i>Alimenticios</i>	<i>8.974</i>	<i>9,8</i>	<i>6,7</i>	<i>12.484</i>	<i>6,7</i>	<i>12,3</i>	<i>3.510</i>	<i>139,1</i>
<i>No alimenticios</i>	<i>28.828</i>	<i>9,8</i>	<i>21,4</i>	<i>29.041</i>	<i>4,5</i>	<i>28,6</i>	<i>213</i>	<i>100,7</i>
Bienes de capital	20.985	9,7	15,6	12.139	7,4	12,0	-8.846	57,8
Bienes intermedios no energéticos	61.672	7,8	45,8	44.678	3,7	44,0	-16.994	72,4
Por áreas geográficas								
Unión Europea	86.027	9,0	63,8	73.393	7,7	72,3	-12.634	85,3
<i>Zona del euro</i>	<i>74.647</i>	<i>9,0</i>	<i>55,4</i>	<i>61.489</i>	<i>9,0</i>	<i>60,6</i>	<i>-13.158</i>	<i>82,4</i>
Países terceros	48.761	7,4	36,2	28.105	1,9	27,7	-20.656	57,6
<i>Europa Este y ex-URSS</i>	<i>5.856</i>	<i>6,0</i>	<i>4,3</i>	<i>4.400</i>	<i>8,2</i>	<i>4,3</i>	<i>-1.456</i>	<i>75,1</i>
<i>Estados Unidos</i>	<i>5.007</i>	<i>-2,4</i>	<i>3,7</i>	<i>4.098</i>	<i>-1,4</i>	<i>4,0</i>	<i>-909</i>	<i>81,8</i>
<i>Japón</i>	<i>3.422</i>	<i>10,8</i>	<i>2,5</i>	<i>724</i>	<i>-3,2</i>	<i>0,7</i>	<i>-2.698</i>	<i>21,2</i>
<i>América Latina</i>	<i>5.444</i>	<i>-1,6</i>	<i>4,0</i>	<i>4.788</i>	<i>-9,3</i>	<i>4,7</i>	<i>-656</i>	<i>88,0</i>
<i>OPEP</i>	<i>8.577</i>	<i>6,4</i>	<i>6,4</i>	<i>2.440</i>	<i>-5,8</i>	<i>2,4</i>	<i>-6.137</i>	<i>28,5</i>
<i>Resto</i>	<i>20.455</i>	<i>13,3</i>	<i>15,2</i>	<i>11.654</i>	<i>8,4</i>	<i>11,5</i>	<i>-8.801</i>	<i>57,0</i>
TOTAL	134.788	8,4	100,0	101.499	6,0	100,0	-33.290	75,3

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

Inicio de recuperación de ciertos mercados de la UE y eclosión del mercado chino.

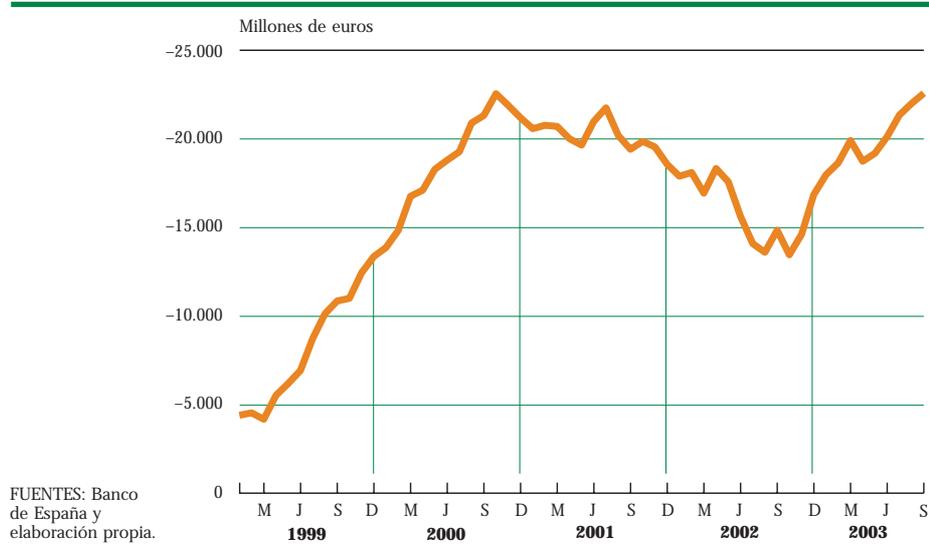
Por áreas geográficas, las ventas a países terceros siguieron mostrando un mayor dinamismo que las realizadas a la Unión Europea, creciendo un 10,5% y un 5,9% real respectivamente. En el ámbito de la Unión Europea destaca el aumento del valor de las expediciones a los Países Bajos, Italia y Alemania, aunque la base de partida era muy baja. Entre los países terceros destaca el descenso de las ventas a Japón, Estados Unidos, exportadores de petróleo, Próximo Oriente y, especialmente, América Latina, área en que el descenso alcanzó el 9,3%. Estas caídas se compensaron en buena medida por el aceptable clima de los mercados de los países del este europeo y por el fuerte impulso del mercado chino, que progresivamente gana cuota dentro del comercio exterior español.

El déficit corriente sigue al alza en septiembre

El déficit corriente sigue creciendo.

La balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 3.071 millones de euros en septiembre, superior en un 23,1% al del mismo mes de 2002. Este incremento obedeció al cambio de signo en la balanza de transferencias, al deterioro de la rúbrica de servicios y al incremento del déficit comercial que, en conjunto, no se compensó con la reducción del déficit de rentas. Por ello, el desequilibrio acumulado en los nueve primeros meses ascendió a 15.018 millones, un 62,1% más que el mismo periodo del año anterior.

EL DÉFICIT CORRIENTE ESCALA NUEVOS MÁXIMOS
Saldo acumulado en los últimos doce meses en la cuenta corriente con el exterior



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

La ampliación del déficit corriente acumulado se explica en gran parte por el incremento del desequilibrio comercial, por la intensa merma del superávit de transferencias y, en menor medida, por el aumento del desequilibrio de rentas. La balanza de servicios palió parcialmente la situación al crecer su superávit un 4,1%. Dentro de esta rúbrica, el saldo turístico creció un 4,5% por el comportamiento relativamente favorable de los ingresos (aumento del 4,2% hasta septiembre) en un contexto de moderada expansión de los pagos (un 2,7% en los nueve primeros meses del año).

BALANZA DE PAGOS
Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Septiembre 2002	Septiembre 2003	% Variación
Balanza corriente			
Balanza comercial			
<i>Exportaciones</i>	130.647	139.291	6,6
<i>Importaciones</i>	-162.297	-178.139	9,8
Total	-31.650	-38.848	22,7
Servicios			
<i>Turismo</i>	28.524	29.512	3,5
<i>Otros servicios</i>	-2.039	-2.561	25,6
Total	26.485	26.951	1,8
Rentas	-12.007	-10.826	-9,8
Transferencias	2.566	342	-86,7
Total	-14.606	-22.381	53,2
Cuenta de capital	6.928	7.122	2,8
Balanza financiera			
Inversiones directas			
<i>De España al exterior</i>	-19.119	-14.079	-26,4
<i>Del exterior a España</i>	19.766	20.939	5,9
Total	647	6.860	-
Inversiones de cartera			
<i>De España al exterior</i>	-43.945	-61.023	38,9
<i>Del exterior a España</i>	37.330	31.478	-15,7
Total	-6.615	-29.545	346,6
Otras inversiones			
<i>De España al exterior</i>	-13.516	-12.993	-3,9
<i>Del exterior a España</i>	37.714	54.911	45,6
Total	24.198	41.918	73,2
Total	18.230	19.233	5,5
Errores y omisiones	-9.914	-5.036	-49,2
Variación de activos del Banco de España	-639	1.061	-

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.

La inversión extranjera directa cae menos que la española en el exterior.

La cuenta de capital, por su parte, presentó un superávit de 5.509 millones de euros, inferior en un 6,4% al del año anterior. La cuenta financiera, excluyendo las operaciones del Banco de España, registró unas entradas netas de 15.804 millones de euros hasta septiembre, superiores en un 72% a las del mismo periodo del año precedente. La inversión directa española en el exterior siguió declinando, de modo que la caída acumulada alcanzó el 39,8% respecto al mismo periodo de 2002. Las inversiones de cartera, en cambio, doblaron sobradamente las del año precedente. La inversión extranjera directa en España, por su parte, se mostró relativamente débil, cediendo un 11,4% hasta septiembre. La inversión de cartera, por su parte, disminuyó un 20,7%.

SECTOR PÚBLICO

Fuerte aumento de la recaudación de impuestos indirectos

Los ingresos del Estado crecen un 5,1% en los once primeros meses...

Los ingresos no financieros del Estado en los once primeros meses del año aumentaron un 1,5% respecto al mismo periodo del año anterior, alcanzando los 101.115 millones de euros. A efectos comparativos con el año anterior, hay que añadir los ingresos atribuidos a las comunidades autónomas para la financiación de la sanidad y procedentes de los tramos de impuestos cedidos a dichas administraciones para esta finalidad. En este caso, el aumento pasa a ser del 5,1% en el periodo enero-noviembre.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO Noviembre 2003

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	6.379	-17,8	101.115	1,5
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	3.855	-9,1	43.091	4,1
Impuesto de sociedades	-62	-	19.230	3,8
IVA	2.160	4,0	38.981	10,8
Impuestos especiales	1.498	3,1	15.503	4,9
Resto	1.749	-21,0	15.615	-2,8
Total	9.200	-8,6	132.420	5,1
Pagos no financieros	8.131	-0,6	102.017	2,1
Saldo de caja	-1.752	319,1	-902	171,7
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-3.420	100,7	5.156	-9,7

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.

