

# INFORME MENSUAL

FEBRERO 2004

N.º 266 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
  - 15 Alemania
  - 17 Francia
  - 17 Italia
  - 18 Reino Unido
- 20 Mercados financieros**
  - 20 Tipos de interés y de cambio
  - 30 Mercado de capitales
- 38 Coyuntura española**
  - 38 Actividad económica
  - 44 Mercado de trabajo
  - 49 Precios
  - 57 Sector exterior
  - 61 Ahorro y financiación
- 68 Estudios especiales**
  - 68 Transporte aéreo**

Estados Unidos: hacia una recuperación sostenida  
**Los indicadores siguen reflejando un sólido crecimiento de la actividad sin tensiones inflacionistas.** Pág. 6

La subida del euro provoca inquietud en la eurozona  
**La fortaleza de la moneda europea resta competitividad a las exportaciones.** Pág. 12

Modesto aumento del paro registrado en 2003  
**Las oficinas de empleo registraron 23.400 nuevos parados a lo largo del pasado año.** Pág. 46

La inflación acaba el año en un moderado 2,6%  
**El IPC registra el incremento más bajo de los últimos cinco años.** Pág. 49

Acentuado aumento del déficit corriente  
**En los diez primeros meses de 2003, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente aumentó más de un 60%.** Pág. 58

## ESTUDIOS ESPECIALES

**Transporte aéreo: remontando la crisis de 2001**  
**El bajón de la actividad derivado de los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 comienza a superarse.** Pág. 68

Servicio de Estudios

# Previsiones

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

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

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

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

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

Empleados	24.338
Oficinas	4.735
Terminales de autoservicio	6.939

FUNDACIÓN " la Caixa"

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

## INFORME MENSUAL

Febrero 2004

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Servicio de Estudios

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

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

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

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



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

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

## PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2004

A lo largo de 2003 se fueron consolidando las expectativas de reactivación de la economía internacional. Las previsiones relativas a 2004 apuntan a la continuación del patrón de comportamiento registrado hasta ahora. Es decir, Estados Unidos se erige de nuevo en locomotora de la economía mundial, gracias al robusto consumo de las familias y a la mejora de la inversión. **El crecimiento de la economía estadounidense estimamos que superará el 4%** sin que aparezcan tensiones inflacionistas gracias al crecimiento de la productividad y a la apertura de la economía. Los fuertes desequilibrios del sector exterior y público siguen siendo las principales amenazas a medio plazo, aunque difícilmente se cobrarán un peaje en el crecimiento norteamericano antes de 2005.

El dinamismo americano contrasta con el **tibio despegue económico** de la zona del euro. Aunque la recuperación continuará gracias al efecto de un entorno mundial más propicio y a la reactivación de la demanda interna, se prevé un crecimiento de sólo el 1,7% en 2004. Incluso este modesto resultado puede corregirse a la baja si la apreciación del euro va más allá de lo que puede admitir la capacidad competitiva de la industria europea. También será necesario que la demanda interna, en especial el consumo, confirme las esperanzas de recuperación. En cambio, las expectativas inflacionistas han mejorado, esperándose que la tasa interanual de los precios armonizados se sitúe por debajo del 2% en los próximos meses.

En este marco, la Reserva Federal de Estados Unidos probablemente va a optar por **mantener su tipo de interés oficial** en el 1%. Más adelante, hacia mediados del año, podría proceder a una subida moderada, una vez se confirme la solidez de la actual recuperación. En cuanto al Banco Central Europeo, tampoco se esperan movimientos en los próximos meses, siempre y cuando se cumplan las expectativas de reactivación, puesto que en otro caso no se descarta un ligero recorte. La actual fortaleza de tipo de cambio del euro ha despertado asimismo temores de una próxima reducción. Por lo que se refiere a los tipos de interés a largo plazo, en los próximos meses oscilarán en torno a los niveles actuales y más tarde emprenderán una suave tendencia alcista. Respecto a los mercados de divisas, va a continuar la presión depreciadora contra el dólar por algún tiempo, por lo que el euro posiblemente marque nuevos máximos frente a la moneda norteamericana.

En cuanto a la economía española, en los inicios de 2004 no han variado sustancialmente las tendencias observadas en meses anteriores. **La demanda interna continúa siendo el principal motor del crecimiento**, gracias al renovado dinamismo de la construcción y al avance sostenido del consumo. En un contexto internacional progresivamente más favorable, que aportará un nuevo impulso a las exportaciones, el crecimiento del producto interior bruto en 2004 se acercará al 3%. Este escenario permitirá que el empleo siga creciendo a un ritmo moderado y que la tasa de paro se reduzca ligeramente. La disminución de la tasa de inflación en diciembre por encima de las expectativas iniciales ha respondido, en parte, a la caída de los precios de las importaciones, asociada a la fortaleza del euro; si las circunstancias no cambian, el ejercicio actual podría cerrarse con un aumento de los precios inferior al 2,5%. Asimismo, se mantendría el equilibrio de las cuentas públicas sin excesivos problemas.

26 de enero de 2004

---

# LA SITUACIÓN ECONÓMICA

## Estados Unidos y Asia tiran de la economía mundial

***Los indicadores reafirman las señales de recuperación, si bien persisten las dudas sobre la sostenibilidad de la misma.***

El año 2004 se inicia con el convencimiento de que la economía internacional se encuentra en fase de recuperación. Ciertamente, subsisten las dudas sobre si esta recuperación será sostenida en el largo plazo, y hasta qué punto los desequilibrios existentes la pueden frustrar antes de tiempo. Pero el flujo de indicadores que se va conociendo apunta a una indiscutible y sólida mejora del tono de las principales economías, especialmente por lo que se refiere a Estados Unidos y a los principales países asiáticos. Los mercados financieros recogen este sentimiento con avances notables en las bolsas, en un entorno de baja inflación, tipos de interés en mínimos y política monetaria laxa.

***La economía de Estados Unidos recibe el impulso del recorte de los tipos de interés, de la rebaja fiscal y, ahora, de la caída del dólar...***

Es de nuevo la economía de Estados Unidos la que tira de la recuperación mundial. A los dos grandes estímulos de política económica aplicados hasta ahora –recorte de tipos de interés y rebajas fiscales– se ha unido en los últimos meses la depreciación del dólar, con lo que la continuidad de los buenos datos de crecimiento parece de momento asegurada. El consumo de las familias americanas se mantiene en niveles elevados, con la perspectiva de continuidad que proporciona la subida del índice de confianza del consumidor en el cuarto trimestre. La inversión empresarial también apunta hacia arriba, ante la consolidación de la mejora de la industria manufacturera y la continuidad del repunte en el sector de la construcción.

***...pero no consigue crear empleo ni aparecen señales de inflación...***

Mientras la economía americana va acelerando su ritmo de crecimiento, llama la atención la total ausencia de tensiones inflacionistas y la falta de avances en el mercado de trabajo. Así, el índice de precios de consumo (IPC) correspondiente a diciembre presentaba una subida interanual del 1,9%, pero excluyendo alimentación y energía, los componentes más volátiles, la tasa bajaba hasta el 1,1%, el punto más bajo en 40 años. Por su parte, el mercado laboral sigue sin crear empleo, pese a que en diciembre la tasa de paro sobre la población activa se redujo en dos décimas porcentuales, hasta el 5,7%.

***...debido al extraordinario avance de la productividad.***

La explicación al crecimiento sin inflación y sin apenas creación de empleo es el extraordinario avance en términos de productividad de la economía de Estados Unidos. Un proceso forzado por la apertura a las importaciones de países muy competitivos en coste de mano de obra, lo que obliga a las empresas a mantener precios y a contener los costes laborales al máximo a través de la mejora de la eficiencia productiva. Este fenómeno está íntimamente ligado al creciente peso en la economía y el comercio internacional de China e India, los dos gigantes demográficos mundiales.

***El otro foco de la recuperación es Asia, con China a la cabeza y Japón saliendo de su estancamiento.***

El caso de China es el más impactante, puesto que en poco tiempo se ha convertido en el cuarto exportador mundial y en el primer receptor de inversión extranjera. En 2003, su crecimiento fue del 9,1%, el mejor dato en seis años, pese al impacto causado por la crisis de la neumonía atípica en el segundo trimestre del año. La vitalidad china se irradia por el continente asiático y en parte explica la recuperación que está experimentando la economía japonesa, tributaria del tirón de las exportaciones y de la mejora del superávit comercial. En el ámbito interno, la inversión empresarial de Japón registra unos meses claramente expansivos mientras que el consumo encara una fase menos deprimida, que de todas formas no consigue evitar la continuidad de la deflación (el IPC cayó un 0,5% interanual en noviembre).

***La economía europea sigue plana, con escasas señales de recuperación...***

De nuevo hay que contraponer la favorable marcha de las economías norteamericana y asiática a la de las principales economías de Europa continental. Los primeros datos de avance del producto interior bruto (PIB) de Alemania en 2003 señalan un retroceso del 0,1%, lo cual representa el peor ejercicio desde el año 1993. Francia e Italia no exhiben unos resultados sensiblemente mejores. La zona del euro, en definitiva, muestra mayores resistencias de lo previsto para salir del estancamiento y encarar decididamente la recuperación.

***...que ahora se ven enturbiadas por los efectos de la apreciación del euro sobre la competitividad exterior.***

En el cuarto trimestre de 2003, los indicadores de actividad de la zona del euro muestran la dificultad del consumo privado para recuperar su ritmo, si bien la actividad inversora de las empresas presenta un mejor tono. Esta recuperación de la inversión empresarial está vinculada al mejor momento de la demanda internacional. El problema surge con la apreciación del euro frente al dólar, que está comenzando a afectar negativamente el crecimiento de las exportaciones y laminando el superávit comercial.

***El temor a un mayor recorrido de apreciación del euro...***

La fortaleza del euro constituye un elemento de inquietud para la economía de la zona. Frente al dólar cerró 2003 cotizando a 1,26 unidades, con una apreciación anual del 20,4%. En los primeros días del nuevo año el euro continuó subiendo hasta alcanzar un máximo histórico de 1,28 dólares el día 12 de enero. El temor a un mayor recorrido de apreciación de la moneda única no se ha extinguido, ante la complacencia mostrada por las autoridades económicas estadounidenses por la trayectoria del dólar y dadas las dificultades para adoptar una política cambiaria clara en la zona del euro.

***...desata expectativas de recortes de tipos de interés por parte del BCE, mientras que las bolsas siguen subiendo.***

Esta situación ha desencadenado expectativas de recorte de los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE), como medida para frenar la apreciación del euro. En cualquier caso, los tipos de interés a corto plazo, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, siguen oscilando en torno a los mínimos históricos marcados por los últimos recortes de junio de 2003 de las autoridades monetarias. La perspectiva de mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos ha favorecido la entrada de inversores en las bolsas, donde la publicación de resultados empresariales generalmente positivos ha conseguido prolongar la fase de subidas de los últimos meses de 2003.

## Economía española: empeora el desequilibrio exterior

***La economía española se aparta de la tónica de estancamiento europeo y crece por encima del 2%.***

La economía española se aparta del guión de estancamiento y resistencia a la recuperación de la mayor parte de sus socios de la zona del euro y sigue presentando unos resultados favorables. Los indicadores relativos al cuarto trimestre de 2003 apuntan al mantenimiento del dinamismo del consumo y la construcción, los dos pilares sobre los que se asienta el crecimiento actual. Se estima un avance del producto interior bruto próximo al 2,4% para el conjunto del año, frente al escaso 0,5% de la eurozona.

***La producción industrial está frenada por las importaciones, pero la construcción y los servicios siguen boyantes.***

Cabe señalar la débil trayectoria del sector industrial especialmente en lo que se refiere a la producción de manufacturas de consumo (crecimiento del 0,3% en los once primeros meses de 2003), sujetas a una fuerte presión de la competencia exterior que se manifiesta en un intenso crecimiento de las importaciones de estos productos (9,9% en volumen de enero a octubre). La construcción, por su parte, manifiesta un tono notablemente expansivo en sus indicadores, tanto en vivienda como en obra pública. En los servicios, se aprecia globalmente una trayectoria favorable, sobre todo en los sectores de comercio, transporte, telecomunicaciones y servicios a empresas. En cambio, por lo que se refiere al turismo, el balance es más bien discreto.

***Por el lado de la demanda, el consumo se mantiene fuerte y la inversión sube.***

Por el lado de la demanda, el consumo continúa registrando un avance sostenido. El índice del comercio minorista y, sobre todo, las ventas de turismos reafirman la tónica favorable, que se complementa con una gradual mejora del índice de confianza de los consumidores. La inversión, por su parte, apunta hacia arriba, con crecimientos de las importaciones de maquinaria y equipo, de la producción interior y de las matriculaciones de vehículos industriales.

***Favorables resultados en términos de inflación...***

Otra nota positiva la constituyen los favorables resultados del IPC. Su aumento interanual en diciembre de 2003 fue del 2,6%, una cifra que supera ampliamente el objetivo oficial del 2,0%, pero que representa un notable avance desde el 4,0% alcanzado en diciembre de 2002. A esta mejora han contribuido diversos elementos, como la revalorización del euro, la cual ha permitido la moderación del coste del petróleo importado, y el retroceso de los precios de la electrónica y audiovisual de consumo. El componente de textil y confección también ha contribuido a la moderación, debido a la corriente de importaciones a bajo precio a que se ve sometido el sector.

***...pero rápido deterioro de la balanza de pagos debido a la apreciación del euro y a las importaciones de países con costes laborales bajos.***

Esta presión de las importaciones a precios muy competitivos se debe tanto a la apreciación del euro como a la progresiva penetración de las producciones de países con costes laborales muy bajos. El lado negativo de la moneda está en el rápido deterioro de la balanza de pagos y en las duras presiones que sufren los productores internos. El déficit comercial alcanza máximos históricos mes a mes y la balanza corriente presentaba en enero-octubre de 2003 un déficit superior en un 61% al alcanzado en el mismo periodo del año anterior. El resultado es una ampliación considerable de la necesidad de financiación exterior de la economía española.

## CRONOLOGÍA

### 2003

- enero 1** Entra en vigor la Ley de **reforma del IRPF**, que supone un descenso de la presión fiscal individual (BOE 19-12-02).  
Culmina la **liberalización de los mercados energéticos** con la posibilidad de que los hogares y las pymes elijan suministrador de electricidad y gas.
- marzo 6** El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta 33,6 dólares por barril, el nivel máximo desde octubre del año 2000.
- 20** Estados Unidos y sus aliados empiezan la **guerra contra Irak** para derrocar el régimen de 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**.

### 2004

- enero 1** Entran en vigor los **Presupuestos Generales del Estado para 2004** (BOE 31-12-03).
- 12** El **euro** cotiza a 1,283 dólares, el valor máximo desde el lanzamiento de la moneda única a principios de 1999.
- 21** El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** anota un máximo anual (10.623,6) con un alza del 1,6% en relación con el final del año 2003.
- 23** El índice de la **bolsa española** IBEX 35 marca un máximo anual (8.114,5) con una ganancia acumulada del 4,9% sobre el final de diciembre de 2003.

## AGENDA

### 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).

### Marzo 2004

- 4** Reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 5** Índice de producción industrial (enero).
- 11** Índice de precios de consumo (febrero).
- 14** Elecciones generales.
- 16** Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- 17** Índice de precios de consumo armonizados de la Unión Europea (enero).
- 18** Encuesta trimestral de costes laborales (cuarto trimestre). Encuesta continua de presupuestos familiares (cuarto trimestre).
- 25** Índice de precios industriales (febrero).