...gracias al incremento de ciertos ingresos no impositivos y también al impuesto sobre el valor añadido.

El avance de la recaudación consolidada se debe principalmente a los impuestos indirectos, especialmente al impuesto sobre el valor añadido que creció un 10,8% hasta noviembre. Los impuestos especiales, por su parte, aumentaron un 4,9%, excluyendo el impuesto sobre determinados medios de transporte, considerado en 2003 como ingreso propio de las autonomías. Dentro de los especiales, el impuesto sobre los hidrocarburos...

ros, principal fuente recaudatoria, creció un 3,3% en contraste con el intenso incremento de los recursos procedentes de los impuestos sobre los seguros y las labores del tabaco (un 12,5% y un 8,9% respectivamente). Mucho más modesto fue el incremento de los ingresos por impuestos directos, un 3,6% en total. Al margen de los recursos impositivos, las tasas y precios públicos aportaron un 37,9% más al erario público y las transferencias corrientes registraron un incremento del 12,9%. Por el contrario, los ingresos patrimoniales disminuyeron un 39,2% y las transferencias de capital un 14,9%.

Los pagos aumentan levemente pero las cifras no son significativas.

Los pagos no financieros del Estado en términos de caja aumentaron un 2,1% hasta noviembre, alcanzando los 102.017 millones de euros. Este modesto ascenso se explica por la falta de homogeneidad de los datos contables, pues en 2002 se incluía una transferencia a la Seguridad Social para financiar el periodo transitorio del nuevo sistema de financiación de la sanidad en las comunidades autónomas. En cualquier caso, no se dispone de las cifras consolidadas que permitan el seguimiento global del gasto como en el caso de los ingresos. Con todo, los gastos de personal exclusivos del Estado presentaron un incremento del 4,9% y las compras de bienes y servicios un 5,5%. Los pagos por intereses aumentaron un 3,2%. Dentro de las operaciones de capital, con un aumento conjunto del 8,6%, la inversión directa creció algo por encima de las transferencias de capital.

El déficit de caja se triplica hasta noviembre.

En términos de caja, los once primeros meses del año se saldaron con un déficit de 902 millones de euros, casi tres veces más que en el mismo periodo del año anterior. En cambio, en términos de contabilidad nacional el saldo acumulado hasta noviembre fue positivo por importe de 5.156 millones de euros e inferior un 9,7% al del mismo periodo de 2002.

La necesidad de endeudamiento del Estado se eleva a 3.111 millones de euros en los once primeros meses del año.

Con todo, el Estado presentó una necesidad de endeudamiento por 3.111 millones de euros en los once primeros meses, un 1,0% inferior a la del mismo periodo del año anterior. Este cifra se explica por el déficit de caja y por la notable cuantía de la variación neta de activos financieros. Esta última rúbrica incluye determinados préstamos realizados por el Estado para financiar programas de innovación y desarrollo tecnológico, participaciones en determinadas sociedades estatales y aportaciones patrimoniales a instituciones diversas, fundamentalmente el Gestor de Infraestructuras Ferroviarias, que recibió 1.413 millones de euros, y el Fondo de Ayuda al Desarrollo, 181 millones.

AHORRO Y FINANCIACIÓN

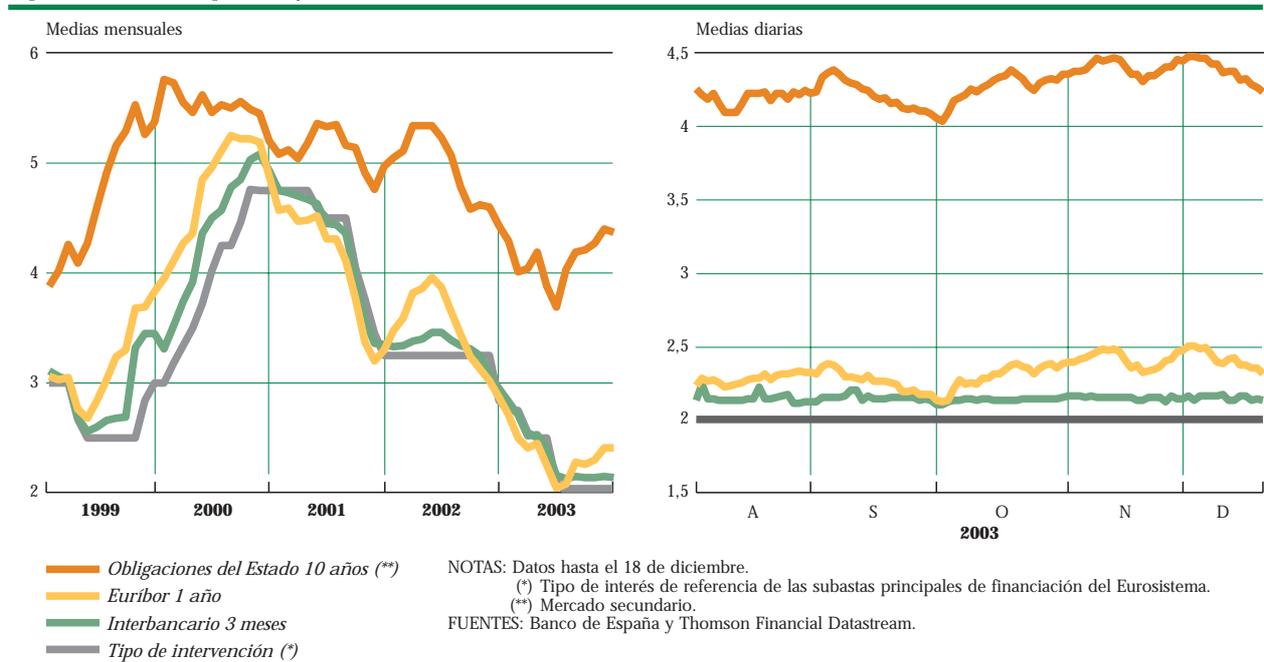
Los tipos de interés se mantienen en niveles bajos

Los tipos de interés reales siguen siendo negativos.

Los tipos de interés nominales a corto plazo continúan anclados en niveles muy bajos por el mantenimiento del tipo de referencia del Banco Central Europeo en el 2,00% desde el 5 de junio. De esta manera, los tipos de interés reales, es decir, descontando la tasa de inflación, siguen siendo negativos. Los tipos de interés a medio y largo plazo han experimentado altibajos en las últimas semanas, moviéndose en un rango relativamente estrecho.

VAIVENES DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO

Tipos de interés, en porcentaje anual



El euríbor a un año sube 11 puntos básicos en noviembre.

El rendimiento de los depósitos interbancarios a tres meses, después de registrar un nuevo mínimo histórico en el 2,10% el día 30 de septiembre, se elevó levemente al aparecer mejores datos económicos. Así, el día 9 de diciembre alcanzó el 2,17%. No obstante, posteriormente se distendió en cierta medida y se colocó en el 2,13% hacia el final de la tercera semana de diciembre, 82 puntos básicos menos que doce meses antes. Respecto al euríbor a un año, aumentó 11 puntos básicos en media men-

sual en noviembre, situándose en el 2,41%, pero se colocaba 61 puntos básicos por debajo de doce meses antes. El euríbor a un año ascendió al principio de diciembre hasta el 2,50%, cota máxima desde abril de 2003, pero a continuación se relajó hasta el 2,31% el día 18 de diciembre.

TIPOS DE INTERÉS

Medias mensuales en porcentaje anual

	Tipo de intervención (2)	Interbancario 3 meses	Euríbor 1 año (3)	Letras del Tesoro 1 año (4)	Bonos del Estado a 3 años (5)	Obligaciones del Estado a 10 años (5)	Obligaciones del Estado a 30 años (5)	Crédito tipo sintético bancario (6)	Acreedores tipo sintético bancario (6)
2002									
Noviembre	3,27	3,08	3,02	2,96	3,30	4,60	5,17	4,67	2,20
Diciembre	2,94	2,95	2,87	2,87	3,07	4,43	5,02	4,40	2,06
2003									
Enero	2,81	2,83	2,71	2,55	2,91	4,24	4,87	4,80 (*)	1,56 (*)
Febrero	2,77	2,71	2,50	2,20	2,70	4,01	4,75	4,73 (*)	1,51 (*)
Marzo	2,61	2,52	2,41	2,34	2,70	4,04	4,82	4,62 (*)	1,43 (*)
Abril	2,54	2,53	2,45	2,33	2,81	4,19	4,92	4,47 (*)	1,35 (*)
Mayo	2,56	2,40	2,25	2,05	2,51	3,88	4,69	4,72 (*)	1,35 (*)
Junio	2,20	2,16	2,01	1,84	2,24	3,69	4,57	4,33 (*)	1,21 (*)
Julio	2,08	2,13	2,08	1,98	2,50	4,03	4,87	4,20 (*)	1,16 (*)
Agosto	2,06	2,15	2,28	2,12	2,97	4,19	4,91	4,22 (*)	1,15 (*)
Septiembre	2,07	2,14	2,26	2,14	2,93	4,21	4,96	4,13 (*)	1,14 (*)
Octubre	2,05	2,14	2,30	2,09	2,97	4,27	5,00	4,09 (*)	1,14 (*)
Noviembre (*)	2,02	2,15	2,41	2,28	3,11	4,40	5,06	...	...
Diciembre (1)	2,00	2,13	2,31	2,35	2,90	4,23	4,90	...	...

NOTAS: (*) Cifras provisionales.

(1) Día 18 para tipo de intervención, interbancario y bonos y obligaciones del Estado.

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

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

(4) Tipo de interés medio ponderado de emisión.

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

(6) Tipo medio ponderado por los saldos correspondientes. Hasta diciembre de 2002 se refiere a los bancos y cajas y a partir de enero de 2003 al conjunto de las entidades de crédito, entre otros cambios metodológicos, por lo que hay una discontinuidad en la serie.

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

La rentabilidad de las obligaciones del Estado a 10 años se coloca en el 4,23%.

Por lo referente a la deuda pública, al comienzo de diciembre la rentabilidad de las obligaciones del Estado a diez años se acercó al máximo anual establecido el día 12 de noviembre en el 4,48%. Más tarde, disminuyó en cierto grado, en parte por la apreciación del euro, y se situó en el 4,23% hacia el final de la tercera semana de diciembre. Este rendimiento suponía una bajada de 13 puntos básicos con relación a doce meses antes.

El tipo hipotecario del conjunto de entidades, cerca del mínimo histórico.

En cuanto a los tipos de interés bancarios, en noviembre el tipo de interés de los préstamos hipotecarios a más de tres años para adquisición de vivienda libre del conjunto de entidades de crédito disminuyó un punto básico en relación con el mes anterior y se situó en el 3,43%, cerca del mínimo histórico, y 109 puntos básicos menos que en el mismo mes del año 2002.

Sostenido ritmo de crecimiento del crédito al sector privado

La tasa de morosidad bancaria marca un nuevo mínimo histórico.

El crédito bancario a las empresas y familias creció el 13,3% en octubre con relación al mismo mes del año anterior, dos décimas más que en septiembre. Los créditos dudosos del conjunto de las entidades de crédito registraron un descenso interanual del 9,9%, de forma que la tasa de morosidad anotó el mínimo de los últimos años, el 0,98%, en octubre. Esta ratio, referida a bancos y cajas (excluyendo a otras entidades de crédito), igualmente continuó decreciendo levemente hasta el 0,80%, marcando un nuevo mínimo histórico.

El crédito hipotecario gestionado sube el 23% en los últimos doce meses.

El incremento del crédito bancario al sector privado siguió basándose en las hipotecas. Así, el saldo del crédito hipotecario de bancos y cajas mostró una tasa de variación anual del 20,8% en octubre, 0,3 puntos más que en el mes anterior. La tasa de variación interanual se elevaría hasta el 22,8% si se tuviesen en cuenta las titulizaciones, según la Asociación Hipotecaria Española. La demanda de crédito hipotecario presenta un gran dinamismo debido al aumento de la renta de las familias, a unos tipos de interés reales muy reducidos y a unas condiciones de financiación favorables.

CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS Octubre 2003

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	51.021	587	1,2	5.098	11,1	6,5
Deudores con garantía real (*)	427.642	63.680	17,5	72.235	20,3	54,6
Otros deudores a plazo	251.839	13.646	5,7	12.446	5,2	32,1
Deudores a la vista	20.839	1.467	7,6	460	2,3	2,7
Arrendamientos financieros	24.417	2.384	10,8	2.863	13,3	3,1
Créditos dudosos	7.663	-5	-0,1	-846	-9,9	1,0
TOTAL	783.421	81.758	11,7	92.257	13,3	100,0

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

Mayor crecimiento de la financiación bancaria destinada a las actividades productivas que la canalizada a las personas físicas.

Por otra parte, el Banco de España ha publicado recientemente los datos del crédito a empresas y familias por finalidades, correspondientes al tercer trimestre de 2003, que permiten un análisis más detallado desde el punto de vista de su destino. Así, el crédito canalizado a las actividades productivas se elevó el 13,1% respecto al mismo periodo de 2002, 0,3 puntos menos que en el trimestre precedente. La financiación a las personas físicas anotó una variación anual ligeramente inferior, del 12,8%, medio punto menos que en el trimestre anterior, y dos puntos por debajo de diciembre. De este modo, la variación interanual de la financiación a las actividades productivas volvió a superar a la destinada a las personas físicas.

El crédito a la construcción y a las inmobiliarias crece el 28% en un año...

Por grandes sectores económicos, cabe destacar que el incremento interanual de los servicios, del 15,7%, superó al de la construcción, 15,1%, por primera vez desde marzo de 2002. Sin embargo, considerando la construcción más los servicios inmobiliarios, su ritmo de aumento anual fue del 28,0%, nivel similar a los trimestres anteriores.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Tercer trimestre de 2003

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Financiación de actividades productivas						
Agricultura, ganadería y pesca	16.462	1.712	11,6	2.181	15,3	
Industria	87.240	1.653	1,9	4.406	5,3	
Construcción	61.902	4.900	8,6	8.125	15,1	
Servicios	232.601	24.736	11,9	31.544	15,7	
Total	398.206	33.003	9,0	46.256	13,1	
Financiación a personas físicas						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	264.453	25.217	10,5	29.785	12,7	
Adquisición de bienes de consumo duradero	36.468	1.784	5,1	1.396	4,0	
Otras financiaciones	56.225	6.625	13,4	9.268	19,7	
Total	357.146	33.626	10,4	40.449	12,8	
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro						
	2.651	219	9,0	312	13,3	
Resto sin clasificar	12.520	2.012	19,2	2.700	27,5	
TOTAL	770.523	68.860	9,8	89.717	13,2	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

...mientras que la financiación para la compra de vivienda sube el 13% en los últimos doce meses.

Dentro de la financiación a los hogares, la adquisición y rehabilitación de vivienda aumentó el 12,7% en tasa de variación interanual, 0,8 puntos menos que en junio. El crédito para la compra de bienes de consumo duraderos (automóviles, electrodomésticos, muebles, etc.) se incrementó el 4,0% en relación con el tercer trimestre de 2002. El resto de la financiación a las personas físicas registró la mayor subida anual, con un aumento del 19,7%, si bien 2,9 puntos menos que tres meses antes.

Gran dinamismo de las titulizaciones.

Por lo concerniente a otras clases de financiación empresarial, las colocaciones netas de pagarés de empresa fueron negativas de 670 millones de euros en el periodo enero-octubre de 2003. Por el contrario, las emisiones netas de obligaciones de las sociedades no financieras se cifraron en 943 millones de euros. Por otro lado, los fondos de titulización mostraron una gran actividad en los diez primeros meses del ejercicio y su emisión neta ascendió a 19.986 millones de euros, más del doble que en los mismos meses de 2002. Por otra parte, el volumen acumulado hasta octubre de las ampliaciones de capital con aportación de fondos de las compañías no financieras totalizó 1.305 millones de euros, con un descenso interanual del 30,8%, en un contexto de una cierta cautela en el mercado bursátil.

Decremento de los recursos financieros del exterior.

Adicionalmente, en el periodo enero-septiembre las empresas y familias recibieron recursos financieros del exterior por un montante neto de 14.908 millones de euros. Este importe supuso una bajada del 32,2% en relación con el mismo periodo de 2002, debido a una menor inversión directa.

El aumento de los depósitos del sector privado sólo cubre la mitad del crecimiento del crédito.

Dinamismo de los fondos de inversión

Los depósitos totales del sector privado residente en euros y moneda extranjera crecieron el 8,4% en octubre de 2003 respecto al mismo mes del año precedente, 0,7 puntos más que en septiembre. En el transcurso de los últimos doce meses, los depósitos se incrementaron en 46.859 millones de euros, prácticamente la mitad del aumento del crédito del sistema bancario residente.

Espectacular incremento del importe de billetes de 500 euros en circulación, mientras cae fuertemente el número de billetes de 5, 10 y 20 euros.

Por clases, el mayor crecimiento correspondió a las imposiciones a plazo a más de dos años, que ascendieron el 14,4% en los últimos doce meses. Las cuentas de ahorro también registraron una importante elevación del 12,7% en relación con octubre de 2002, un punto más que en el mes anterior. Por otro lado, el efectivo puesto en circulación por el Banco de España subió el 10,8% en los doce últimos meses hasta octubre, 2,4 puntos más que los depósitos. Es remarcable que en este periodo los importes de los billetes de 5, 10 y 20 euros en circulación registraran fuertes reducciones, mientras que en cambio el número de billetes de la máxima denominación, de 500 euros, se elevara el 70,5%. Esto puede constituir un indicio de la pujanza de la economía sumergida.

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

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	159.178	4.545	2,9	15.046	10,4	26,3
De ahorro (*)	138.899	10.645	8,3	15.630	12,7	23,0
A plazo hasta 2 años	157.709	4.227	2,8	2.876	1,9	26,1
A plazo a más de 2 años	68.148	8.099	13,5	8.566	14,4	11,3
Cesiones temporales	77.066	-2.319	-2,9	4.391	6,0	12,7
Total	601.000	25.197	4,4	46.509	8,4	99,3
Depósitos en monedas no euro	4.065	529	15,0	351	9,5	0,7
TOTAL	605.064	25.725	4,4	46.859	8,4	100,0

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

Las entradas netas de dinero en los fondos de inversión se concentran en los orientados a la renta variable.

El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria aumentó en 1.581 millones de euros en noviembre hasta 196.895 millones de euros, con un alza interanual del 15,3%, de acuerdo con la información facilitada por la asociación profesional del sector, Inverco. Este ascenso es debido sobre todo a unas adquisiciones de participaciones netas de 1.159 millones de euros. Las suscripciones netas de participaciones de fondos de dinero y

de renta fija a largo plazo fueron negativas en noviembre, mientras que las entradas netas se concentraron en los fondos orientados a la renta variable.

Ligeros aumentos de los rendimientos de las letras del Tesoro

El saldo de letras del Tesoro sube en 2.935 millones de euros en 2003...