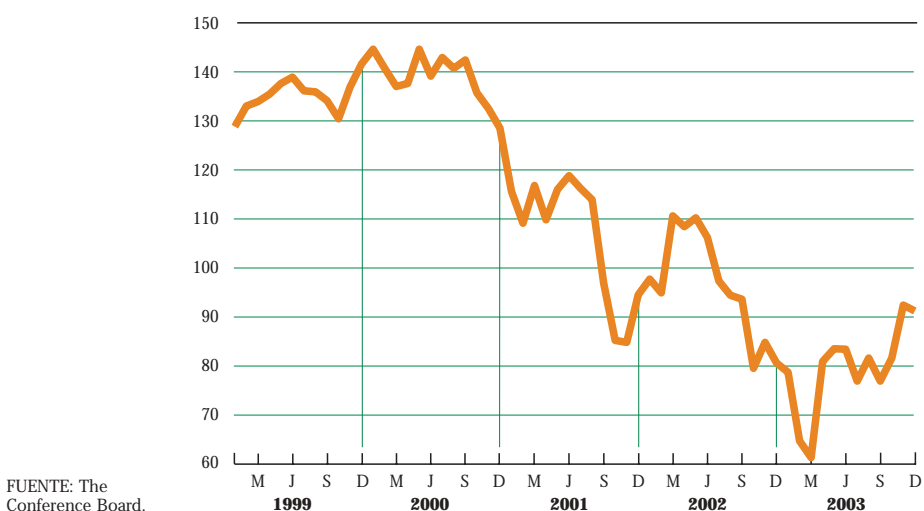
## Estados Unidos: hacia una recuperación sostenida

**Estados Unidos mantiene un fuerte ritmo de actividad en el cuarto trimestre de la mano del consumo...**

El empuje del consumo privado, la reactivación inversora y el firme comportamiento de la construcción sostienen el fuerte ritmo de actividad norteamericano en el final de 2003. Por lo que se refiere al gasto de los hogares, puntal de la actual recuperación, las ventas al por menor cerraron el año con un crecimiento del 6,7% interanual en diciembre, cinco décimas porcentuales mayor que el de por sí dinámico tercer trimestre. La notable alza de la confianza del consumidor en el cuarto trimestre, de casi 10 puntos respecto al trimestre anterior, apunta al mantenimiento del consumo en los primeros meses de 2004.

### LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR GANA TERRENO EN ESTADOS UNIDOS

Valor absoluto del índice de confianza del consumidor



FUENTE: The Conference Board.

**...y de la recuperación de la inversión empresarial.**

Otros dos componentes de la demanda interna que están contribuyendo a cimentar el crecimiento son la recuperación de la inversión empresarial y, a pesar de cierta desaceleración, la elevada demanda de construcción. Así, y por lo que se refiere a la primera, el grupo de bienes de equipo de la producción industrial alcanzó en diciembre un aumento interanual del 3,5%, su mejor registro desde enero de 2001. Por su parte, la venta de viviendas unifamiliares, indicador clave de demanda del sector, mantuvo en la media de octubre y noviembre un incremento interanual del 8,1%. Aunque este ritmo de crecimiento es inferior al anotado en los trimestres segundo y tercero, cabe entender que los ritmos precedentes, del orden del 14%-15% interanual, debían frenarse.

## 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	Diciembre
PIB	0,5	2,2	2,8	2,1	2,4	3,6	-	...	-
Ventas al por menor	2,9	3,0	1,9	4,5	4,8	6,2	6,6	7,3	6,7
Venta de viviendas unifamiliares	3,1	7,7	10,9	7,7	15,0	14,1	10,3	5,9	...
Confianza del consumidor (*)	106,6	96,6	81,7	68,3	82,7	78,6	81,7	92,5	91,3
Producción industrial	-3,4	-0,6	1,3	1,1	-1,0	-0,4	0,8	1,7	2,3
Índice actividad industrial (ISM) (*)	43,9	52,4	51,8	50,2	48,2	53,4	57,0	62,8	66,2
Tasa de paro (**)	4,8	5,8	5,9	5,8	6,1	6,1	6,0	5,9	5,7
Precios de consumo	2,8	1,6	2,2	2,9	2,2	2,2	2,0	1,8	1,9
Balanza comercial (***)	-36,1	-35,6	-37,8	-40,7	-42,5	-43,7	-44,6	-44,6	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

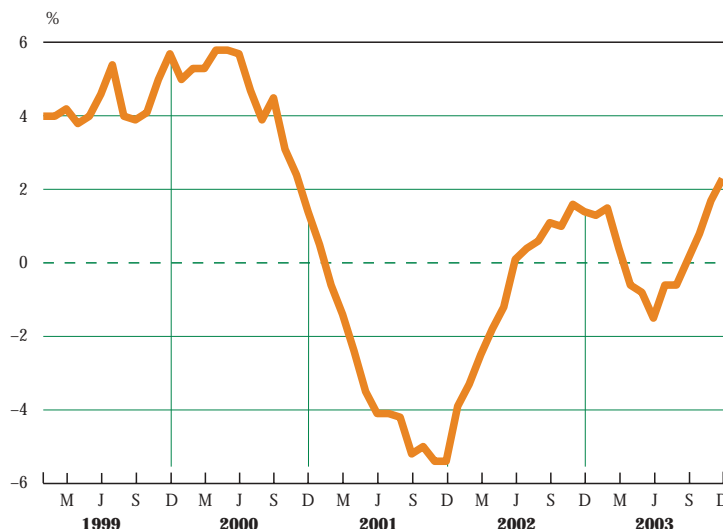
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

**Por el lado de la oferta, destacan el avance de la construcción y la clara reactivación industrial.**

De hecho, los indicadores de oferta del sector de la construcción han seguido repuntando en el cuarto trimestre, lo que matiza la tendencia anterior. Otros indicadores sectoriales apuntan a que la industria está consolidando definitivamente su reactivación. La producción industrial sumó en diciembre su sexto avance mensual en tasa interanual consecutivo, alcanzando el 2,3% interanual. El índice de actividad manufacturera del Institute of Supply Management (ISM) se aupó al nivel de los 66,2 puntos en diciembre, situándose en su máximo desde diciembre de 1983. Por el contrario, los servicios parecen encarar una fase de consolidación, sin producirse avances adicionales de calado. Así, tras situarse en el nivel de los 64,5 puntos en el promedio del tercer trimestre, el índice ISM no manufacturero se ha deslizado hasta los 58,6 puntos en diciembre, un valor, con todo, superior al registrado en el primer semestre del año.

### LA INDUSTRIA RECUPERA EL TONO EN ESTADOS UNIDOS

Variación interanual del índice de producción industrial



FUENTE: Reserva Federal.

***La energía sitúa a los precios de consumo al 1,9% en diciembre.***

La aceleración de la actividad no está repercutiendo hasta la fecha en los precios. El avance registrado por el índice de precios de consumo (IPC) en diciembre, una décima porcentual en tasa interanual, hasta el 1,9%, se debió principalmente al componente energético. Descontada la energía y los alimentos, la tasa resultante se mantuvo en el 1,1% interanual por segundo mes consecutivo, en lo que representa su mínimo en más de 40 años.

***En diciembre, el mercado de trabajo sigue mejorando, aunque a un ritmo lento: la tasa de paro disminuye al 5,7% y el empleo reduce su caída interanual.***

El mercado laboral, por su parte, sigue encarando una lenta recuperación, menos dinámica que en ciclos alcistas anteriores pero lógica en el contexto del fuerte crecimiento de la productividad (5,0% interanual en el tercer trimestre). La tasa de paro se redujo en dos décimas porcentuales en diciembre, hasta el 5,7%, con lo que ya son tres meses consecutivos de descenso de dicha tasa. Por lo que se refiere a la ocupación, el mes de diciembre registró un retroceso interanual de una décima porcentual, a comparar con el descenso interanual del 0,2% de noviembre. Por sectores, las manufacturas siguen destruyendo empleo con relación a un año antes (aunque en menor medida que en meses anteriores) y la ocupación del sector servicios vuelve a acelerar su ritmo, hasta el 0,3% interanual.

***El fuerte tirón exportador favorece la estabilización del déficit comercial.***

El sector exterior empieza a registrar la combinación de un entorno exterior más dinámico y un nivel del tipo de cambio más propicio. El avance de las exportaciones en los últimos meses ha sido notable. En noviembre, las ventas al exterior crecieron un 9,3% en tasa interanual, un ritmo no alcanzado desde octubre de 2000. Este empuje exportador ha permitido que, a pesar de que las importaciones también crecen con vigor (aumento interanual del 5,8%), el déficit comercial de Estados Unidos, en saldo acumulado de 12 meses en media mensual, no haya crecido en noviembre, repitiendo en los 44.600 millones de dólares.

### Japón: la economía consolida su mejora

***Japón cierra el año confirmando su recuperación, con la inversión en franco ascenso y el consumo menos hundido que en meses anteriores.***

En el cuarto trimestre de 2003 la economía nipona parece estar consolidando su recuperación económica. En la mayoría de frentes los últimos indicadores de actividad conocidos apuntan a que el ritmo de actividad se mantiene o mejora. Así, la inversión empresarial afronta unos meses claramente expansivos, a tenor del crecimiento sostenido de los pedidos de maquinaria (aumento del 14,0% interanual en noviembre). También el consumo privado parece encarar una fase menos deprimida. Aunque está lejos de repuntar con vigor, el sentido de los indicadores es a cierta recuperación. Las ventas al por menor cayeron en octubre y noviembre un 1,5% interanual, frente al descenso interanual del 2,3% del tercer trimestre, y en la misma línea apunta la aceleración del componente de bienes de consumo de la producción industrial, que alcanzaba un incremento del 2,0% interanual en noviembre (1,2% interanual en octubre).

***La producción industrial se acelera al 5,3% en noviembre.***

Por el lado de la oferta destaca el fuerte impulso de la actividad secundaria. Muy favorecida por la actividad exportadora, la producción industrial creció en noviembre un 5,3% interanual, un registro no alcanzado desde enero de 2003. Menos boyantes, aunque todavía en niveles de crecimiento, se muestran los servicios. El indicador de actividad terciaria del Ministerio de Economía, Comercio Exterior e Industria aumentó en el ter-

cer trimestre un 0,7% interanual, no excesivamente por debajo del registro del segundo trimestre (incremento interanual del 0,9%).

## 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	Diciembre
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	-3,2	...
Producción industrial	-6,6	-1,3	6,0	5,5	1,7	1,3	3,8	5,3	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (*)	-22,3	-23,8	-15,0	-13,0	-7,0	-3,0	-	8,0	-
Viviendas iniciadas	-4,6	-1,9	-2,8	-2,1	2,2	-0,6	1,0	-0,3	...
Tasa de paro (**)	5,0	5,4	5,4	5,4	5,4	5,2	5,2	5,2	...
Precios de consumo	-0,7	-1,0	-0,5	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,5	...
Balanza comercial (***)	8,1	8,2	9,6	9,9	9,6	9,5	9,8	10,0	10,3

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

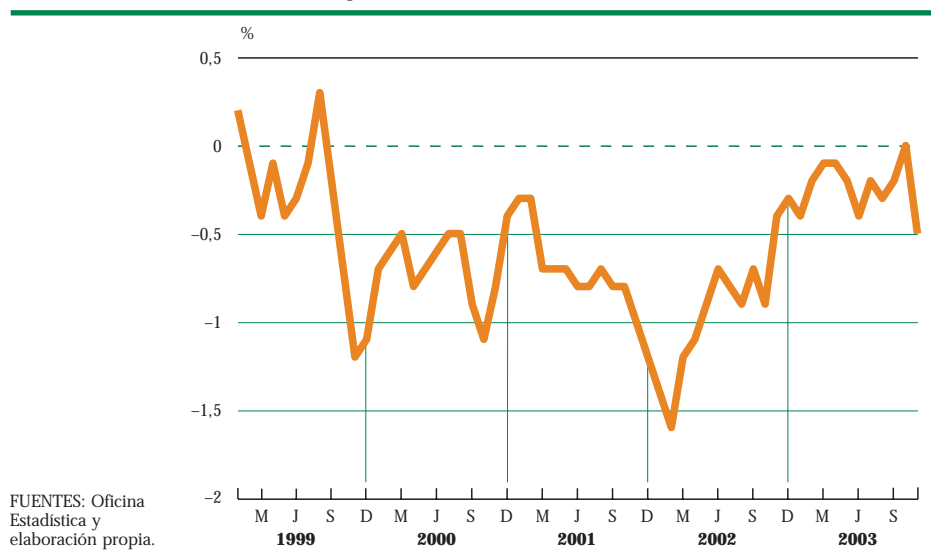
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

**El principal impulso económico procede de la demanda externa, que sigue mejorando hasta noviembre.**

La recuperación nipona es, en cualquier caso, tributaria del favorecedor entorno internacional. El tirón exportador del tercer trimestre, en el cual las ventas al exterior se acercaron al 8% interanual, se ha prolongado al último trimestre de 2003, aunque a un ritmo más atemperado, del orden del 4%. Las importaciones, por su parte, se han mostrado mucho más contenidas (en caída del 0,6% interanual en el cuarto trimestre). Como resultado, el superávit comercial acumulado de 12 meses se ha situado, en diciembre, en los 10,3 billones de yenes (9,5 billones de yenes en el tercer trimestre).

## NUEVO AGRAVAMIENTO DE LA DEFLACIÓN EN JAPÓN

Variación interanual del índice de precios de consumo



**El IPC vuelve a caer en noviembre, situándose un 0,5% por debajo de un año antes.**

En ese mismo mes de noviembre los precios de consumo volvieron a retroceder en tasa interanual. Tras abandonar la zona de la deflación en octubre debido a factores puntuales (aumento de impuesto sobre el tabaco y del coste de ciertos servicios sanitarios), al mes siguiente el IPC cayó un 0,5% interanual. Por su parte, la tasa de paro de noviembre se mantuvo invariada en el 5,2%.