En las subastas del día 3 de diciembre, los tipos de interés marginales (los máximos) de las letras a seis meses, a un año y a dieciocho meses se elevaron levemente respecto a las convocatorias anteriores y se situaron en el 2,13%, en el 2,39% y en el 2,65%, respectivamente. El saldo de letras del Tesoro se colocó en 38.766 millones de euros al final de 2003, con una subida de 2.935 millones de euros en relación con 2002, lo que reflejó la relevancia en el ejercicio de 2003 de estos activos financieros al descuento en la financiación del Estado.

EMISIONES DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA

Fecha de emisión	Tramo	Fecha de subasta	Importe (millones de euros)			Tipo de interés (%)		
			Solicitado en subasta	Adjudicado en subasta	Total emitido (*)	Marginal	Medio	Nominal
LETRAS DEL TESORO								
A 6 meses								
5-12-03	5º	3-12-03	1.930,0	806,8	806,8	2,134	2,114	-
A 1 año								
5-12-03	3º	3-12-03	2.659,6	760,0	760,0	2,385	2,349	-
A 18 meses								
5-12-03	1º	3-12-03	2.566,7	1.490,7	1.490,7	2,652	2,643	-
DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO								
Bonos 5 años								
9-9-02	7º	3-12-03	2.392,6	1.097,5	1.327,5	3,522	3,517	4,25

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

FUENTE: Banco de España.

...pero la deuda del Estado en circulación cae por primera vez en quince años.

En la licitación de bonos del Estado a cinco años realizada el día 3 de diciembre, el rendimiento marginal bajó 2 puntos básicos con relación a la subasta anterior de septiembre y se situó en el 3,52%. El Tesoro reemprendió su programa de recompras de deuda hasta un total de unos 7.000 millones de euros en 2003. De esta manera, el saldo vivo de deuda del Estado a medio y largo plazo era de 246.469 millones de euros al final de la tercera semana de diciembre. Esta cantidad suponía un descenso de 1.142 millones de euros con relación al final de 2002. De hecho, el Tesoro anunció una caída de la deuda del Estado en circulación en 2003 por primera vez en quince años. Por otra parte, la agencia especializada Fitch ha subido la calificación crediticia de la deuda española al máximo nivel, AAA, en diciembre.

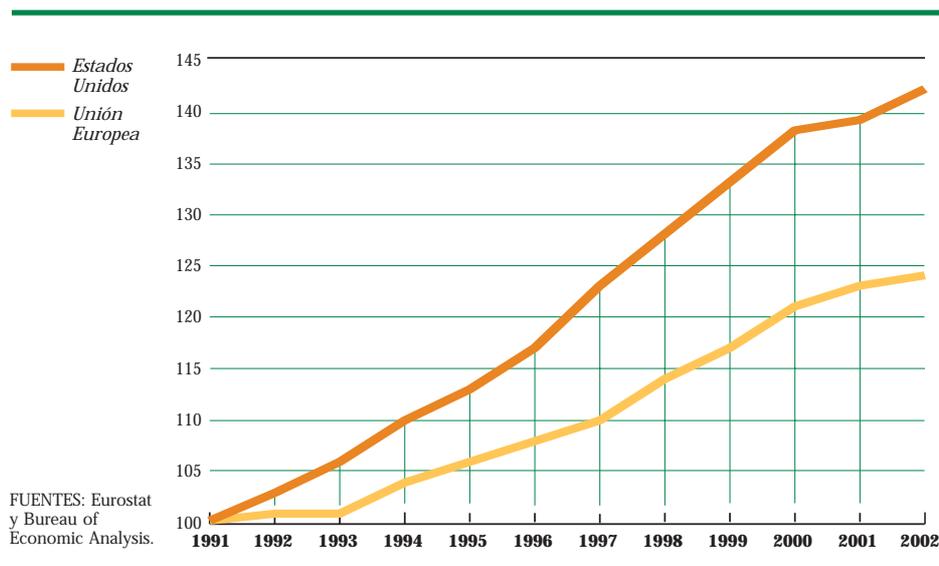
Agenda de Lisboa: la estrategia económica de la UE, a examen

En 2000, en Lisboa se lanzó el ambicioso reto de que Europa fuese en una década la economía más dinámica del globo...

En marzo de 2000, la Unión Europea (UE) lanzó una ambiciosa estrategia de reforma económica con la finalidad de convertirse en la economía más dinámica y competitiva del globo en el año 2010. Tres años y medio después, la economía europea crecerá un modesto 0,8% anual en 2003 y todo parece indicar que su principal referente económico, Estados Unidos, más que duplicará el crecimiento europeo en los próximos dos años. El objetivo del presente estudio es valorar hasta qué punto la estrategia de reforma económica europea se está llevando a cabo.

ESTADOS UNIDOS CRECE MÁS

Producto interior bruto en términos reales; 1991 = 100



...mediante la transición hacia una economía del conocimiento, la aceleración de las reformas estructurales y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica.

El Consejo Europeo reunido en Lisboa en marzo de 2000 estableció como objetivo a diez años vista que la UE alcanzase una posición de liderazgo económico en materia de dinamismo y competitividad mediante una estrategia basada en tres ejes de acción. En primer lugar, acelerar la transición hacia una economía basada en el conocimiento gracias a la promoción de la investigación y el desarrollo (I+D) y de la sociedad de la información, intensificar las reformas estructurales y completar el mercado interior europeo. Un segundo eje establecía como objetivo la modernización del modelo social europeo. Finalmente, el tercero implicaba el mantenimiento de unas políticas macroeconómicas apropiadas y orientadas a la estabili-

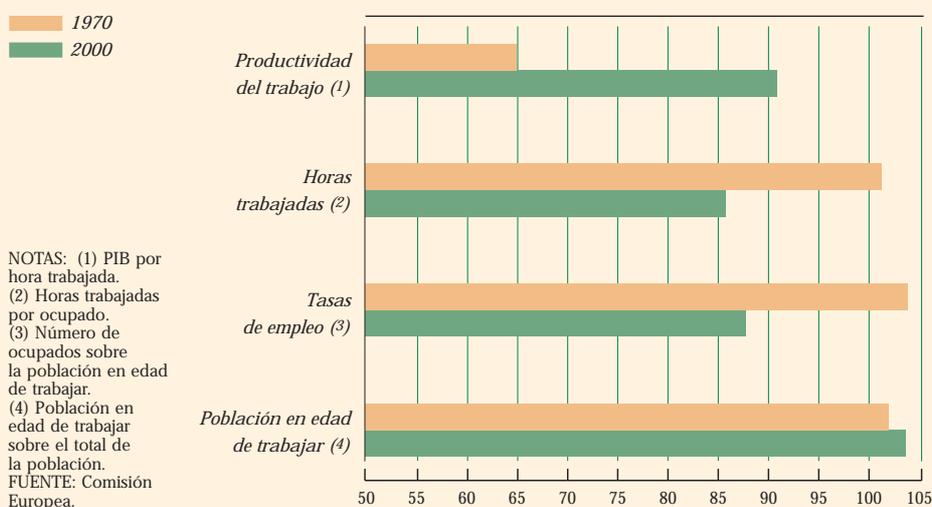
dad. En términos macroeconómicos, los resultados de estas reformas serían una mejora en la capacidad de crecimiento sostenible no inflacionario, con menor nivel de desempleo y finanzas públicas saneadas.

LA UNIÓN EUROPEA Y ESTADOS UNIDOS FRENTE A FRENTE: PRODUCTIVIDAD, INNOVACIÓN Y REFORMAS ESTRUCTURALES

¿Por qué la estrategia económica de Lisboa centra sus esfuerzos en materia de innovación, reformas estructurales y empleo? La agenda de Lisboa tiene como reto fundamental mejorar el dinamismo económico europeo explicitando el objetivo de superar en 2010 al referente económico mundial, Estados Unidos. Una forma útil de establecer la comparación internacional es centrarse en la prosperidad relativa medida en términos de PIB per cápita. Así, el PIB por habitante se puede explicar como la resultante de cuatro componentes: el PIB por hora trabajada (productividad aparente del trabajo); las horas trabajadas por persona ocupada; la ratio de personas ocupadas sobre la población de 15-64 años (esto es, la tasa de empleo); y, finalmente, la proporción de personas entre 15-64 años sobre la población total.

LA UE FRENTE A ESTADOS UNIDOS: MENOR PRODUCTIVIDAD, MENOS HORAS TRABAJADAS Y MENOS EMPLEO

Determinantes del PIB per cápita de la UE respecto Estados Unidos; Estados Unidos = 100; en paridad de poder de compra



Cuando se compara la composición del PIB per cápita de Estados Unidos y la UE en 1970 y 2000, se constata que este último año el menor PIB por habitante europeo se debía en un tercio a la menor productividad del trabajo, un tercio a las menores horas trabajadas y el tercio restante a la menor tasa de empleo. En 1970, por el contrario, toda la distancia en PIB per cápita se debía a las diferencias en productividad. En otras palabras, en la UE una menor parte de la población trabaja, se trabajan menos horas y además se utiliza de forma menos eficiente el factor trabajo.