### Materias primas: precios al alza

**El petróleo se encarama por encima de los 30 dólares en enero debido al empuje de la demanda y al bajo nivel de existencias.**

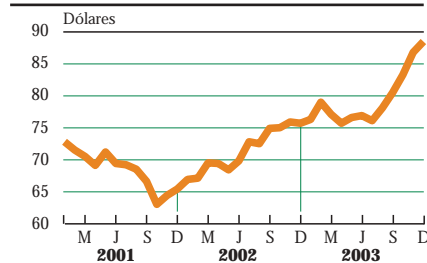
Tras oscilar entre los 29 y 30 dólares durante el mes de diciembre de 2003, a partir de principios de enero el precio del barril calidad Brent se instaló por encima de dicha cota de los 30 dólares, situación que sólo abandonó puntualmente el día 15 de enero. Los máximos del mes se anotaron los días 12 y 20 de enero, cuando el barril cotizó a 31,36 dólares. A pesar de que la oferta real de los productores enmarcados en la Organización de Países Exportadores de Petróleo superó durante diciembre el límite oficial de 24,5 millones de barriles por día en aproximadamente un millón

### EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS

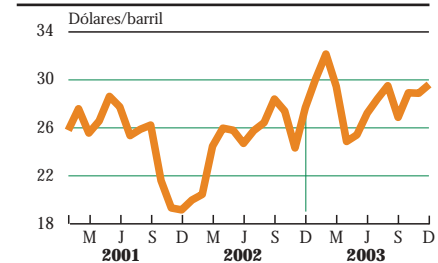
Medias mensuales

**Fuerte tensionamiento de las materias primas...**

**ÍNDICE «THE ECONOMIST»**

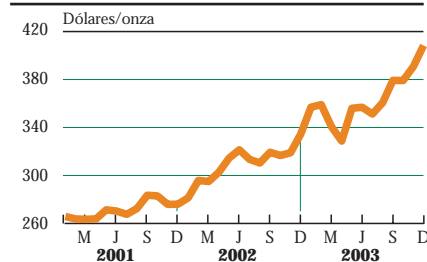


**PETRÓLEO BRENT**

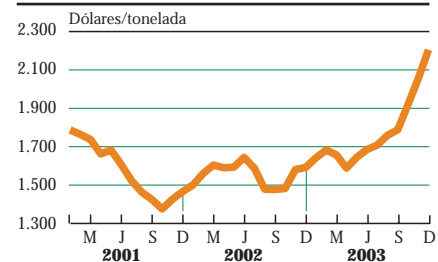


**...liderado por los metales...**

**ORO**

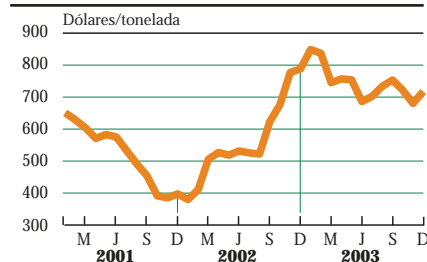


**COBRE**

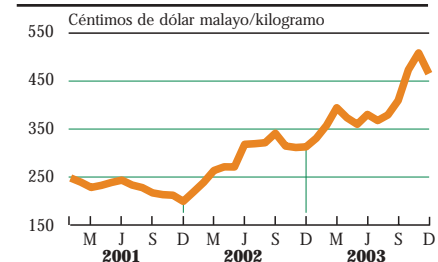


**...y las agrícolas no alimentarias.**

**CAFÉ**



**CAUCHO**



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

y medio de barriles, una demanda mundial en aumento y un nivel de existencias comparativamente reducido están presionando los precios al alza.

**En conjunto, las materias primas están en enero un 20% más caras que un año antes (en dólares).**

Igualmente, las restantes materias primas están enfilando una senda de notable crecimiento desde el inicio del cuarto trimestre de 2003. El índice «The Economist» de materias primas en dólares pasó de crecer un 16,9% en diciembre a hacerlo al 20,2% en las tres primeras semanas de enero. De forma similar, expresado en euros el índice subió un 0,6% interanual hasta el 23 de enero frente al descenso interanual del 4% de diciembre. Esta evolución es debida fundamentalmente al incremento de las materias primas industriales y, entre ellas, los metales. Concretamente, son significativos los aumentos del platino, níquel, aluminio y oro.

## PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

	2001	2002	2002		2003					
			IV	I	II	III	IV	Octubre	Noviembre	Diciembre
<b>Índice «The Economist» en dólares (*)</b>										
General	-6,4	4,4	17,6	14,1	10,4	6,5	14,2	11,1	14,3	16,9
Alimentarias	-3,7	7,4	19,2	15,4	12,7	0,8	7,7	3,5	8,4	11,5
Industriales	-10,0	0,3	15,3	12,3	7,2	15,1	24,1	23,3	23,8	25,2
<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>22,6</i>	<i>23,8</i>	<i>24,5</i>	<i>19,6</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>25,2</i>	<i>22,8</i>	<i>22,9</i>	<i>29,8</i>
<b>Índice «The Economist» en euros (*)</b>										
	-3,5	-0,8	6,1	-6,7	-11,0	-6,9	-4,3	-6,9	-1,7	-3,9
<b>Petróleo (**)</b>										
Dólares/barril	24,9	25,1	26,5	30,5	25,8	28,2	29,1	28,9	28,8	29,6
Tasa de variación	-12,4	0,8	32,2	41,4	1,1	5,3	10,0	5,6	18,8	7,0
<b>Oro</b>										
Dólares/onza	271,2	310,4	323,4	352,2	347,0	363,5	392,7	379,0	390,6	408,2
Tasa de variación	-2,9	14,5	16,1	21,3	11,0	15,6	21,4	19,7	22,5	22,0

NOTAS: (\*) Tasa de variación interanual.

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

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

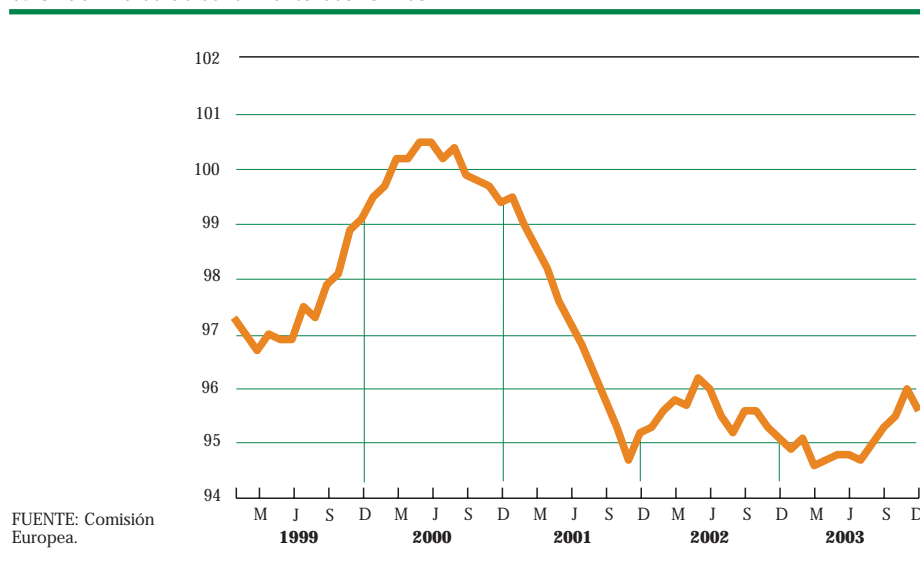
## La subida del euro provoca inquietud en la eurozona

**La recuperación en la zona del euro avanza moderadamente, a pesar de cierta ralentización en el final de 2003...**

La zona del euro concluyó 2003 con señales de recuperación económica muy débiles. A pesar de que en el mes de diciembre el clima económico empeoró de forma inesperada, en su conjunto el cuarto trimestre representó una incipiente consolidación de la reactivación registrada en el trimestre anterior. Esta tendencia debería mantenerse en la primera mitad de 2004. En este sentido apuntan las previsiones de la Comisión Europea, que descartan caídas del producto interior bruto (PIB) en los trimestres primero y segundo del presente año.

### RECUPERACIÓN FRÁGIL EN LA ZONA DEL EURO

Valor del índice de sentimiento económico



FUENTE: Comisión Europea.

**...reflejada en el descenso del sentimiento económico.**

Concretamente, el sentimiento económico de diciembre retrocedió hasta el nivel de los 95,6 puntos, cuatro décimas menos que en noviembre, pero por encima del promedio de 95,0 puntos del tercer trimestre. La leve pérdida de confianza de diciembre se debió fundamentalmente al empeoramiento de la confianza industrial (caída de dos puntos) y de los servicios (retroceso de un punto), toda vez que la confianza de los consumidores se mantuvo estable y la de la construcción se incrementó en un punto.

**En octubre, las ventas minoristas no crecen.**

Por lo que se refiere a los indicadores de actividad del cuarto trimestre cabe destacar la persistente dificultad que tiene el consumo privado para recuperar su ritmo. En octubre, las ventas al por menor ofrecieron un cre-

cimiento nulo en tasa interanual, un resultado que, a pesar de representar una mejora respecto al tercer trimestre, todavía se sitúa en niveles históricamente bajos. El escaso empuje de otros indicadores relacionados con el gasto de las familias (matriculaciones de automóviles, producción de bienes de consumo) confirma la atonía en este frente.

## ZONA DEL EURO: 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	Diciembre
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	-0,5	0,0	...	...
Confianza del consumidor (*)	-5	-11	-14	-19	-19	-17	-17	-16	-16
Producción industrial	0,5	-0,5	1,2	0,8	-0,7	0,0	1,4	1,2	...
Sentimiento económico (*)	97,0	95,6	95,3	94,9	94,8	95,0	95,5	96,0	95,6
Tasa de paro (**)	8,0	8,4	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	...
Precios de consumo	2,3	2,2	2,3	2,3	1,9	2,0	2,0	2,2	2,0
Balanza comercial (***)	18,4	84,2	99,3	93,2	83,0	79,3	78,9	74,8	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### **La inversión empresarial sigue recuperando terreno.**

Relativamente mejor es la evolución de la inversión empresarial. En noviembre, el componente de bienes de equipo de la producción industrial avanzó un 3,4% interanual. Este registro representó una notable recuperación respecto al descenso del 0,6% del promedio del tercer trimestre. La ampliación del grado de utilización de la capacidad productiva, del 80,7% del tercer trimestre al 81,2% del cuarto, confirma el mejor pulso inversor.

### **Preocupante deterioro exportador en octubre y noviembre.**

Esta recuperación de la actividad inversora de las empresas se puede vincular al mejor momento del sector exterior exhibido durante el tercer trimestre de 2003. Por ello es preocupante la inflexión a la baja de la demanda externa en los meses de octubre y noviembre. En dichos dos meses las exportaciones perdieron terreno (en promedio retrocedieron un 4,6% interanual), lo que combinado con una caída más limitada de las importaciones (descenso interanual del 2,6% en idéntico periodo), condujo a una nueva reducción del superávit comercial acumulado de 12 meses, hasta los 74.800 millones de euros, 4.500 millones por debajo de la media del tercer trimestre.

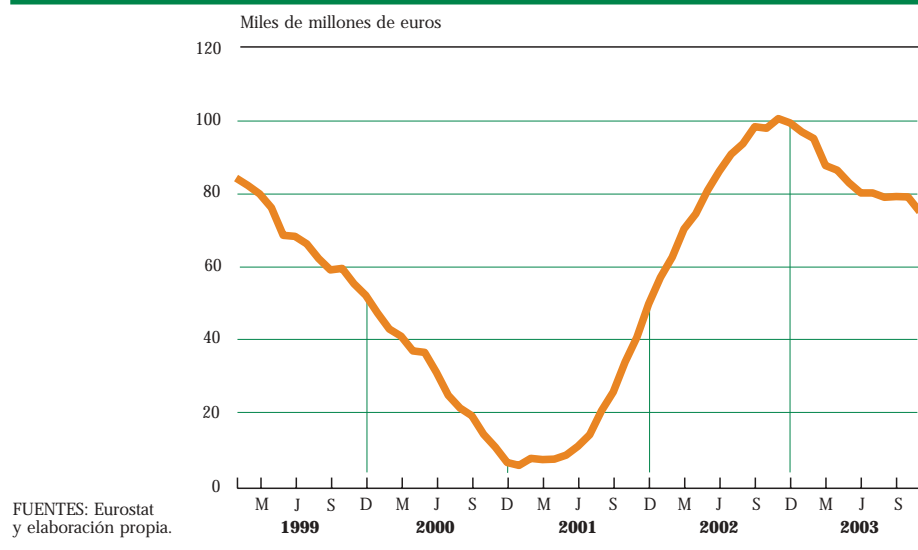
### **La producción industrial se desacelera hasta el 1,2% en noviembre.**

Los indicadores de oferta, por su parte, también han recogido la relativa ralentización del final de 2003. El más significativo de ellos, la producción industrial, se desaceleró del 1,4% de octubre al 1,2% de noviembre. Las perspectivas inmediatas del sector secundario no son excesivamente halagüeñas. Aunque la cartera de pedidos se mantuvo en noviembre y diciembre ligeramente por encima del nivel de octubre, los registros actuales son incluso inferiores a los del promedio de 2001, un año dominado por la debilidad económica.



## EL COMERCIO EXTERIOR DE LA EUROZONA SUFRE POR EL EURO

### Superávit comercial, saldo acumulado de doce meses

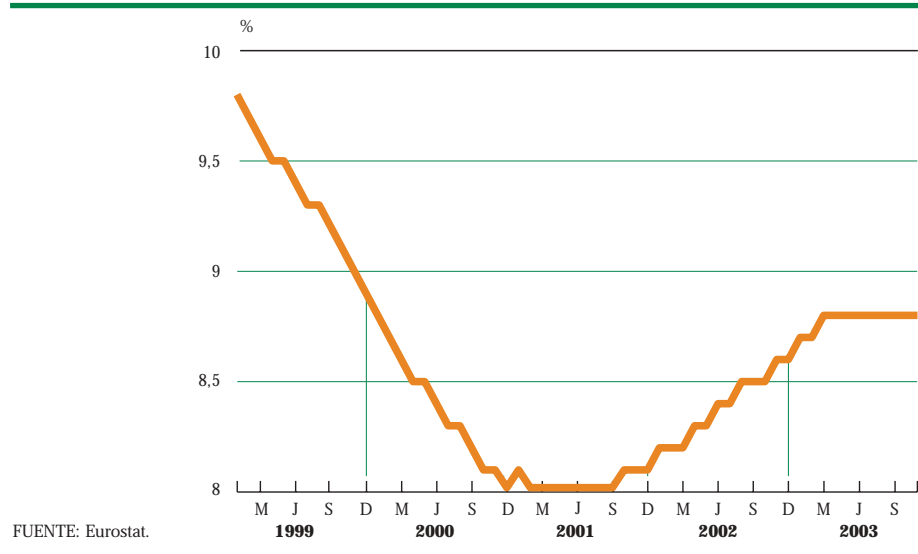


**Los precios de consumo, en el 2,0% en diciembre.**

En el frente de los precios el índice de precios de consumo (IPC) armonizado sigue encasquillado en niveles no inferiores al 2% interanual. En diciembre, el IPC armonizado creció un 2,0% interanual, dos décimas porcentuales menos que en noviembre. Los principales responsables de la desaceleración fueron la energía, la alimentación y ciertos servicios. Por el contrario, contribuyó al alza la aceleración del componente de alcohol y tabaco.

## EL PARO SE ESTABILIZA EN LA ZONA DEL EURO

### Tasa de paro sobre población activa



**La tasa de paro se mantiene en el 8,8% por noveno mes consecutivo.**

Ante el escaso empuje de la demanda interna el mercado laboral se muestra falto de tono. En noviembre, la tasa de paro repitió en el 8,8% de la población activa, en lo que representa su noveno mes consecutivo en este nivel. Por su parte, el empleo creció en el segundo trimestre de 2003, último dato conocido, un modesto 0,1% interanual que, con todo, representa un avance respecto al crecimiento nulo del primer trimestre.

**Alemania: 2003, el peor ejercicio económico en 10 años**

**En Alemania, 2003 acaba con la inversión al alza pero el consumo plano.**

En 2003 se registró la primera caída anual del PIB (descenso del 0,1%) desde 1993. Con todo, en el cuarto trimestre del año la economía mostró un nivel de actividad mayor y con tendencia a acelerarse moderadamente. Concretamente, por el lado de la demanda la recuperación de la inversión empresarial se puede considerar en fase de consolidación, tras dos meses (octubre y noviembre) en los cuales el componente de bienes de equipo de la producción industrial se anotó un aumento promedio superior al 5% interanual. Esta tendencia contrasta fuertemente con el mal momento del gasto de las familias, que no se atempera. En noviembre, las ventas minoristas cayeron un 4,8% interanual, a comparar con el descenso interanual del 2,4% de octubre. Aunque la confianza de los consumidores se rehizo levemente en noviembre y diciembre, las perspectivas inmediatas del consumo privado son muy contenidas.