Por tanto, el esfuerzo de convergencia de los niveles de prosperidad económica que se busca en la agenda de Lisboa deberá venir primordialmente de actuar en la mejora, por un lado,

de las horas trabajadas y del empleo y, por otro, de la productividad. Sobre los dos primeros factores se interviene mediante las acciones presentadas en el texto del estudio bajo los ámbitos de empleo y cohesión social. Cabe recordar que según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), en los países europeos las menores horas trabajadas se explican principalmente por la extensión del trabajo a tiempo parcial, lo que a su vez los estudios relacionan con las menores posibilidades de empleo en Europa que en Estados Unidos. Sobre los determinantes de la productividad, entre los cuales destaca la dotación de capital humano –ésta también relacionada con el empleo– y la creación de conocimiento mediante innovación tecnológica e investigación, se actúa en los ejes de cohesión social e innovación e investigación. Finalmente, tiene un efecto indirecto sobre las oportunidades de empleo y la mejora de la productividad la existencia de un mercado interior más eficiente, esto es, el objetivo de las acciones integradas bajo la rúbrica de reformas económicas.

La UE ha establecido objetivos cuantificados como alcanzar una tasa de empleo del 70% en 2010 o doblar el gasto de I+D para el mismo año.

A fin de avanzar en estos tres frentes, la UE ha ido estableciendo en diferentes reuniones del Consejo Europeo (el propio de Lisboa en 2000; Estocolmo, 2001; Gotemburgo, 2002; Barcelona, 2002; Bruselas, 2003) una serie de objetivos cuantificados o con límite temporal, junto a otros menos específicos. Por su importancia destaca el alcanzar una tasa de empleo del 70% en 2010, situar el gasto en I+D en el 3% del producto interior bruto (PIB) en ese mismo año, completar un mercado único aéreo en 2004 o generar un 22% del consumo eléctrico mediante energías renovables en 2010. El seguimiento de estos objetivos cuantitativos ha exigido la compilación de una serie de indicadores estructurales en cinco ámbitos: empleo, innovación e investigación, reforma económica, cohesión social y medio ambiente. La evolución de estos indicadores sectoriales debe tener su reflejo y, al mismo tiempo, venir condicionada por las condiciones macroeconómicas, por lo que también se incorporan en la anterior batería de indicadores una serie de estadísticas generales que conforman un sexto ámbito, el de situación económica general. La evolución de estos cinco bloques de indicadores sectoriales, junto a los informes emitidos por las instituciones comunitarias, permite valorar de forma más precisa el progreso de la agenda de Lisboa.

Empleo

En materia de empleo, los objetivos de Lisboa se antojan complicados, toda vez que entre 2002 y 2010 se deberían crear 15 millones de empleos para alcanzarlos.

Un reciente informe encargado por el Consejo Europeo advierte que los objetivos de Lisboa en materia laboral están claramente lejos de ser alcanzados. En 2000, la tasa de empleo era del 63,4% y mejoró hasta el 64,1% en 2001. Durante esos dos años se crearon unos cinco millones de empleos. Según estimaciones oficiales, durante 2002-2010 se requerirían de unos 15 millones de empleos netos adicionales para cumplir con lo fijado en Lisboa. Dado que en 2002 el aumento anual de la ocupación fue sólo del 0,4%, el presente 2003 se cerrará previsiblemente sin incremento y para 2004 y 2005 se prevé un crecimiento anual del 0,3% y 0,8%, respectivamente, para alcanzar dicha cifra de empleo durante 2006-2010 la tasa de aumento anual debería alcanzar el 1,6%. Para situar la dimensión del reto cabe recordar que en la dinámica segunda mitad de los noventa el empleo creció un 1,4% anual. En definitiva, alcanzar el reto del empleo requiere nuevas reformas estructurales, ya que el crecimiento económico difícilmente podrá, por sí mismo, permitir alcanzar las exigencias de Lisboa.

LA AGENDA DE LISBOA: SELECCIÓN DE OBJETIVOS CUANTIFICADOS Y SITUACIÓN ACTUAL

Empleo, Unión Europea

	Objetivo 2010	Objetivo 2005	Situación 2000	Último dato disponible	
				Dato	Año
Tasa de empleo total (*)	70	66	63,4	64,3	2002
Tasa de empleo femenina (**)	60	57	54,1	55,6	2002
Tasa de empleo grupo 55-64 años (***)	50	-	37,8	40,1	2002

NOTAS: (*) Porcentaje de ocupados sobre la población en edad de trabajar (de 15 a 64 años).

(**) Porcentaje de ocupados femeninos sobre la población en edad de trabajar (de 15 a 64 años) femenina.

(***) Porcentaje de ocupados de 55-64 años sobre la población en edad de trabajar (de 15 a 64 años) del mismo grupo de edad.

FUENTES: Consejo Europeo, Consejo de Ministros, Comisión Europea, Eurostat, Ministerio del Tesoro de Reino Unido y elaboración propia.

Innovación e investigación

Mejores resultados se registran en materia de innovación, ámbito en el cual el gasto ha aumentado entre 2000 y 2002...

Relativamente más satisfactoria es la evolución en materia de I+D y de avance hacia la llamada sociedad de la información. Tomando el indicador más global, el porcentaje del PIB dedicado a I+D, en el periodo de 2000-2002 el gasto total de I+D se ha incrementado en un 0,3% del PIB, lo que debería permitir alcanzar en 2010 el objetivo del 3% del PIB dedicado a investigación. Con todo, cabe recordar que el reto es exigente ya que según estimaciones de la OCDE, si la UE creciese alrededor del 2% anual entre 2000 y 2010, el montante de I+D equivalente al 3% implicaría doblar los fondos destinados a este concepto en 2000.

LA AGENDA DE LISBOA: SELECCIÓN DE OBJETIVOS CUANTIFICADOS Y SITUACIÓN ACTUAL

Innovación e investigación y sociedad del conocimiento, Unión Europea

	Objetivo 2010	Situación 2000	Último dato disponible	
			Dato	Año
Gasto total en I+D sobre el PIB (*)	3	1,95	1,99	2002
Participación del gasto privado (**)	66	56,2	56,2	2000
Escuelas conectadas a Internet (***)	100	-	93,0	2002

NOTAS: (*) Porcentaje de gasto público y privado en relación con el PIB.

(**) Porcentaje de participación del gasto privado sobre el total de gasto de I+D.

(***) Porcentaje de escuelas sobre el total que disponen de conexión a Internet.

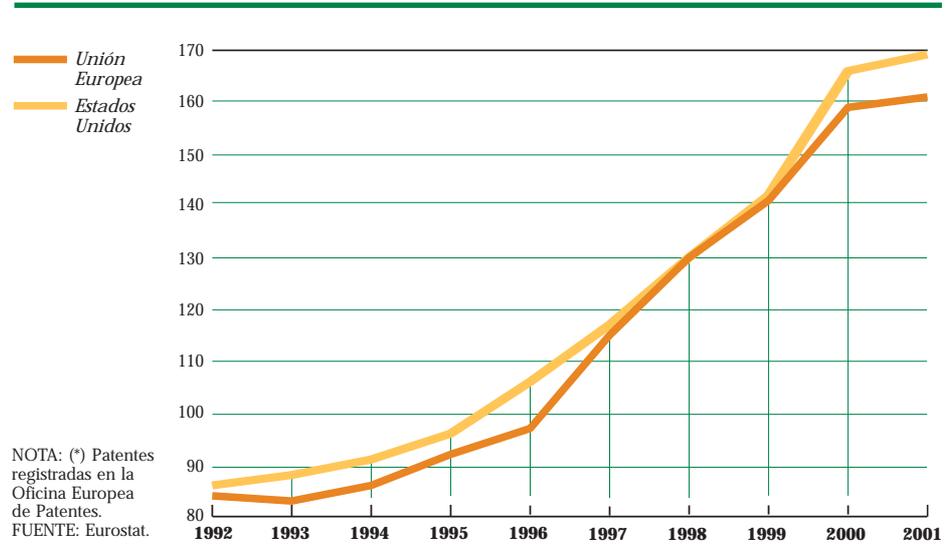
FUENTES: Consejo Europeo, Consejo de Ministros, Comisión Europea, Eurostat, Ministerio del Tesoro de Reino Unido y elaboración propia.

...se ha aprobado el VI Programa Marco de I+D y se está desarrollando el sistema de navegación por satélite Galileo.

Uno de los objetivos que la estrategia de Lisboa consideraba cualitativamente importante era mejorar la coordinación de las acciones nacionales de I+D tendiendo a un espacio integrado europeo en materia de investigación. La adopción en septiembre de 2002 del Sexto Programa Marco de I+D comunitario, un instrumento que movilizará 17.500 millones de euros en 2002-2006, debería actuar como un estímulo clave para progresar en este ámbito. También en dicha área tecnológica es significativo el impulso del sistema de navegación por satélite Galileo, actualmente en fase de desarrollo (2002-2005). Con todo, cabe significar que en otros aspectos, como el acceso a Internet por parte de los hogares o el número de patentes, la situación todavía debe mejorar sensiblemente. En

ambos casos, los costes excesivos que sostienen los agentes económicos europeos respecto a otros países líderes explica la distancia que se mantiene. Por citar un ejemplo, el trámite de registrar una patente europea es, respecto a Estados Unidos, cinco veces más caro y con un tiempo de tramitación que duplica el norteamericano.

LA CREACIÓN DE CONOCIMIENTO SIGUE SIENDO SUPERIOR EN ESTADOS UNIDOS QUE EN LA UNIÓN EUROPEA
Número de patentes por cada millón de habitantes (*)



Reforma económica

La reforma económica se centra en completar el mercado interior y en liberalizar varios sectores como el financiero, la energía y los servicios.

Este es un ámbito clave para el éxito de la estrategia de Lisboa, por lo que tiene de efecto sobre la eficiencia conjunta de la economía europea. Desgraciadamente, aquí, de nuevo, los avances son tibios. Los proyectos de la agenda de Lisboa que se pueden integrar en este apartado son múltiples. Por un lado, se contempla la mejora general del mercado interior, con especial énfasis en la reducción del nivel de ayudas de estado. Por otro, los avances en materia de integración en determinados sectores, entre los que destacan por su importancia, el financiero, la energía, el transporte, el servicio postal y los servicios en general.