#### 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	Diciembre
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	-2,4	-2,4	-4,8	...
Producción industrial	-0,1	-1,3	0,8	0,7	-0,3	-1,1	1,4	1,1	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	89,9	89,1	87,3	88,1	87,8	90,8	94,3	95,7	96,8
Tasa de paro (**)	9,6	10,2	10,2	10,6	10,5	10,5	10,5	10,5	10,4
Precios de consumo	2,0	1,3	1,2	1,2	1,0	1,1	1,3	1,4	1,1
Balanza comercial (***)	75,4	118,8	132,4	131,6	128,7	129,9	130,7	129,2	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**La confianza industrial y de servicios repunta, aunque la producción industrial todavía no materializa las mejores expectativas.**

Desde la óptica de la oferta se constata una mejora de la confianza empresarial y la de los servicios. Por lo que se refiere a la primera de ellas, la fuerte recuperación del indicador IFO de actividad empresarial (en diciembre se aupó hasta el nivel de los 96,8 puntos, su máximo desde enero de 2001) se explica primordialmente por el aumento del componente de expectativas. Esta opinión empresarial se ha visto respaldada por los crecimientos positivos, en tasa interanual, de los pedidos industriales en los meses de octubre y noviembre. Con todo, la industria deberá materializar la mejora del sentimiento empresarial. Hasta noviembre, la produc-

ción industrial, y a pesar de superar los malos resultados del segundo y tercer trimestre, apenas se situaba en niveles un 1,1% mayores a los de un año antes. Por su parte, la confianza del sector servicios viene anotando una tendencia alcista notablemente firme desde los mínimos anotados en el último trimestre de 2002 (hasta los 14 puntos en diciembre).

**Los precios de consumo acaban 2003 en el 1,1%, reflejo de una demanda interna apática.**

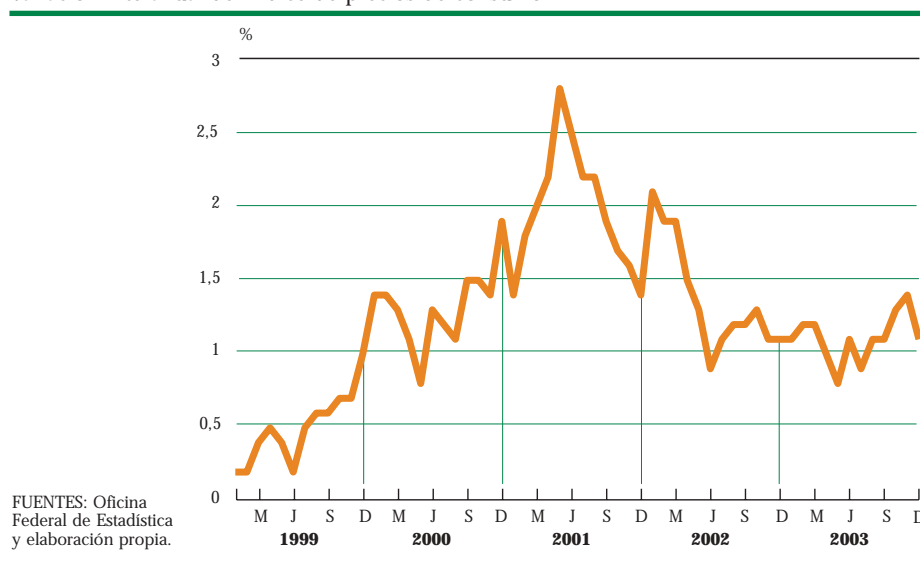
En materia de precios, la inexistencia de tensiones inflacionistas se reitera. Así, los precios de consumo crecieron en diciembre un moderado 1,1% interanual, en clara desaceleración respecto al 1,4% de noviembre. Asimismo, otros precios relevantes (como los mayoristas y los de producción) también se relajaron en diciembre. Todo ello condujo a que la situación de los precios a final de 2003 fuese prácticamente idéntica a la registrada en los primeros meses del año, dibujándose un camino de ida y vuelta. Tampoco se antoja positiva la coyuntura laboral. El mercado de trabajo sigue arrojando un aumento en el número de parados en términos netos. En diciembre, el incremento fue de 21.000 personas, lo que situó la tasa de paro en el 10,4%, apenas una décima porcentual menos que en el mes anterior.

**Mediocre comportamiento exportador en noviembre.**

El sector exterior, por su parte, se está mostrando poco dinámico en los dos primeros meses del cuarto trimestre. A pesar de que las exportaciones avanzaron un 0,9% interanual en noviembre, recuperando posiciones respecto a octubre, esta cifra se antoja muy escasa para sostener la recuperación germana. El aumento de las importaciones (4,6% interanual) condujo a que el superávit comercial acumulado de 12 meses retrocediese hasta los 129.200 millones de euros en noviembre (129.900 millones de euros en el promedio del tercer trimestre).

## LA INFLACIÓN EN ALEMANIA SIGUE OSCILANDO EN NIVELES MUY BAJOS

Variación interanual del índice de precios de consumo



## Francia: consumo moderado e inversión al alza

**En Francia, el impulso del consumo se mantiene en ritmos contenidos, contrariamente a la inversión, que avanza con mayor claridad.**

Durante el cuarto trimestre, los indicadores de demanda galos se han estabilizado. El consumo interno, que está siguiendo una senda notablemente irregular en los últimos meses, creció un 2,2% interanual en el promedio del cuarto trimestre, a comparar con el aumento del 1,5% interanual del tercero. No obstante, la falta de avance de la confianza del consumidor hasta diciembre realza el escaso impulso del gasto de los hogares. Mejor es, por el contrario, la trayectoria de la inversión. El componente de bienes de equipo de la producción industrial se aceleró en noviembre hasta el 6,4% interanual (4,9% interanual en octubre).

### FRANCIA: 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	Diciembre
PIB	2,1	1,2	1,3	0,6	-0,4	-0,3	-	...	-
Consumo interno	3,8	1,2	0,7	2,4	1,1	1,5	4,0	1,6	0,9
Producción industrial	1,1	-1,2	-0,6	-0,8	-1,6	-0,4	1,8	1,2	...
Tasa de paro (*)	8,8	9,3	9,3	9,4	9,5	9,7	9,7	9,6	...
Precios de consumo	1,7	1,9	2,2	2,4	1,9	2,0	2,2	2,3	2,2
Balanza comercial (**)	-0,3	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**Las dificultades exportadoras limitan la actividad industrial.**

Por lo que se refiere a las pautas de comportamiento sectorial, se confirman las dificultades de la industria –la producción industrial se desaceleró al 1,2% interanual en noviembre, frente al 1,8% de octubre– y el mejor tono de los servicios y la construcción. El empeoramiento de las ventas al exterior al avanzar el último trimestre del año (en noviembre cayeron un 3,5% interanual) explica en parte el peor rendimiento relativo del sector secundario.

**En diciembre, disminuye el paro y se desaceleran los precios de consumo.**

Los precios de consumo crecieron en diciembre un 2,2% interanual, un leve retroceso frente al 2,3% anterior, gracias al mejor comportamiento de los componentes más volátiles. Descontados éstos, la inflación resultante se aceleró hasta el 1,7% interanual (1,6% en noviembre). Por su parte, la disminución en noviembre de 4.600 parados permitió una reducción de una décima porcentual en la tasa de paro, hasta el 9,6%.

## Italia: atonía de la demanda interna

**En Italia, el consumo privado pierde gas en el cuarto trimestre.**

La economía italiana cierra 2003 estancada. El consumo se muestra débil, a tenor de la caída de las ventas al por menor de noviembre (descenso del 0,9% interanual, frente al crecimiento del 1,6% de octubre) y al mantenimiento de la confianza del consumidor en niveles de 14-15 puntos negativos a lo largo del cuarto trimestre. La atonía de la demanda subyace a la estabilización de los precios de consumo del cuarto trimestre.

En diciembre, el IPC repitió en el 2,5% interanual, sin cambio respecto a noviembre.

## ITALIA: 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	Diciembre
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	-0,9	...
Producción industrial	-1,0	-1,4	0,8	-0,3	-1,5	-0,3	0,1	0,0	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,0	8,9	8,9	8,7	8,6	-	8,5	-
Precios de consumo	2,7	2,5	2,7	2,7	2,7	2,8	2,6	2,5	2,5
Balanza comercial (**)	4,0	10,5	10,3	7,7	4,2	2,1	2,9	...	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

### **La industria, en idénticos niveles a los de noviembre de 2002.**

Tampoco la oferta registra indicios sensibles de reactivación. La producción industrial, aunque presenta un mejor comportamiento en octubre y noviembre, todavía se mantiene en idénticos niveles a los de un año antes. La utilización de la capacidad productiva flexionó a la baja en el tercer trimestre, perdiendo el avance del segundo trimestre. Sólo aporta una nota de optimismo la vuelta a la zona de los crecimientos interanuales positivos de las exportaciones en septiembre y octubre.

### Reino Unido: pulso firme del gasto de los hogares

#### **La demanda interna británica sigue exhibiendo una fortaleza remarcable.**

La economía británica mantiene un ritmo de actividad sensiblemente superior al de sus socios comunitarios, fruto de una sólida demanda interna. El crecimiento de las ventas minoristas (4,1% interanual en el cuarto trimestre, moderadamente superior al 3,6% del trimestre anterior) y la recuperación de la confianza del consumidor avalan que el consumo privado sigue manteniéndose firme. La inversión, por su parte, ha ido afianzando su curso en el cuarto trimestre, según refleja la aceleración del componente de bienes de equipo de la producción industrial durante octubre y noviembre. Incluso el comportamiento exportador, hasta la fecha negativo, ha flexionado al alza (aumento del 3,3% y del 7,1% interanual de las exportaciones, respectivamente en octubre y noviembre).

#### **Los servicios se muestran activos y la industria parece mejorar moderadamente.**

Por sectores, la industria sigue recuperándose de forma progresiva. En promedio de octubre y noviembre, la producción industrial creció un 0,2% interanual, una cierta mejora respecto al retroceso interanual del 0,6% del tercer trimestre. Los servicios se muestran aún más activos. La confianza del sector repuntó 10 puntos en noviembre, un alza que consolidó en diciembre creciendo un punto adicional.

## REINO UNIDO: 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	Diciembre
PIB	2,1	1,7	2,0	1,9	2,1	2,1	-	...	-
Ventas al por menor	6,0	6,8	6,4	3,4	3,1	3,6	3,8	4,3	4,0
Producción industrial	-1,6	-2,7	-1,3	-1,1	-0,7	-0,6	0,7	-0,4	...
Tasa de paro (*)	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0
Precios de consumo	2,1	2,2	2,6	2,9	2,9	2,8	2,7	2,5	2,6
Balanza comercial (**)	-37,4	-43,5	-46,2	-46,6	-46,3	-46,7	-47,2	-46,5	...

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.

### **La inflación se acelera hasta el 2,6% en diciembre.**

Por su parte, los precios de consumo han enfilado una tendencia creciente en los últimos meses de 2003. El índice general, que incluye los costes hipotecarios, se aceleró hasta el 2,8% interanual en diciembre (2,5% interanual en noviembre). Descontados dichos gastos, la inflación resultante se situó en el 2,6%, una décima porcentual mayor que la del mes anterior. Por lo que se refiere al mercado laboral, los últimos datos apuntan al crecimiento de empleo –en el tercer trimestre, la ocupación avanzó un 0,9% interanual, una décima porcentual más que en el segundo– y al mantenimiento del paro en mínimos (tasa de paro del 3,0% en diciembre).

# MERCADOS FINANCIEROS

## TIPOS DE INTERÉS Y DE CAMBIO

El Banco Central Europeo resiste las presiones para bajar su tipo de interés de referencia

**En 2003 los tipos de interés de los principales bancos centrales bajan hasta los niveles mínimos de las últimas décadas...**

En 2003 los tipos de interés oficiales de los principales bancos centrales bajaron hasta los niveles mínimos de las últimas décadas con el fin de afianzar la recuperación de la economía global. Así, en junio de 2003, en un contexto de preocupación por el peligro de deflación, el Banco Central Europeo (BCE) recortó su tipo de interés de referencia hasta el 2% y la Reserva Federal, hasta el 1%. El Banco de Japón, por su parte, mantuvo los tipos de interés interbancarios diarios cerca del mínimo absoluto del 0%. El Banco de Inglaterra redujo su tipo de intervención hasta el 3,50% en julio.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES  
Media del periodo, en porcentaje anual (\*)

	2001	2002	2003						2004
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	26 enero
Estados Unidos	3,90	1,67	1,25	1,23	1,00	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	0,01
Zona del euro	4,29	3,22	2,68	2,37	2,00	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	3,75
Suiza	3,00	1,20	0,64	0,38	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: líbor a 3 meses en francos suizos.

FUENTES: Bancos centrales y elaboración propia.

**...y en 2004 los tipos se mantienen estables de momento.**

Aunque el Banco de Inglaterra elevó su tipo de interés oficial en noviembre, el resto de los principales bancos centrales han optado desde mediados de 2003 por mantener sus políticas monetarias muy relajadas, con tipos de interés reales a corto plazo (restando la inflación a los nominales) próximos al cero o negativos. En este marco, en 2004 es posible que se produzca un giro alcista de los tipos de interés, en primer lugar en Estados Unidos, una vez se recupere el mercado laboral. Más tarde, debería seguir el BCE, cuando esté confirmada la reactivación económica de la eurozona. Sin embargo, la ausencia de inflación y las dudas sobre la sostenibilidad de dicha recuperación descartan movimientos de tipos en el corto plazo, e incluso se baraja la posibilidad de un recorte del tipo de referencia del BCE.

***El mercado aplaza la expectativa de la subida del tipo de interés oficial de Estados Unidos hasta el verano.***

En Estados Unidos, a principios de enero Ben Bernanke, miembro del Comité Federal de Mercado Abierto, repitió que existían muy pocos signos de inflación y que los tipos de interés podrían permanecer en el 1% por algún tiempo. A mediados de enero, el informe de coyuntura de la Reserva Federal reconocía únicamente una modesta mejoría en el mercado de trabajo. En este panorama los agentes del mercado monetario han postergado las expectativas de un alza del tipo de interés oficial hasta bien entrado el verano de 2004.

***El Banco Central Europeo mantiene su tipo de interés de referencia en el 2%.***

En el área del euro, el Consejo de Gobierno del BCE reunido el día 8 de enero reiteró que el tipo de interés de referencia del Eurosistema estaba en el nivel apropiado para preservar la estabilidad de precios a medio plazo, según el análisis económico y monetario que forma parte de su estrategia de política monetaria. Previamente al Consejo se habían manifestado algunas voces que sugerían que el BCE debía actuar para frenar la brusca subida del euro frente al dólar en los últimos meses, la cual dificultaba las exportaciones europeas. Pero el BCE opinó que si bien esto era cierto, se compensaría por la dinámica expansión de la economía mundial y al mismo tiempo se contendrían los riesgos inflacionistas.