Los indicadores apuntan a cierto estancamiento en la profundización del mercado interior.

Los resultados han sido escasos. Los indicadores cuantitativos tienden a mostrar un cierto estancamiento en la mayoría de ámbitos (convergencia en precios, tanto generales como de sectores clave; aumento del comercio intraeuropeo; cuota de mercado de los operadores dominantes; volumen de ayudas públicas, etc.). Con todo, hay que interpretar con cautela dichos indicadores, ya que los efectos de los procesos de integración económica difícilmente se pueden reducir a estas medidas estadísticas.

La liberalización energética progresa parcialmente mientras el mercado único...

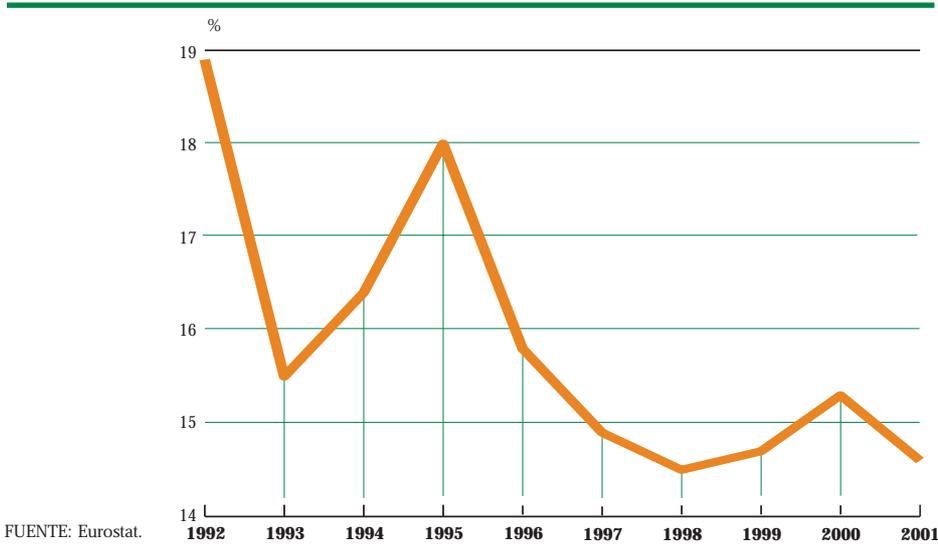
Por lo que se refiere a los avances de la liberalización e integración sectoriales, éstos también se pueden valorar como moderados. En el sector de la energía, los principales compromisos adoptados se concretan en la libertad de elección de los proveedores de electricidad y gas para los

...aéreo encuentra mayores dificultades para su realización.

consumidores industriales en 2004 en el equivalente al 60% del mercado y en alcanzar en 2005 un nivel de interconexión eléctrica entre estados igual al 10% de la capacidad productiva. Los trabajos en materia de lo que se conoce como «cielo único europeo» han sido menos conclusivos, y aunque por el momento se mantiene el objetivo de alcanzar el mercado interior aéreo en 2004, el principal avance ha sido la integración de la Comunidad en 2002 como miembro de Eurocontrol, el sistema paneuropeo controlador del tránsito aéreo.

LOS EFECTOS DE LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA SE ESTANCAN EN LA UNIÓN EUROPEA

Convergencia en precios; coeficiente de variación de precios de consumo final privado incluidos impuestos indirectos



LA AGENDA DE LISBOA: SELECCIÓN DE OBJETIVOS ESPECÍFICOS Y SITUACIÓN ACTUAL

Reforma económica, Unión Europea

	Objetivo 2010	Objetivo 2005	Situación 2000	Último dato disponible	
				Dato	Año
Plena implantación del plan de acción de servicios financieros en 2005 (*)	-	42	-	36	2003
Transposición a legislación nacional de directivas comunitarias sobre mercado interior europeo (**)	98,5	-	96,5	98,6	2003
Transposición a legislación nacional de directivas comunitarias sobre mercado interior europeo (***)	15	-	-	4	2003

NOTAS: (*) El grado de cumplimiento de la implementación se ha aproximado por el número de acciones adoptadas.

(**) Porcentaje de directivas comunitarias relativas al mercado interior europeo transpuestas a legislación nacional.

(***) Estados miembros que cumplen con el criterio de no tener directivas de mercado interior pendientes de transposición con más de dos años de retraso. No se incluyen los futuros estados miembros que se incorporarán en 2004.

FUENTES: Consejo Europeo, Consejo de Ministros, Comisión Europea, Eurostat, Ministerio del Tesoro de Reino Unido y elaboración propia.

La legislación comunitaria para alcanzar el mercado único de servicios financieros en 2005 está siendo adoptada a un ritmo suficiente...

Por su parte, la integración de los mercados financieros, que se concreta en el llamado «mercado único de servicios financieros», ha ido avanzando paulatinamente. La estrategia de Lisboa se centraba, fundamentalmente, en el impulso de dos planes de acción adoptados anteriormente, el de servicios financieros (PSAF, de 1999), que debía estar completado en 2005, y el de capital riesgo (PACR, de 1998), que debía estar plenamente operativo en 2003. El PSAF establecía tres objetivos principales: el desarrollo de un mercado único financiero mayorista, el conseguir un mercado abierto y seguro al por menor y el establecimiento de unas normas de supervisión modernas. Para ello se definieron 42 acciones, la mayoría de las cuales se referían a la adopción de nueva normativa encaminada a eliminar barreras concretas para la plena integración financiera. Con posterioridad al lanzamiento del PSAF (1999), se sumaron cinco nuevas medidas. A finales de 2003, 36 medidas estaban adoptadas, lo que debería permitir completar en el plazo previsto la batería legislativa propuesta. Con todo, cabe recordar que queda pendiente el proceso de transposición a la legislación nacional de las medidas adoptadas a nivel comunitario que así lo requieran, momento en el cual será posible valorar los efectos económicos de la integración financiera.

OBJETIVO: RECUPERAR EL CRECIMIENTO EN LA UNIÓN EUROPEA

Los malos resultados en materia de crecimiento económico en 2001 y 2002 en la Unión han llevado a la adopción de un paquete de medidas complementario de la agenda de Lisboa, conocido como Acción Europea para el Crecimiento y que fue aprobado el pasado 12 de diciembre. Dicha batería de actuaciones tiene la doble finalidad de mejorar la actividad económica y crear empleo al tiempo que se refuerzan las reformas estructurales en marcha. Para ello, la Acción prevé el estímulo de la inversión pública y privada en materia de I+D y de redes transeuropeas de transporte, energía y comunicaciones. El montante total previsto hasta 2010, que deberá financiarse tanto pública como privadamente, son 62.000 millones de euros.

El grueso de la Acción lo forman un conjunto de proyectos transeuropeos seleccionados principalmente por su capacidad de inicio inmediato y por su impacto transfronterizo. La mayor parte de estos proyectos son corredores de transporte. La UE ha identificado 29 tramos prioritarios a los cuales se dedicarán 38.000 millones hasta 2010. Un segundo grupo de proyectos lo forman 17 enlaces de redes energéticas que ascienden a 10.100 millones hasta 2010. Finalmente, se asignan 14.000 millones a 8 programas de comunicaciones de banda ancha y de I+D. Junto a estos proyectos de rápida ejecución, la Acción prevé el establecimiento de un conjunto de medidas administrativas, normativas y financieras que faciliten la financiación pública y privada de las redes infraestructurales.

...mientras que en materia de armonización fiscal y de liberalización de sectores como el postal o el transporte ferroviario su plena consecución parece todavía lejana.

Por su parte, el PACR combinaba la definición de un marco legal apropiado para las actividades de capital riesgo, medidas que se integraron en el PSAF, y una serie de acciones de impulso del capital riesgo, como la comparativa de mejores prácticas. Aunque a juicio de la Comisión Europea el PACR se ha completado satisfactoriamente, lo cierto es su ambición, y en consecuencia sus efectos, son claramente inferiores a los del PSAF. A pesar de que se acaben completando satisfactoriamente los dos planes de acción mencionados, la valoración conjunta en materia de integración financiera no puede ser positiva mientras no se desbloquee el lla-

mado «paquete fiscal», que contiene propuestas fundamentales de armonización tributaria, en especial de fiscalidad sobre los rendimientos del ahorro de no residentes. En los restantes sectores (postal, transporte ferroviario, servicios) sólo se aprecian mejoras parciales respecto a la situación de 2000.

Cohesión social

Los resultados en formación y educación son insuficientes a juicio de la propia Comisión Europea.

En el ámbito de la cohesión social, y a pesar de que Lisboa también incluía la lucha contra la pobreza y la exclusión social, el principal objetivo se centraba en la generación de capital humano en consonancia con las metas generales de liderazgo en competitividad internacional. Así, se definieron 13 objetivos comunes de educación y aprendizaje –desde el incremento de la movilidad de estudiantes hasta el aumento del número de graduados en disciplinas científicas y tecnológicas–, de los cuales se dedujeron posteriormente 29 indicadores. En una valoración reciente de la propia Comisión Europea se reconoce que los avances en materia de educación son insuficientes. Por ejemplo, en 2002 únicamente un 74,5% de las personas de 22 años habían completado como mínimo su educación secundaria, 10 puntos por debajo del objetivo para 2010. Igualmente negativa es la proporción de abandonos prematuros del sistema educativo, que en 2002 se situaba en el 18,8% de la población de entre 18-24 años, frente al 10% que se debería alcanzar en 2010. Asimismo, la dotación de capital humano en la UE es sensiblemente inferior a la de sus competidores internacionales de referencia, ya que Estados Unidos y Japón producen cerca de un tercio más de titulados superiores que la Unión.

LA AGENDA DE LISBOA: SELECCIÓN DE OBJETIVOS CUANTIFICADOS Y SITUACIÓN ACTUAL

Cohesión social, Unión Europea

	Objetivo 2010	Último dato disponible	
		Dato	Año
Población con estudios de secundaria o superiores (*)	85	75,4	2002
Titulados superiores en estudios científicos y técnicos (**)	653	568	2001
Población que abandona prematuramente sus estudios (***)	10	18,8	2002

NOTAS: (*) Porcentaje de población de 22 años que han completado estudios de secundaria o superiores sobre el total de población.

(**) Número de titulados en estudios científicos y técnicos (incluyendo matemáticas), en miles de personas.

(***) Porcentaje de población de entre 18-24 años con educación primaria o equivalente y que no continúa estudiando.

FUENTES: Consejo Europeo, Consejo de Ministros, Comisión Europea, Eurostat, Ministerio del Tesoro de Reino Unido y elaboración propia.

Medio ambiente

En 2001 se incorpora a la agenda de Lisboa la dimensión medioambiental, cuyo principal hito debería ser compatibilizar...

Aunque el Consejo Europeo de Lisboa de 2000 no establecía específicamente la necesidad de compatibilizar los objetivos de reforma económica con la sostenibilidad medioambiental, en 2001, en el Consejo Europeo de Gotemburgo se introdujo la llamada dimensión ambiental de la estrategia de Lisboa. Los compromisos en materia de medio ambiente se centran en cuatro ámbitos. En primer lugar, la reversión del cambio climático y el incremento del uso de energías renovables. La UE prevé el cumplimiento

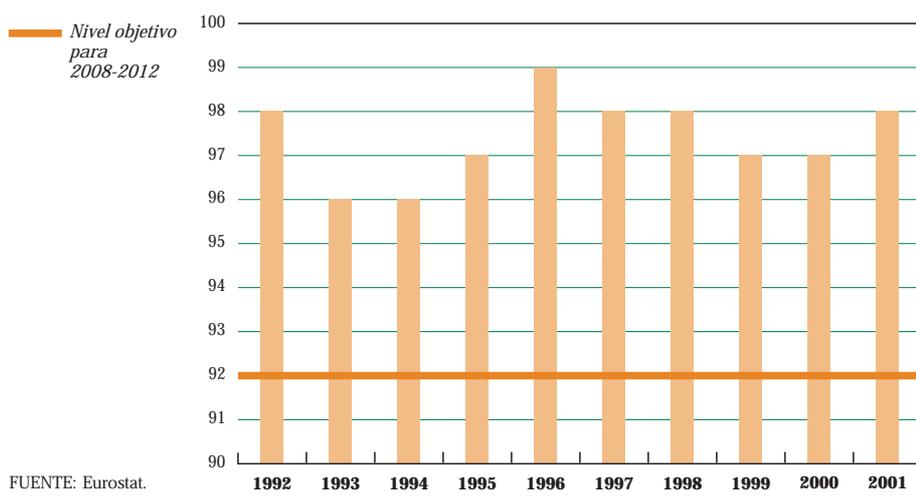
...el crecimiento con la sostenibilidad.

En la UE, mejora la eficiencia energética, pero el cumplimiento del compromiso de Kyoto todavía es parcial.

del compromiso de Kyoto de reducción de gases que provocan el efecto invernadero (anhídrido carbónico, CO₂, y otros cinco gases) y su extensión hasta 2020, lo que comportará la reducción del 1% anual de las emisiones respecto al año de referencia de 1990 durante las dos primeras décadas del siglo. Un segundo ámbito cubre las actuaciones en materia de salud pública y, en particular, de sanidad alimentaria. En tercer lugar, la dimensión ambiental contempla diferentes objetivos de gestión de recursos naturales, entre los cuales destaca el detener la pérdida de biodiversidad en 2010. El cuarto y último aspecto se centra en mejorar la sostenibilidad del sistema de transporte y del uso del territorio. En este ámbito, el principal objetivo cuantificado se centra en alcanzar en 2010 una cuota de transporte por carretera inferior al de 1998.

Los avances en materia medioambiental han sido, hasta la fecha, moderados, aunque no despreciables. Los indicadores de eficiencia energética, en particular el consumo energético por unidad de producto interior bruto (PIB), recogen una mejora desde la segunda mitad de los años noventa. Menos positivos son los resultados que se están dando en relación con el cumplimiento de Kyoto, ya que la UE en su conjunto se encontraba en 2001 a seis puntos del objetivo para 2008-2012 (establecido en la reducción de 8% de las emisiones respecto al nivel de 1990), debido a que la evolución de los últimos años no sigue una tendencia decreciente de forma clara. Asimismo, ciertos estados miembros, entre ellos España, deberán realizar un esfuerzo considerable ya que su tendencia reciente es a alejarse del nivel de referencia. La puesta en marcha del mercado de derechos de emisiones de CO₂ en 2005 debería ser un hito en la progresión de la reducción de emisiones. Registran retrocesos en los últimos años, por el contrario, indicadores de transporte sostenible y de uso de energías renovables.

LA UNIÓN EUROPEA, TODAVÍA LEJOS DE CUMPLIR SUS OBJETIVOS DE LUCHA CONTRA EL CAMBIO CLIMÁTICO
Nivel de emisiones de gases que provocan el efecto invernadero; 1990 = 100



Hasta la fecha, la consecución de los objetivos parciales y de la meta global de la agenda de Lisboa ha sido limitada, en parte por la coyuntura económica...

En definitiva, la revisión de la agenda de Lisboa constata un avance moderado en la mayoría de ámbitos que la componen. Aunque la actual fase de debilidad económica no ha contribuido a facilitar los esfuerzos estructurales, también están emergiendo otros problemas que se pueden vincular al propio procedimiento elegido. En primer lugar, los años transcurridos parecen poner de manifiesto el desequilibrio entre el objetivo general de convertir a la UE en la economía líder mundial y los objetivos parciales. Incluso en el caso hipotético de que dichos objetivos parciales se alcanzasen, subsisten dudas significativas sobre el resultado global.

...pero también por el método excesivamente laxo elegido para su realización.

Un segundo elemento de valoración se refiere al método elegido en la mayoría de ámbitos. La combinación de compromisos cuantificados, que se reflejan en una serie de indicadores, más un esfuerzo de «presión entre pares», esto es, la esperanza de que los mejores resultados actuarían de acicate para los países con menor progreso, se está demostrando excesivamente laxa, lo que está conllevando, a su vez, unos progresos limitados. Con todo, cabe reconocer que incluso en los ámbitos destinados a fortalecer o completar el mercado interior europeo, en los cuales se ha optado por un enfoque basado en el proceso normativo europeo más habitual, los resultados han sido limitados.

SISTEMA BANCARIO

RECURSOS AJENOS DEL SISTEMA BANCARIO SALDOS A 31-IX-2003 EN MILLONES DE EUROS

Instituciones	Saldo			Participación		
	30-IX-2003	31-XII-2002	Variación %	30-IX-2003	31-XII-2002	Variación %
Banca	425.798	401.753	5,99	47,61	48,13	-0,52
Cajas de ahorros	424.491	391.517	8,42	47,46	46,90	0,56
Cooperativas de crédito	44.073	41.438	6,36	4,93	4,96	-0,04
Total	894.362	834.708	7,15	100	100	

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

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

RANKING DE LOS PRINCIPALES GRUPOS BANCARIOS Y DE CAJAS POR RECURSOS AJENOS (1) SALDOS A 30-IX-2003 EN MILLONES DE EUROS

Instituciones	Saldo a 30-IX-2003	Saldo a 31-XII-2002	Variación s/diciembre 2002	% variación s/diciembre 2002
1 Santander Central Hispano	211.375,4	211.555,1	-179,7	-0,08
2 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	179.369,3	180.570,6	-1.201,3	-0,67
3 Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	85.961,2	74.711,1	11.250,1	15,06
4 C. A. y M. P. de Madrid	56.540,2	53.138,7	3.401,6	6,40
5 Banco Popular Español	37.072,1	29.945,7	7.126,4	23,80
6 Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante	23.692,6	20.848,8	2.843,8	13,64
7 Banco Sabadell	23.249,4	20.958,7	2.290,8	10,93
8 Caja de Ahorros de Cataluña	20.874,1	19.502,4	1.371,7	7,03
9 Caja de Ahorros del Mediterráneo	18.994,8	17.596,3	1.398,5	7,95
10 Bankinter	17.744,7	15.738,2	2.006,5	12,75
11 Caja de Ahorros de Galicia	15.221,0	13.907,4	1.313,6	9,45
12 C. A. y M. P. de Zaragoza, Aragón y Rioja	14.814,1	13.917,3	896,8	6,44
13 M. P. y C. A. de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera	13.393,2	12.502,3	890,9	7,13
14 Bilbao Bizkaia Kutxa	12.138,9	11.999,4	139,5	1,16
15 Caja España de Inversiones, C. A. y M. P.	10.479,3	10.162,1	317,1	3,12
16 Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra	10.444,2	9.463,9	980,3	10,36
17 Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	9.961,4	9.726,1	235,3	2,42
18 C. A. y M. P. de Guipúzkoa y San Sebastián	8.420,3	8.062,5	357,8	4,44
19 Deutsche Bank S.A.E.	8.152,1	7.633,7	518,4	6,79
20 Banco Pastor	7.682,6	7.043,6	639,0	9,07