***No parece muy probable un nuevo recorte del tipo de interés del Eurosistema.***

Pocos días más tarde, y con el euro subiendo, el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, traslució un cambio de tono al respecto y manifestó su preocupación por la fuerte subida del euro al enfatizar que no deseaba una excesiva volatilidad en los mercados de cambios. Posteriormente, se produjeron declaraciones de dirigentes del BCE sobre la política cambiaria con distintos matices. Dado que una posibilidad de actuación, aparte de la intervención en los mercados de divisas vendiendo euros, podría ser un nuevo recorte del tipo de interés oficial, el conjunto del mercado ha aplazado las perspectivas de una subida del tipo de interés de referencia del BCE hasta principios de 2005 e incluso cotiza bastantes probabilidades de un recorte en los próximos meses. En contra de una decisión de este tipo, pesarían la amplia liquidez existente en la eurozona y la reciente crisis del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, si bien es cierto que probablemente el euro está sobrevalorado con respecto al dólar, la desviación no ha alcanzado todavía niveles muy altos.

***El Banco de Japón vuelve a relajar su política monetaria.***

Por su parte, el Banco de Japón volvió a relajar su política monetaria, esta vez por sorpresa. Así, el día 20 de enero anunció que elevaba en 3 billones de yenes el nivel objetivo del saldo de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el banco central hasta la banda 30-35 billones de yenes. El objetivo de esta medida es reforzar el crecimiento económico y vencer la deflación.

***El Banco de Canadá recorta otra vez sus tipos de interés oficiales.***

El día 20 de enero de 2004 el Banco de Canadá recortó de nuevo sus tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, aduciendo que se trataba de frenar la marcada subida de su moneda frente al dólar de Estados Unidos. Así, rebajó el tipo de interés diario hasta el 2,50%.



## Mínimo histórico del euríbor a tres meses

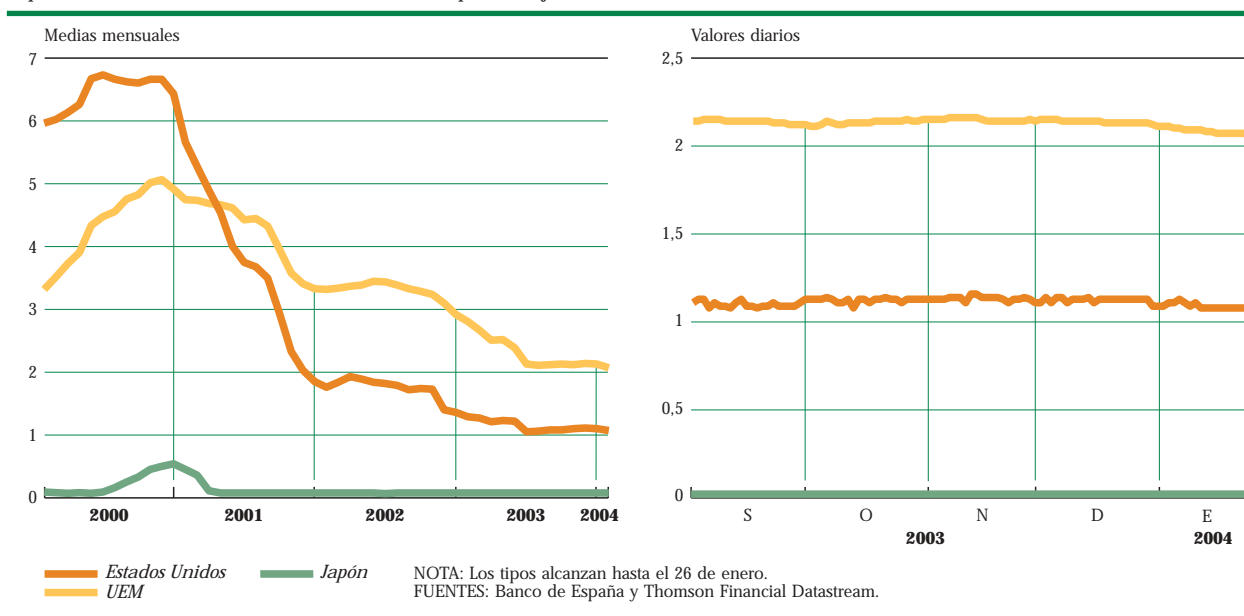
**El tipo de interés de los depósitos interbancarios de Estados Unidos a tres meses se coloca en el 1,08%.**

En Estados Unidos, el tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses anotó el nivel mínimo de las últimas décadas el día 23 de junio de 2003 al caer hasta el 0,94%, en un marco de inquietud por el peligro de deflación. Sin embargo, después de que la Reserva Federal únicamente redujese su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 1,0% dos días más tarde, el rendimiento de los depósitos interbancarios a tres meses remontó hasta el 1,08% al día siguiente de la decisión. Desde entonces este rendimiento ha fluctuado cerca de este nivel, situándose de nuevo en el 1,08% el día 26 de enero, 20 puntos básicos menos que doce meses antes.

**Se atenúa la pendiente positiva de los tipos de interés norteamericanos.**

La rentabilidad de los depósitos interbancarios de Estados Unidos a un año registró la cota mínima de las últimas décadas el día 16 de junio en el 0,95%. Luego rebotó al aparecer favorables datos económicos y al disminuir la preocupación por la deflación, y se colocó en el 1,58% el día 1 de diciembre, 63 puntos básicos por encima del mínimo de junio. No obstante, más tarde el rendimiento de los depósitos interbancarios a doce meses cedió al enfriarse las expectativas del giro restrictivo de política monetaria en 2004 y al reiterar la Reserva Federal el mensaje de que no variaría su tipo de interés oficial en los próximos meses y se situó en el 1,41% al final de diciembre, 3 puntos básicos por debajo de un año antes. En las primeras semanas de enero este rendimiento continuó descendiendo al corregirse las subidas del tipo de interés oficial anticipadas, a causa de señales de debilidad en el mercado laboral. Así, el día 26 de enero se situaba en el 1,33%, lo que suponía una atenuación de la pendiente positiva de los tipos de interés.

LIVIANOS DESCENSOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIOS A TRES MESES  
Tipos de interés interbancarios a 3 meses, en porcentaje anual



**La posibilidad de una nueva reducción del tipo oficial del Banco Central Europeo conduce a un nuevo mínimo histórico del euríbor a tres meses en el 2,07%.**

En la zona del euro, el euríbor a tres meses, después de anotar un mínimo histórico del 2,12% el día 28 de julio, se situó en torno a este nivel. De esta manera, finalizó 2003 en el 2,12%, con una bajada anual de 74 puntos básicos. En las primeras semanas de enero la posibilidad de un nuevo recorte del tipo de interés de referencia del Eurosistema por la subida del euro condujo a un nuevo mínimo histórico del euríbor a tres meses en el 2,07% el día 23 de enero. Por su parte, el euríbor a un año registró un mínimo histórico en el 1,93% el día 16 de junio. Al mejorar el clima económico subió hasta el 2,50% el día 1 de diciembre, si bien flexionó a la baja seguidamente y terminó 2003 en el 2,31%, con un decremento anual de 44 puntos básicos. En las primeras semanas de 2004 siguió disminuyendo hasta colocarse en el 2,16% el día 23 de enero. Por otro lado, el diferencial a corto plazo con el dólar acabó 2003 en 103 puntos básicos, con un estrechamiento de 51 puntos básicos.

## 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
<b>2002</b>									
Diciembre	3,09	2,98	2,94	2,89	2,87	1,38	0,01	3,92	0,69
<b>2003</b>									
Enero	2,79	2,86	2,83	2,76	2,71	1,31	0,01	3,89	0,62
Febrero	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	1,29	0,01	3,65	0,59
Marzo	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	1,23	0,01	3,56	0,36
Abril	2,56	2,58	2,53	2,47	2,45	1,25	0,01	3,55	0,30
Mayo	2,56	2,52	2,40	2,32	2,26	1,24	0,01	3,54	0,29
Junio	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,07	0,01	3,55	0,27
Julio	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	1,08	0,01	3,39	0,28
Agosto	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	1,10	0,01	3,43	0,26
Septiembre	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	1,10	0,00	3,60	0,25
Octubre	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,12	0,00	3,71	0,24
Noviembre	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,13	0,01	3,89	0,25
Diciembre	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	1,12	0,01	3,93	0,26
<b>2004</b>									
Enero (*)	2,05	2,07	2,07	2,09	2,17	1,08	0,01	4,06	0,23

NOTA: (\*) Día 26.

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

## Cesión de los rendimientos de los bonos del Estado a diez años de Estados Unidos y Alemania

**El rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años...**

El tipo de interés de los bonos del Tesoro norteamericanos a 10 años marcó 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%. Sin embargo, desde entonces repuntaron al difundirse buenos indicadores económicos, al revisarse hacia arriba las proyecciones del déficit público y al desvanecerse el riesgo de deflación. De este modo, la rentabilidad de los bonos del Tesoro norteamericanos a 10 años se elevó hasta el 4,60% el día 2 de septiembre, con

una espectacular alza de 150 puntos básicos en dos meses y medio. No obstante, más tarde tendió a bajar por la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación económica y porque la Reserva Federal repitió que no era probable que aumentase el tipo de interés de referencia en los meses siguientes. Así, al inicio del mes de octubre el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericanos a 10 años se hallaba en el 3,93%.

**...sube 44 puntos básicos en 2003...**

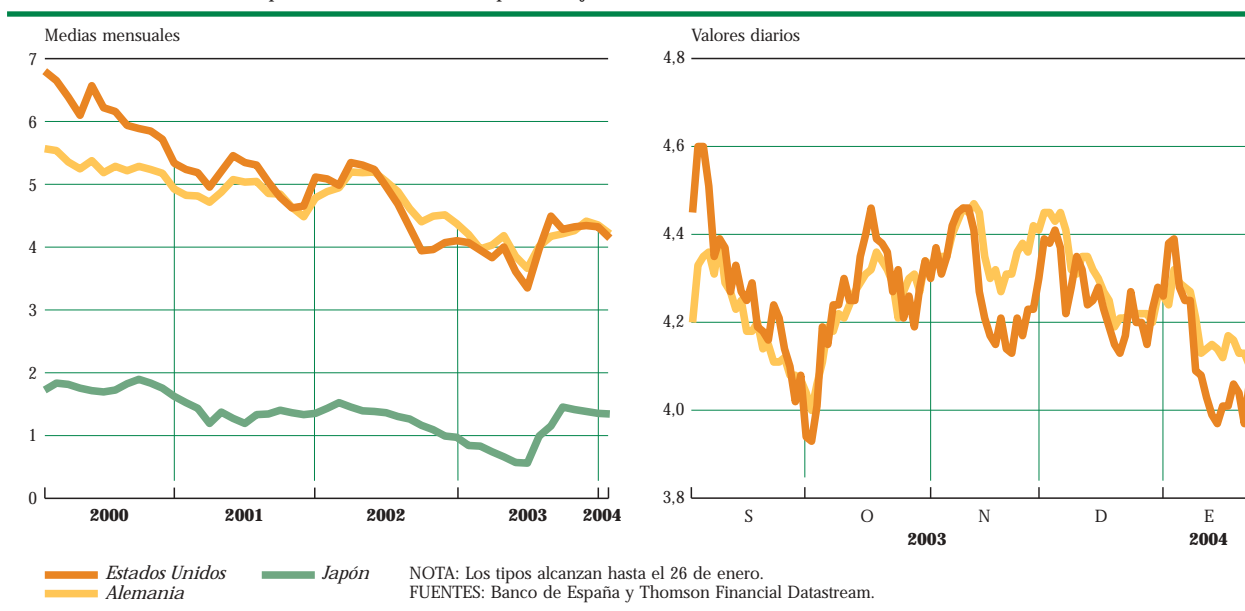
Sin embargo, a partir de entonces volvió a predominar el optimismo al publicarse indicadores económicos favorables, sobre todo al mejorar el mercado laboral, lo que presionó a los rendimientos de los bonos públicos. Empero, otra serie de factores actuaron en sentido contrario, como nuevas manifestaciones de la Reserva Federal de que no elevaría su tipo de interés oficial en los próximos meses, así como signos de inflación controlada. Así, el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidenses a 10 años desde el comienzo de octubre evolucionó en una banda entre el 4% y el 4,5%, hallándose en el 4,26% al final de diciembre, 44 puntos básicos por encima del final de 2002.

**...y las previsiones para 2004 son de una moderada subida.**

En las primeras semanas de enero de 2004, esta rentabilidad tendió a reducirse por nuevas declaraciones tranquilizadoras de dirigentes de la Reserva Federal y por un flojo informe sobre la creación de empleo. Otro factor de demanda lo constituyen las abultadas compras por parte de bancos centrales asiáticos, que colocan en bonos de Estados Unidos el producto de sus intervenciones en los mercados de cambio para evitar la apreciación de sus divisas contra el dólar norteamericano. El resultado fue que a mediados de enero el tipo de interés del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años llegó a bajar del 4%, si bien el día 26 se situaba en el 4,14%, con un incremento de 23 puntos básicos sobre doce meses antes. En 2004, las previsiones son de una moderada subida a medida que avance el relanzamiento económico.

## SE VUELVE A CERRAR EL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO ENTRE ALEMANIA Y ESTADOS UNIDOS

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



**La apreciación del euro tiende a apoyar el precio de los bonos europeos.**

La deuda pública alemana siguió en 2003 una senda similar a la del otro lado del Atlántico. El rendimiento de los bonos del Estado germanos a 10 años alcanzó el nivel más elevado desde diciembre de 2002 el día 12 de noviembre de 2003, en el 4,47%. El mercado casi no reaccionó a la suspensión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La apreciación del euro en el último periodo de diciembre tendió a apoyar el precio de la deuda teutona, que evoluciona inversamente a su rentabilidad implícita. De esta forma, al final de diciembre el diferencial de tipos de interés entre los bonos del Tesoro alemanes y estadounidenses se había anulado de nuevo, frente a 39 puntos básicos al final de 2002. Este diferencial se volvía a colocar en cero puntos básicos el día 23 de enero tras alguna ampliación.

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

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

	2001	2002	2003						2004
			I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre	26 enero
Estados Unidos	5,06	4,65	3,94	3,64	4,26	4,31	4,33	4,31	4,14
Japón	1,34	1,27	0,80	0,60	1,20	1,41	1,38	1,35	1,32
Alemania	4,82	4,80	4,06	3,89	4,12	4,25	4,40	4,34	4,14
Francia	4,95	4,88	4,12	3,94	4,13	4,29	4,41	4,34	4,17
Italia	5,19	5,04	4,24	4,03	4,25	4,39	4,52	4,46	4,31
España	5,12	4,96	4,10	3,92	4,14	4,27	4,40	4,34	4,14
Reino Unido	4,97	4,93	4,33	4,25	4,55	4,92	5,09	4,92	4,83
Suiza	3,28	3,02	2,29	2,34	2,57	2,66	2,76	2,63	2,56

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

**La subida del euro provoca inquietud en Europa**

**El dólar baja el 8,8% en 2003 en términos globales...**

El dólar registró un descenso del 8,8% en 2003 en relación con las divisas de los 26 países con mayor volumen de comercio con Estados Unidos. De esta manera, anotaba una caída del 13,0% respecto al máximo alcanzado en enero de 2002. La depreciación de la moneda norteamericana, que había ascendido hasta un nivel claramente sobrevalorado, se produce por la presión para que se reduzca el abultado déficit exterior por cuenta corriente norteamericano, del orden del 5% del producto interior bruto, y por la pérdida de atractivo de los valores estadounidenses, a lo que contribuyen unos bajísimos tipos de interés. Las autoridades monetarias norteamericanas, por su parte, han mostrado su complacencia por la trayectoria del dólar, ya que de esta forma se refuerza la recuperación de la actividad en curso.