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

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

EVOLUCIÓN DE LOS RECURSOS AJENOS DE LOS GRUPOS DE CAJAS DE AHORROS
 AGRUPADAS POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (1)
 EN MILLONES DE EUROS. SEPTIEMBRE 2003

Grupos consolidados (2)	Saldo		Variación s/diciembre 2002	% variación s/diciembre 2002
	30-IX-2003	31-XII-2002		
Andalucía	40.522,9	36.693,7	3.829,3	10,4
M. P. y C. A. de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera - Unicaja	13.393,2	12.502,3	890,9	7,1
M. P. y C. A. de Huelva y Sevilla	7.813,9	6.658,4	1.155,4	17,4
C. A. y M. P. de Córdoba - Cajasur	7.634,5	6.848,6	786,0	11,5
Caja General de Ahorros de Granada	5.983,3	5.634,5	348,8	6,2
Caja de Ahorros San Fernando de Sevilla y Jerez	5.389,0	4.760,9	628,0	13,2
Caja Provincial de Ahorros de Jaén	309,1	289,0	20,1	7,0
Aragón	19.229,8	18.052,2	1.177,5	6,5
C. A. y M. P. de Zaragoza, Aragón y Rioja. Ibercaja	14.814,1	13.917,3	896,8	6,4
Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón	4.415,6	4.134,9	280,7	6,8
Asturias				
Caja de Ahorros de Asturias	5.675,9	5.528,7	147,2	2,7
Baleares	4.698,2	4.595,8	102,4	2,2
C. A. y M. P. de las Baleares - Sa Nostra	4.512,6	4.418,2	94,3	2,1
Caja de Ahorros de Pollença «Colonya»	185,7	177,6	8,1	4,6
Canarias	7.230,7	7.167,6	63,2	0,9
Caja General de Ahorros de Canarias	4.315,3	4.087,9	227,4	5,6
Caja Insular de Ahorros de Canarias	2.915,4	3.079,6	-164,3	-5,3
Cantabria				
Caja de Ahorros de Santander y Cantabria	3.806,6	3.508,9	297,7	8,5
Castilla y León	31.314,4	30.107,9	1.206,5	4,0
Caja España de Inversiones, C. A. y M. P.	10.479,3	10.162,1	317,1	3,1
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria - Caja Duero	9.961,4	9.726,1	235,3	2,4
Caja de Ahorros Municipal de Burgos	4.571,3	4.242,7	328,6	7,7
C. A. y M. P. del C.C.O. de Burgos	2.170,7	2.089,1	81,6	3,9
C. A. y M. P. de Segovia	2.117,2	2.062,3	54,9	2,7
C. A. y M. P. de Ávila	2.014,5	1.825,5	189,0	10,4
Castilla-La Mancha	8.539,0	7.865,9	673,1	8,6
Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha	7.846,6	7.208,9	637,7	8,8
Caja de Ahorros Provincial de Guadalajara	692,4	657,0	35,4	5,4
Cataluña	134.069,8	120.098,8	13.971,0	11,6
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - "la Caixa"	85.961,2	74.711,1	11.250,1	15,1
Caja de Ahorros de Cataluña	20.874,1	19.502,4	1.371,7	7,0
Caja de Ahorros del Penedés	7.061,1	6.788,1	273,0	4,0
Caja de Ahorros de Sabadell	4.209,7	3.950,5	259,3	6,6
Caja de Ahorros de Terrassa	3.750,6	3.659,2	91,5	2,5
Caja de Ahorros de Tarragona	3.325,9	3.206,4	119,6	3,7
Caja de Ahorros Laietana	2.982,7	2.718,2	264,5	9,7
Caja de Ahorros de Girona	2.863,6	2.630,4	233,2	8,9
Caja de Ahorros de Manresa	1.900,7	1.895,3	5,4	0,3
Caja de Ahorros Comarcal de Manlleu	1.140,2	1.037,3	102,9	9,9

Grupos consolidados (2)	Saldo		Variación s/diciembre 2002	% variación s/diciembre 2002
	30-IX-2003	31-XII-2002		
Comunidad Valenciana	43.134,5	38.879,6	4.254,9	10,9
Caja de Ahorros del Mediterráneo - CAM	18.994,8	17.596,3	1.398,5	7,9
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante - Bancaja	23.692,6	20.848,8	2.843,8	13,6
C. A. y M. P. de Ontinyent	447,2	434,5	12,7	2,9
Extremadura	5.309,4	5.229,2	80,2	1,5
C. A. y M. P. de Extremadura	3.273,5	3.194,6	78,9	2,5
M. P. y Caja General de Ahorros de Badajoz	2.035,9	2.034,6	1,3	0,1
Galicia	25.665,2	23.371,4	2.293,9	9,8
Caja de Ahorros de Galicia	15.221,0	13.907,4	1.313,6	9,4
Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra - Caixanova	10.444,2	9.463,9	980,3	10,4
La Rioja				
Caja de Ahorros de La Rioja	1.625,0	1.406,6	218,4	15,5
Madrid				
C. A. y M. P. de Madrid	56.540,2	53.138,7	3.401,6	6,4
Murcia				
Caja de Ahorros de Murcia	6.696,9	5.995,7	701,2	11,7
Navarra				
C. A. y M. P. de Navarra	7.063,0	6.449,8	613,2	9,5
País Vasco	24.442,3	23.832,9	609,5	2,6
Bilbao Bizkaia Kutxa - BBK	12.138,9	11.999,4	139,5	1,2
C. A. y M. P. de Guipúzkoa y San Sebastián - Kutxa	8.420,3	8.062,5	357,8	4,4
Caja de Ahorros de Vitoria y Álava - Vital	3.883,1	3.770,9	112,1	3,0
Total Grupos de Cajas de Ahorros (3)	425.564,0	391.923,2	33.640,8	8,6

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

(2) Excepto en el caso de C. A. y M. P. del C. C. O. de Burgos, Caja Provincial de Jaén, Caja de Ahorros Comarcal de Manlleu, C. A. y M. P. de Ontinyent, Caja de Ahorros de Pollença «Colonya» y C. A. y M. P. de Segovia, que no tienen grupo consolidado.

(3) Incluye saldos CECA.

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

PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

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

INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica

MONTHLY REPORT

Versión inglesa del Informe Mensual

ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2003

Estadísticas municipales, provinciales y autonómicas

COLECCIÓN ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 1 - ESTUDIO DE LA OCDE SOBRE EL EMPLEO (Agotado)
 - 2 - LA DEFENSA DE LA COMPETENCIA EN ESPAÑA Y EN EUROPA (Agotado)
 - 3 - ÉTICA Y PROGRESO ECONÓMICO (Agotado)
James M. Buchanan
 - 4 - LA REFORMA DEL SISTEMA PÚBLICO DE PENSIONES EN ESPAÑA (Agotado)
José A. Herce y Víctor 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 Ariztegui, Robert N. McCauley, Blas Calzada, Francisco de Oña, Ignacio Ezquiaga y León Benelbas
 - 15 - LA CULTURA DE LA ESTABILIDAD Y EL CONSENSO DE WASHINGTON
Manuel Guitián y Joaquim Muns (directores), Antonio Argandoña, Miguel A. Fernández Ordóñez, Paul Krugman y John Williamson
 - 16 - EL SECTOR BANCARIO EUROPEO: PANORAMA Y TENDENCIAS (2ª parte)
Josep M. Liso (director), Teresa Balaguer y Montserrat Soler
 - 17 - LA MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA
Javier Ruiz-Castillo, Eduardo Ley y Mario Izquierdo
 - 18 - LA ECONOMÍA DEL ARTE (Agotado)
Bruno Frey
 - 19 - LA REFORMA DE LAS PENSIONES ANTE LA REVISIÓN DEL PACTO DE TOLEDO
José A. Herce y Javier Alonso Meseguer
 - 20 - LA AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA AL ESTE DE EUROPA
 - 21 - DEL REAL AL EURO. UNA HISTORIA DE LA PESETA (Agotado)
José Luis García Delgado y José María Serrano Sanz (directores)
 - 22 - CÓMO TRATAR CON BRUSELAS. EL LOBBY EN LA UNIÓN EUROPEA
Robin Pedler
 - 23 - CRECIMIENTO Y EMPLEO EN LAS EMPRESAS INDUSTRIALES
Ángel Hermosilla y Natalia Ortega
 - 24 - LA REGULACIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL: DEL GATT A LA OMC (Agotado)
Montserrat Millet
 - 25 - QUIEBRAS Y SUSPENSIONES DE PAGOS: CLAVES PARA LA REFORMA CONCURSAL
Fernando Cerdá e Ignacio Sancho
 - 26 - EL EURO: BALANCE DE LOS TRES PRIMEROS AÑOS
Joan Elias (director), Pere Miret, Àlex Ruiz y Valentí Sabaté
 - 27 - LA AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA. EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
Carmela Martín, José Antonio Herce, Simón Sosvilla-Rivero y Francisco J. Velázquez
Versión inglesa: EUROPEAN UNION ENLARGEMENT. EFFECTS ON THE SPANISH ECONOMY (Agotado)
 - 28 - INTERNET: SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS
Fèlix Badia
 - 29 - EL GOBIERNO DE LA EMPRESA
Vicente Salas Fumás
 - 30 - LA BANCA EN LATINOAMÉRICA. REFORMAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS
Josep M. Liso, Montserrat Soler, Montserrat Manero y María Pilar Buil
 - 31 - LOS NUEVOS INSTRUMENTOS DE LA GESTIÓN PÚBLICA
Guillem López Casanovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza e Ivan Planas Miret
-