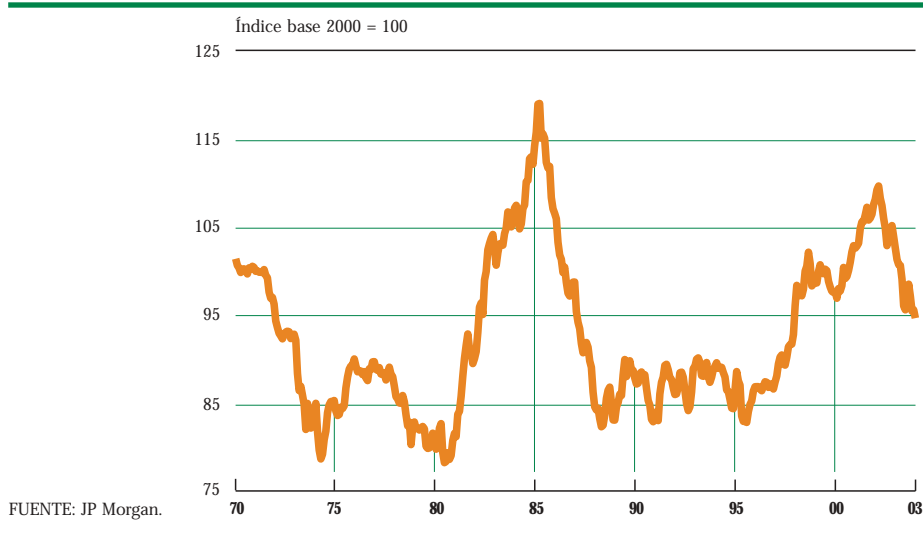
**...y en las primeras semanas de enero marca el nivel mínimo desde diciembre de 1997.**

En las primeras semanas de enero de 2004 el dólar continuó bajando en términos efectivos nominales y se situó en el nivel mínimo desde diciembre de 1997. No obstante, posteriormente ha experimentado una cierta recuperación apoyado por datos de una cierta mejora en el déficit comercial con el exterior y por mayores entradas de capitales en noviembre. Sin embargo, en una perspectiva a largo plazo, observando la evolución de su tipo de cambio efectivo real, es decir, ponderando a las divisas

de contrapartida y teniendo en cuenta los diferenciales de inflación, se aprecia que en diciembre todavía se hallaba por encima de la media de las últimas décadas. Esto, junto con la magnitud del déficit exterior por cuenta corriente hace suponer que la caída del dólar continuará en los próximos meses.

#### EL DÓLAR TODAVÍA TIENE MARGEN PARA LA DEPRECIACIÓN

Índice JP Morgan del tipo de cambio efectivo real amplio del dólar de Estados Unidos



***El peso del ajuste del dólar recae sobre el euro, por la poca flexibilidad de las divisas asiáticas.***

El problema es que, por el momento, el peso de la corrección del dólar recae principalmente en el euro, puesto que numerosas divisas asiáticas continúan ligadas al dólar, y en particular las autoridades chinas siguen rechazando reevaluar el yuan. De esta manera, mantienen su estrategia de un crecimiento impulsado por exportaciones estimuladas por una moneda infravalorada.

***El euro aumenta el 20% contra el dólar en 2003...***

El euro terminó 2003 cotizando a 1,26 dólares, con una apreciación anual del 20,4% contra el dólar. De este modo, la crisis del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el fracaso de la reunión cumbre para impulsar una constitución europea por el momento no han afectado a la moneda única debido a la debilidad del dólar. No obstante, en términos globales la subida del euro fue menor, del 11,3%.

***...y marca un máximo histórico de 1,28 dólares el día 12 de enero, con un alza del 55% sobre el mínimo de octubre de 2000.***

La divisa europea continuó subiendo con relación al dólar en los primeros días del nuevo año y registró un máximo histórico de 1,28 dólares el día 12 de enero. Esta cota supuso un alza del 55,5% sobre el mínimo histórico de octubre del año 2000. La subida del euro, acentuada en los últimos meses, provocó inquietud en algunos ámbitos económicos y políticos. En este contexto, el presidente del Banco Central Europeo comentó que no era indiferente a una acusada subida del euro, lo que influyó en el sentimiento del mercado, junto con otros comentarios de dirigentes del BCE en el mismo sentido. Así, en la tercera semana de enero la moneda única europea se replegó. No obstante, en la siguiente semana volvió a repuntar, empujada por unas declaraciones del portavoz de los ministros

de finanzas del eurogrupo que fueron interpretadas por el mercado como que no había planes claros para combatir la fortaleza del euro, y se situó en 1,27 dólares el día 22. Con todo, en este día en términos efectivos nominales el euro sólo se colocaba el 2,3% por encima del nivel de su lanzamiento. En los días siguientes, el temor de que el BCE se decidiera a actuar en base a ciertos rumores deprimió al euro hasta 1,26 dólares el 26 de enero.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS  
Diciembre 2003

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales		Tipo de cambio 26-1-2004
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)		
				Mensual	s/diciembre 2002	
<b>Frente al dólar de EE.UU.</b>						
Yen japonés	107,2	-2,2	107,7	-1,3	-11,6	106,4
Libra esterlina (1)	1,786	3,7	1,754	3,8	10,4	1,814
Franco suizo	1,239	-4,1	1,262	-5,2	-12,1	1,257
Dólar canadiense	1,293	-0,5	1,312	-0,1	-15,8	1,313
Peso mexicano	11,24	-1,3	11,25	0,9	10,1	10,93
<i>Índice efectivo nominal</i> (4)	113,3	-1,9	114,4	-1,4	-9,0	112,8
<b>Frente al euro</b>						
Dólar de EE.UU.	1,263	5,3	1,230	5,1	20,6	1,258
Yen japonés	135,1	2,9	132,5	3,6	6,7	133,4
Franco suizo	1,558	0,6	1,555	-0,3	6,0	1,565
Libra esterlina	0,705	1,1	0,702	1,3	9,2	0,689
Corona sueca	9,080	0,4	9,029	0,4	-0,8	9,151
Corona danesa (3)	7,445	0,1	7,442	0,1	0,2	7,449
<i>Índice efectivo nominal</i> (5)	105,6	2,8	104,1	2,9	11,2	104,8

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.

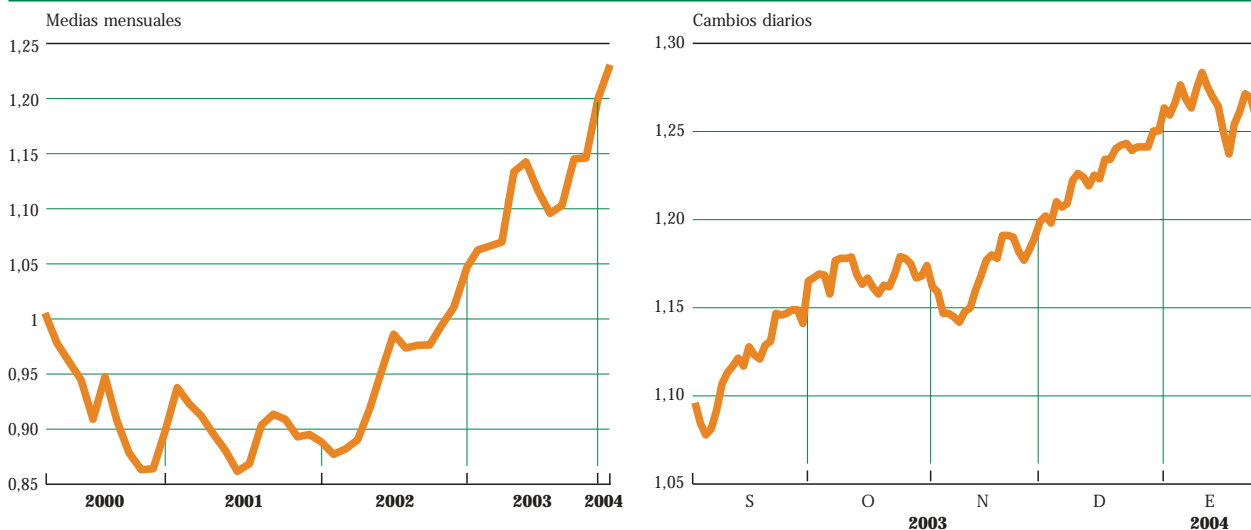
FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

**No parece fácil un acuerdo en la reunión del G-7 de febrero sobre los tipos de cambio.**

En este contexto, diversos gobiernos europeos tienen puestas sus esperanzas en que la reunión de los siete países más industrializados (G-7) en febrero envíe una clara señal a los mercados para estabilizar las divisas. No obstante, parece difícil que se alcance un consenso en tal sentido, dado que a las autoridades de Estados Unidos parece convenirles que siga depreciándose el dólar.

## EL EURO SE TOMA UN RESPIRO TRAS MARCAR NUEVOS MÁXIMOS HISTÓRICOS RESPECTO AL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



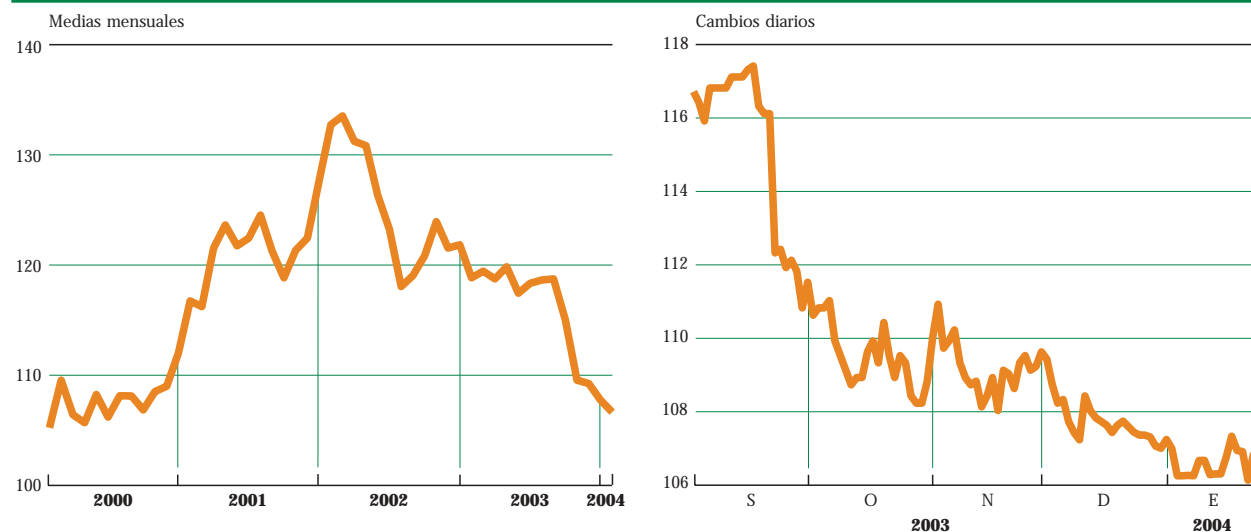
NOTA: Los datos alcanzan hasta el 26 de enero. FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

### *El Banco de Japón limita el alza del yen respecto al dólar.*

El yen subió el 10,8% frente al dólar en 2003 apoyado por el optimismo sobre el despegue de la economía japonesa y acabó el año pagándose a 107,2 unidades por dólar. La apreciación habría sido sin duda mayor si no hubiera sido por las intervenciones del Banco de Japón en los mercados de cambios, para evitar que un alza del yen considerada como excesiva pudiese frustrar la reactivación económica. Estas actuaciones alcanzaron un nivel récord, y para 2004 el ministro de finanzas nipón dijo

## LENTA APRECIACIÓN DEL YEN FRENTE AL DÓLAR

Yenes por dólar



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 26 de enero. FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

que elevaría el tope de endeudamiento para las compras de divisas en 21 billones de yenes hasta 100 billones para el periodo hasta marzo y en 61 billones hasta 140 billones para el nuevo ejercicio que empezará en abril. De hecho, en las primeras semanas de enero volvieron a producirse intervenciones para frenar la subida del yen contra el dólar, pero no pudieron evitar que el día 22, tras la relajación de la política monetaria de Japón, cotizase a 106,1 unidades por dólar, cota mínima desde septiembre de 2000.

***La libra esterlina  
marca la cota máxima  
frente al dólar  
desde 1992.***

La libra esterlina, el día 9 de enero marcó la cota máxima respecto al dólar desde su salida del Mecanismo de Cambios de Intervención del Sistema Monetario Europeo en septiembre de 1992 al cotizarse a 1,848 dólares. El diferencial de tipos de interés, aumentado tras la elevación efectuada por el Banco de Inglaterra a principios de noviembre, contribuyó a la subida de la moneda británica.

***Las autoridades chi-  
nas estudian vincular  
el yuan a una cesta de  
diez divisas.***

El Banco de China, que mantiene ligada su moneda, el yuan, al dólar desde 1994 con una cotización actual de 8,28 unidades por dólar, está estudiando la posibilidad de modificar su sistema de tipos de cambio, según una fuente oficiosa. En el nuevo sistema el yuan se vincularía a una cesta de divisas integrada por las diez monedas de sus principales socios comerciales y proveedores de inversión. De esta manera, se limitarían las oscilaciones bruscas de la moneda. Así, las autoridades monetarias chinas reaccionan a las críticas de Estados Unidos y otros países por mantener infravalorada su divisa.



## MERCADO DE CAPITALES

### Las bolsas inician el año con buen pie

**Continúa la recuperación en las bolsas internacionales y no se vislumbran riesgos importantes a corto plazo.**

Los mercados internacionales de renta variable han iniciado 2004 con un tono moderadamente positivo y, por tanto, de continuidad respecto a la tónica experimentada en los compases finales del año pasado, primer ejercicio saldado con resultados positivos en tres años. El buen momento de la economía norteamericana, orientada hacia una sólida recuperación sin tensiones inflacionistas, el contexto de bajos tipos de interés y, ya en el terreno empresarial, las favorables expectativas de resultados sustentan, en conjunto, un apacible clima bursátil. Este escenario sólo podría verse turbado accidentalmente por una moderada corrección técnica, habida cuenta de las fuertes alzas de los últimos meses, o alternativamente por un acrecentamiento de la inestabilidad de los mercados cambiarios o alzas más intensas del crudo de petróleo.

### ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES 31-12-2003

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Datos a 26-1-04	
					Índice	% variación en el mes
Nueva York						
<i>Dow Jones</i>	10.453,9	6,9	25,3	25,3	10.702,5	2,4
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.111,9	5,1	26,4	26,4	1.155,4	3,9
<i>Nasdaq 100</i>	1.467,9	3,1	49,1	49,1	1.553,7	5,8
Tokio	10.676,6	5,7	24,5	24,5	10.972,6	2,8
Londres	4.476,9	3,1	13,6	13,6	4.445,5	-0,7
Zona del euro						
<i>Frankfort</i>	3.965,2	5,9	37,1	37,1	4.128,7	4,1
<i>París</i>	3.557,9	3,9	16,1	16,1	3.675,7	3,3
<i>Amsterdam</i>	1.000,2	3,2	9,2	9,2	-	-
<i>Milán</i>	1.256,6	-0,3	15,1	15,1	1.303,1	3,7
<i>Madrid</i>	7.737,2	6,7	28,2	28,2	8.031,4	3,8
Zurich	5.487,8	3,2	18,5	18,5	5.748,5	4,8

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 Td. Rtn. Gen.; Zurich: Swiss Market Index; Milán: Banca Commerciale Italiana; Madrid: IBEX 35 de las bolsas españolas.

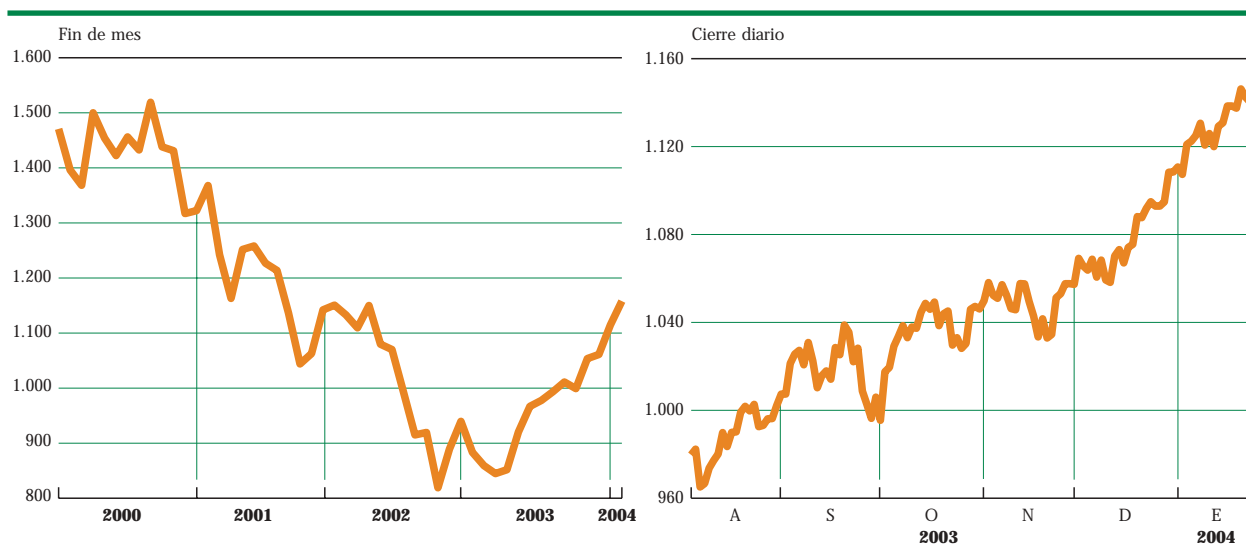
FUENTES: «Financial Times» y elaboración propia.

**Las compañías tecnológicas, con sus favorables resultados, sustentan la mejora de los índices bursátiles.**

El favorable clima bursátil con que se ha iniciado el año ha sido especialmente visible en el segmento tecnológico del mercado norteamericano, más propenso a amplificar las oscilaciones de las cotizaciones. Los excelentes resultados publicados por alguna de las compañías de relieve en el sector (Intel, Sun Microsystems, Juniper Networks, Nokia, entre otras) fueron acogidos favorablemente por los inversores, lo que impulsó al alza el índice Nasdaq 100. De este modo, al comienzo de la última semana de enero este indicador bursátil ganaba alrededor de un 6% respecto a los valores de cierre del año anterior. Resultados algo menos positivos aunque también claramente favorables han presentado los índices de la Bolsa de Nueva York. En efecto, el Standard & Poor's 500 ha saldado estos primeros compases con un avance cercano al 4%, un punto y medio por encima del índice Dow Jones.

### BOLSA NORTEAMERICANA: CONTINÚA LA TÓNICA FAVORABLE

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

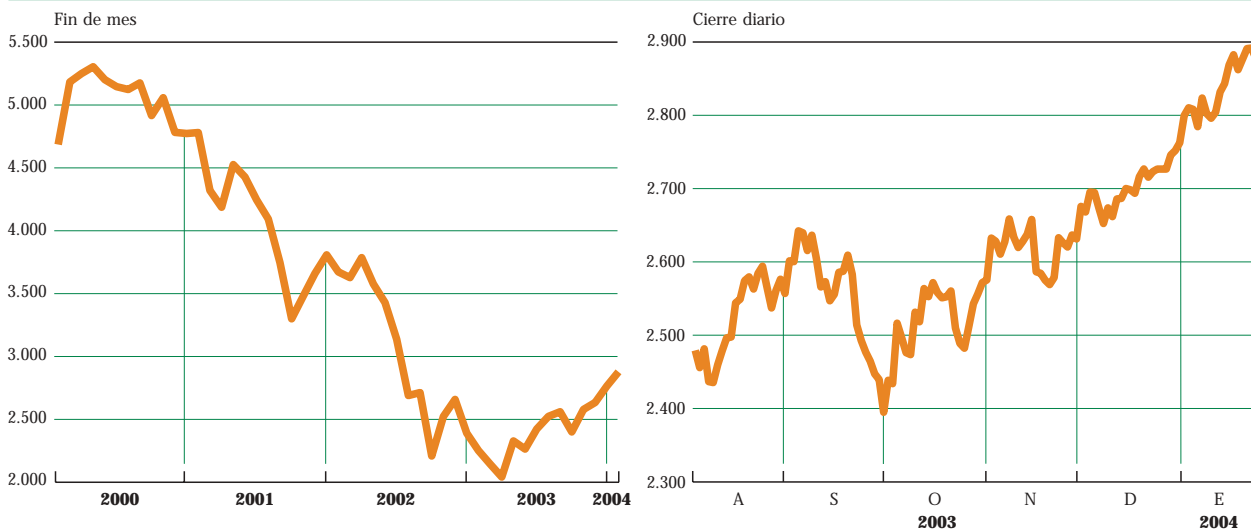


**Los valores de determinadas industrias manufactureras quedan al margen de los avances en la bolsa norteamericana.**

Por sectores, dentro del marco del Standard & Poor's 500, los avances más significativos han tenido lugar en informática y tecnologías de la información y telecomunicaciones, en ambos casos con plusvalías acumuladas cercanas al 7%. Menos intensas aunque también importantes, en cambio, han sido las ganancias registradas por los valores financieros, en especial los bancos de inversión, y las industrias de bienes de equipo, servicios y transportes. Por el contrario, los valores de las industrias manufactureras se mantienen por debajo de las cotas en que iniciaran el año.

## LA BOLSA EUROPEA NO ACUSA LA FORTALEZA DEL EURO

Índice DJ Euro Stoxx 50



**Las bolsas de la zona euro se mantienen firmes pese a la revalorización del euro.**

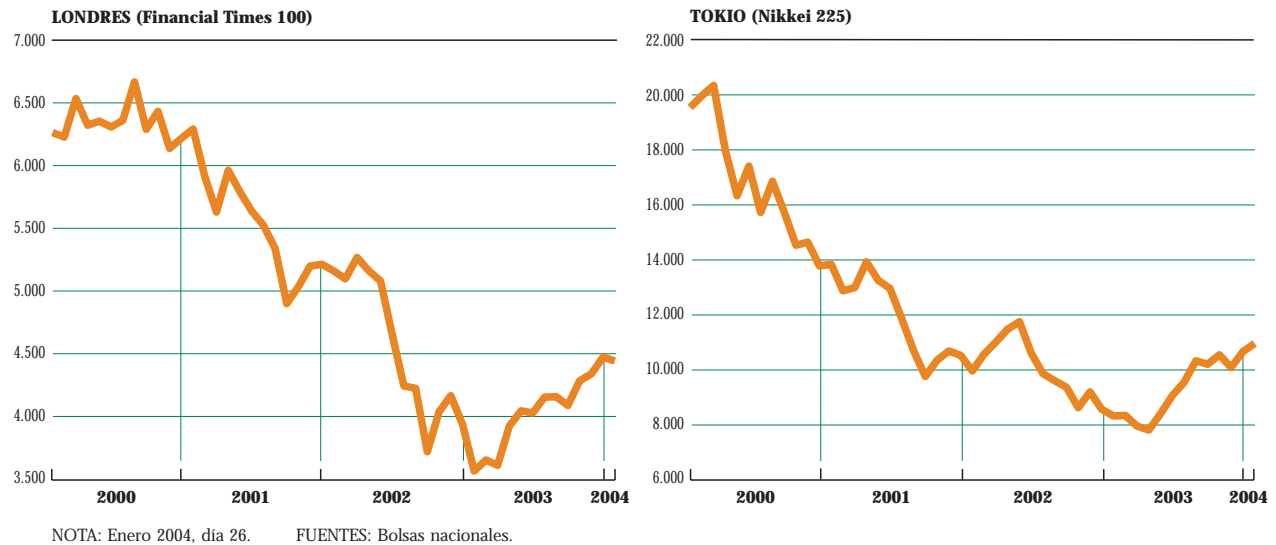
El buen tono del mercado americano ha tenido un claro paralelismo en buena parte de los índices bursátiles de las distintas plazas de la zona del euro pese a las dudas suscitadas por el progresivo fortalecimiento de la divisa europea. El índice Euro Stoxx 50, representativo de los principales valores de la zona del euro, avanzaba alrededor de un 4% en las cuatro primeras semanas de enero impulsado, primero, por los valores tecnológicos –en especial, Alcatel y Nokia–, más tarde por las compañías de telecomunicaciones y aseguradoras y, finalmente, por las empresas energéticas y de servicios públicos. Notablemente positivo también fue el papel jugado por bancos y financieras, aunque no de modo generalizado por países. Menos favorables, por otra parte, fueron los resultados de índices sectoriales como el del automóvil o la gran distribución, que mostraron retrocesos moderados en las primeras semanas del año.

**Buen tono en la bolsa japonesa y alza muy importante en el mercado argentino.**

Fuera del continente europeo, la bolsa japonesa se ha movido también dentro de una línea ascendente en las primeras semanas de 2004, lo que ha permitido que el índice Nikkei 225 llegara a superar la cota 11.000, consolidando unas ganancias cercanas al 10% en algo más de un mes. En Latinoamérica, la situación ha sido mucho más positiva, en particular en el mercado argentino donde las plusvalías acumuladas desde el cierre de 2003 han superado el 11%, superando el recorrido alcista de los mercados brasileño y mexicano. La progresiva mejora de las condiciones económicas y monetarias en esa zona ha supuesto, sin duda, un acicate notable para la demanda en esos mercados.

## BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes



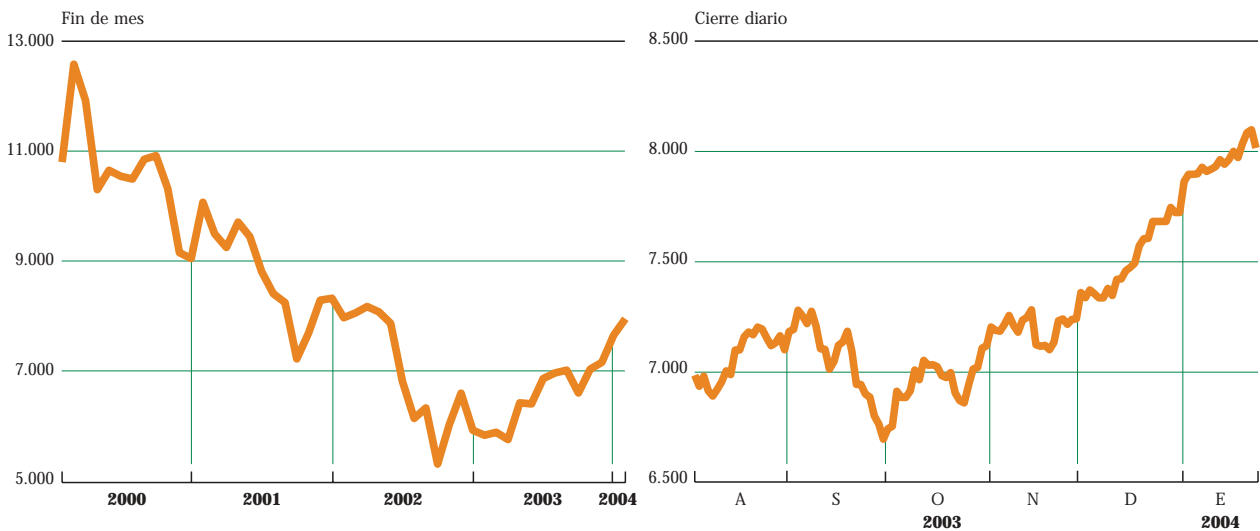
### La bolsa española sigue su curso alcista en enero

**El IBEX 35 consolida los 8.000 puntos y acumula unas plusvalías cercanas al 4% en enero.**

El mercado de renta variable español no ha disentido en su trayectoria respecto a las principales plazas de su entorno, iniciando el año bursátil de 2004 con una tónica claramente positiva. Este avance del mercado ha permitido al IBEX 35 alcanzar la cota de los 8.000, por encima de la cual se ha mantenido con cierta comodidad a partir de la cuarta semana de enero. De este modo, las ganancias acumuladas para el principal indicador del mercado bursátil español se han situado cerca del 4%.

### EL IBEX 35 TRASPASA EL 8.000

Índice IBEX 35, base 1-1-1990 = 3.000



**Telefonía y comunicaciones encabezan los avances bursátiles junto a la línea aérea Iberia.**

El favorable balance de la bolsa española en los primeros compases de 2004 se ha fundamentado principalmente en los valores del grupo de comunicaciones encabezados por Telefónica y sus filiales, en particular, Telefónica Móviles y especialmente TPI, que ha gozado del favor de la demanda con intensidad. En este mismo sector, han destacado también las intensas alzas de la editora Prisa, recientemente incorporada al IBEX 35, y su participada Sogecable. Al mismo tiempo también ha sido muy positiva la trayectoria del índice sectorial de servicios de mercado, donde la compañía aérea Iberia ha destacado especialmente al igual que la central de reservas Amadeus, aunque en menor medida.

**Buen tono de constructoras y petróleo y claros oscuros en la banca.**

Claramente alcista ha sido también la tendencia de las constructoras y de la petrolera Repsol, que ha visto mejorar su calificación en la escena internacional. El sector bancario, en cambio, ha presentado claros oscuros marcados por el contraste entre el comportamiento positivo de la banca mediana y el bajo tono de los grandes bancos, que han mostrado síntomas de debilidad quedando sus cotizaciones prácticamente en los niveles de cierre del año anterior. También las eléctricas se han mostrado muy débiles pese a la elevada rentabilidad por dividendo que ofrecen.

## ÍNDICES DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

	Índice 30-12-2003	% variación mensual	% variación anual	Datos a 26-1-2004	
				Índice	% variación mes anterior
<b>Índices oficiales</b>					
IBEX 35 (1)	7.737,2	6,7	28,2	8.031,4	3,8
Madrid (2)	808,0	5,2	27,4	839,0	3,8
Barcelona (2)	662,7	7,0	32,0	696,6	5,1
Bilbao (3)	1.381,8	5,7	26,8	1.441,6	4,3
Valencia (2)	637,6	6,9	32,5	665,7	4,4
<b>Índices sectoriales Bolsa de Madrid (4)</b>					
Servicios financieros	968,6	6,7	31,5	978,9	1,1
Energía	996,6	7,6	25,0	1.005,2	0,9
Bienes de consumo	949,5	-3,6	-4,1	972,5	2,4
Construcción	1.307,6	5,2	25,4	1.350,5	3,3
Bienes de inversión e intermedios	1.186,6	1,7	29,6	1.216,8	2,5
Comunicaciones	844,1	6,7	44,5	936,6	10,9
Servicios de mercado	1.125,1	1,4	21,3	1.208,4	7,4

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

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

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

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

FUENTES: Bolsas y elaboración propia.

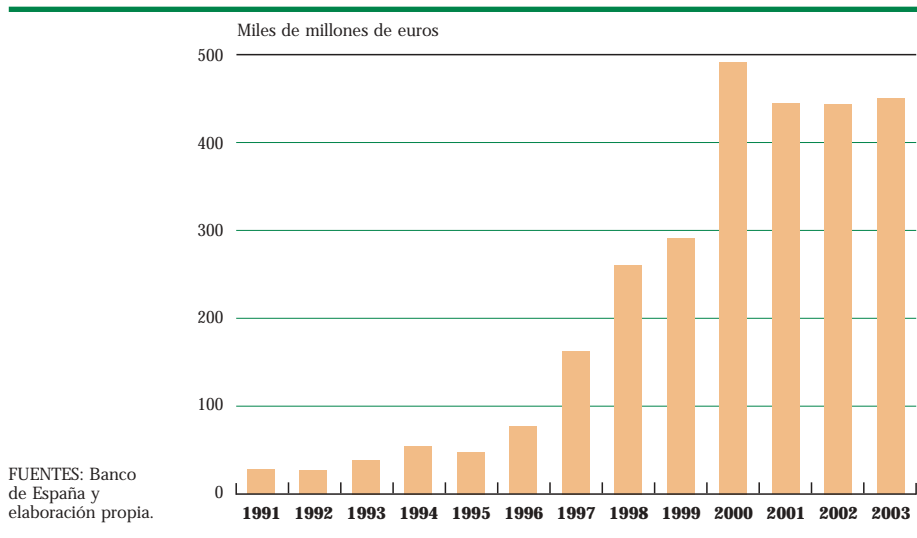
**La contratación efectiva crece cerca del 9% en 2003.**

La contratación efectiva de acciones en las bolsas de Madrid y Barcelona creció de manera intensa en diciembre, de modo que el incremento acumulado del volumen efectivo negociado en 2003 se situó en un 8,5%. La negociación en el conjunto de la bolsa española, por su parte, alcanzó los 451.156 millones de euros en el periodo enero-noviembre, un 9,0% más que en el mismo periodo del año anterior. De esta cifra, el 98% se

negoció a través del sistema informático. Por sectores, la banca concentró la mayor parte de la negociación, un 37,0%, las telecomunicaciones un 19,4% y las eléctricas un 13,9%.

## AUMENTA EL VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN EN LA BOLSA ESPAÑOLA EN 2003

Negociación de acciones del mercado bursátil



## Las emisiones de renta fija internacionales alcanzan un máximo histórico en 2003

**Las emisiones internacionales de renta fija de baja calidad crediticia crecen más del doble respecto a 2002.**

El volumen de emisiones de deuda en los mercados de capitales globales se elevó a 5,05 billones de dólares en 2003, un máximo histórico, según los datos proporcionados por Dealogic. Este montante significó un incremento del 23% en relación con 2002. El importe de deuda empresarial colocado aumentó el 35% respecto al mismo periodo del año anterior. La calificada como de menor calidad crediticia, el 3% del total, creció más del doble con relación al ejercicio precedente, hasta totalizar 174.900 millones de dólares, el 18% más que el anterior récord de 1998. Esto se debió en parte a las revisiones a la baja de la calidad crediticia de numerosas empresas, que incrementaron el número de oferentes de valores con baja calidad crediticia. Las emisiones titulizadas con garantía hipotecaria se elevaron el 5% y las que contaban con otras garantías, el 15% representando el 21% y el 12% del total, respectivamente.

**En 2003 las emisiones de renta fija internacionales de los países emergentes suben el 40% en relación con el año anterior.**

En cuanto a los países emergentes, sus emisiones de renta fija internacionales se cifraron en 120.424 millones de dólares en 2003, con un alza del 40% con relación al año anterior, de acuerdo con datos de Dealogic. Los títulos soberanos representaron el 40% del total, los emitidos por las empresas el 33% y el resto correspondió a entidades financieras. Por zonas geográficas, los mercados que registraron la mayor expansión fueron los de Latinoamérica, con un aumento del 76%, mientras que los de África y Oriente Medio cayeron el 37%. Sin embargo, la mayor cuota regional correspondió a Asia con el 32%. Por monedas, el dólar mantuvo

una posición predominante, con el 78% del total, seguido por el euro, con el 17%.

*El euro se mantiene como primera divisa en la denominación de los europagarés a medio plazo.*

El importe total de emisiones de europagarés a medio plazo (Euro Medium Term Notes) creció el 32% en 2003 con relación al año 2002, y totalizó 1,56 billones de dólares, de acuerdo con datos suministrados por Dealogic. En este segmento de valores del euromercado el euro mantuvo el protagonismo, con una participación del 44%, seguido por el dólar con el 37%. Por sectores, destacó el dinamismo del sector del automóvil.

## VOLUMEN DE PRÉSTAMOS SINDICADOS GLOBALES

Por sectores

	2002	2003	Variación absoluta	Variación en %
	Millones de dólares	Millones de dólares	Millones de dólares	
Financiero	279.066	281.364	2.298	0,8
Servicios públicos y electricidad	170.310	177.696	7.386	4,3
Telecomunicaciones	159.809	149.798	-10.011	-6,3
Petróleo y gas	111.697	119.633	7.936	7,1
Transportes	80.321	95.974	15.653	19,5
Otros	958.797	1.065.535	106.738	11,1
<b>TOTAL</b>	<b>1.760.000</b>	<b>1.890.000</b>	<b>130.000</b>	<b>7,3</b>

FUENTES: Dealogic y elaboración propia.

*El volumen de préstamos sindicados globales aumenta el 7% sobre 2002.*

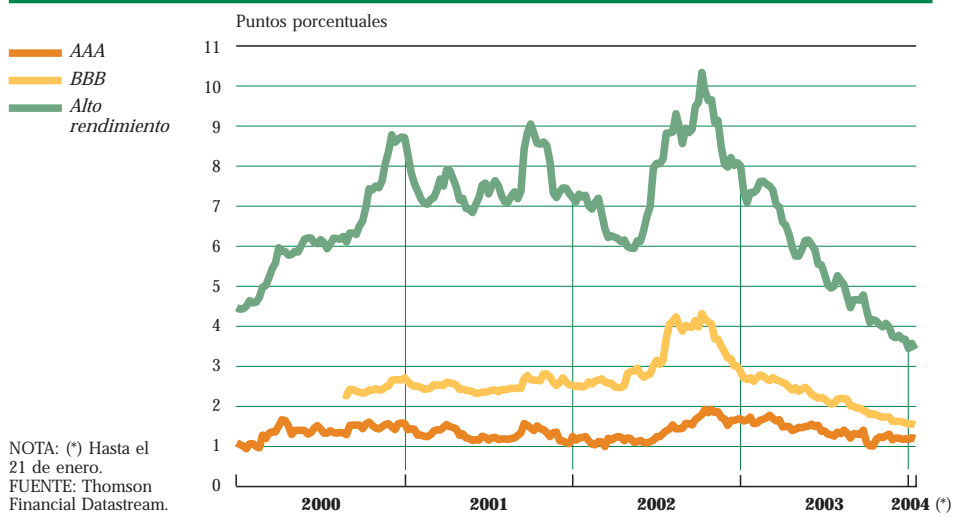
Por lo referente a los préstamos sindicados globales, su volumen aumentó el 7,3% en 2003, en relación con 2002, hasta totalizar 1,89 billones de dólares, según la información facilitada por Dealogic. De esta cantidad, 1,4 billones fueron obtenidos por empresas, que superaron ampliamente a las emisiones de bonos empresariales en el mismo periodo, cifradas en 780.000 millones de dólares. El transporte fue el sector que registró el mayor aumento anual, con una subida del 19,5%, mientras que las telecomunicaciones anotaron un descenso del 6,3%. La evolución también fue desigual por áreas geográficas. Así, el importe subió el 26% en Asia-Pacífico, mientras que en América del Norte bajó el 2%. No obstante, Estados Unidos concentró el 51% del montante total, Europa el 33% y Asia el 9%.

*La tasa de morosidad global de los bonos de alto rendimiento cae hasta el 5% en 2003.*

La mejora del clima económico permitió que la tasa de morosidad global de los bonos de alto rendimiento (de baja calidad crediticia) descendiese hasta el 5,2% en 2003, frente al 8,4% anotado en 2002, de acuerdo con la agencia de calificación Moody's. El sector de las telecomunicaciones fue el más moroso por tercer año consecutivo. En 2003 también se frenó el deterioro de la calidad crediticia. Así, la ratio de revisiones de calificación crediticia a la baja frente al alza de bonos con grado especulativo pasó de 4 a 1 en 2002 a menos de 2 a 1 en 2003, según la agencia especializada Moody's.

## LA AVERSIÓN AL RIESGO SE REDUCE

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



**La prima de riesgo de los bonos de los países emergentes marca un mínimo histórico.**

La aversión al riesgo, medida por el diferencial frente a los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo, se redujo considerablemente en 2003, situándose al final del año lejos de los máximos alcanzados en octubre de 2002, gracias a la mejora de las perspectivas económicas. En las primeras semanas de enero de 2004 continuó disminuyendo. En particular, las primas de riesgo de los bonos emitidos por los países emergentes decrecieron hasta marcar niveles récord.



## ACTIVIDAD ECONÓMICA

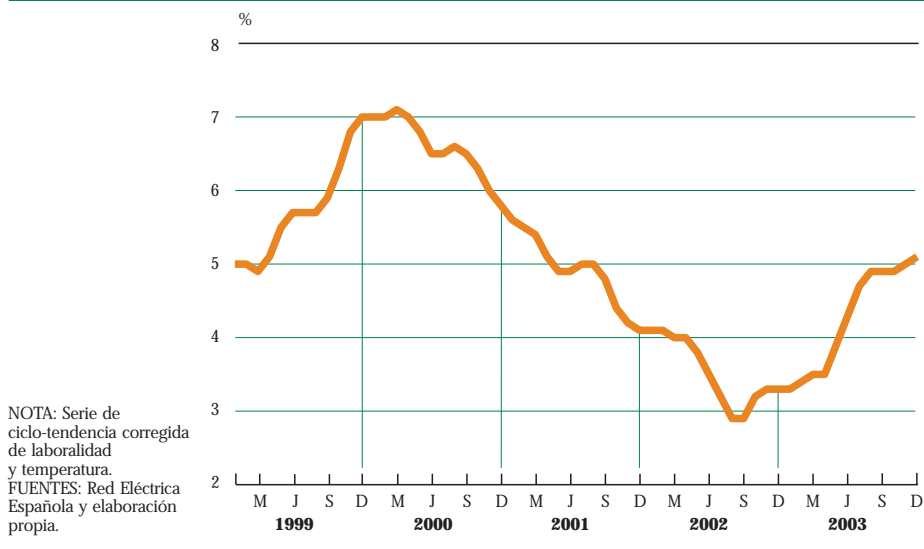
Indicadores de actividad: 2003 acaba en recuperación

**Prosigue la expansión de la actividad económica...**

La información disponible relativa al último trimestre de 2003 no muestra en principio ningún cambio sustancial en las tendencias de fondo de la actividad económica española. Todo apunta a que se mantuvo en dicho periodo el dinamismo del consumo y de la construcción, situación que parece perdurar en los inicios de 2004. El aumento sostenido del ritmo de actividad se traduce, por ejemplo, en la aceleración del consumo de electricidad que, tras eliminar los efectos de calendario y temperatura, crecía por encima del 5% interanual al final de 2003, en términos de ciclo tendencia.

### LA ACELERACIÓN DEL CONSUMO ELÉCTRICO REFLEJA EL TONO EXPANSIVO DE LA ACTIVIDAD

Variación interanual del consumo de electricidad



**...y se constata un mejor tono global en la industria, excepto en el capítulo de bienes de consumo...**

Por otra parte, se perciben ahora señales más positivas en la industria en comparación con meses anteriores, si atendemos al perfil de crecimiento del índice de producción industrial, que acusó una ligera inflexión al alza a partir de octubre, debido fundamentalmente al impulso de la producción de energía y de bienes de equipo y, en menor medida, de bienes intermedios. Por contra, la producción de bienes de consumo presenta una evolución menos favorable, lo que, teniendo en cuenta el buen tono de la demanda, apuntaría hacia una mayor penetración de bienes

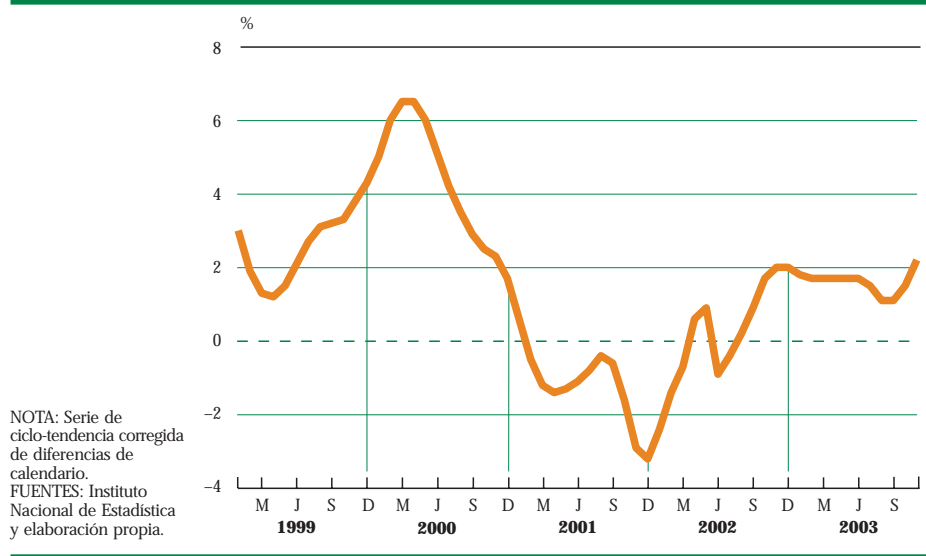
importados en el mercado. Este hecho, si se ve confirmado en el futuro, debería interpretarse como una eventual pérdida de competitividad de la industria nacional en determinados segmentos (el textil y la electrónica de consumo, entre otros).

*...que registra caídas importantes en algunas ramas, como la industria textil y la electrónica de consumo.*

Dentro de esta tónica general, algunas ramas de actividad industrial mantuvieron un comportamiento bastante expansivo a lo largo de 2003. Es el caso, por ejemplo, de la industria química, la fabricación de papel, los vehículos a motor, la maquinaria y material eléctrico y los equipos médicos, con crecimientos acumulados hasta noviembre situados entre el 3,5% y el 5%. Otras, en cambio, presentan resultados muy pobres, como la industria textil, la confección y el cuero, con descensos acumulados del 7,4%, 4,2% y 10,1%, respectivamente, y los equipos informáticos y el material electrónico, que registraron caídas del 38,0% y 12,5%.

### MEJORA EL PULSO DE LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL AL FINAL DE 2003

Variación interanual del índice de producción industrial



*En cambio, mejoran las expectativas para la fabricación de bienes de equipo.*

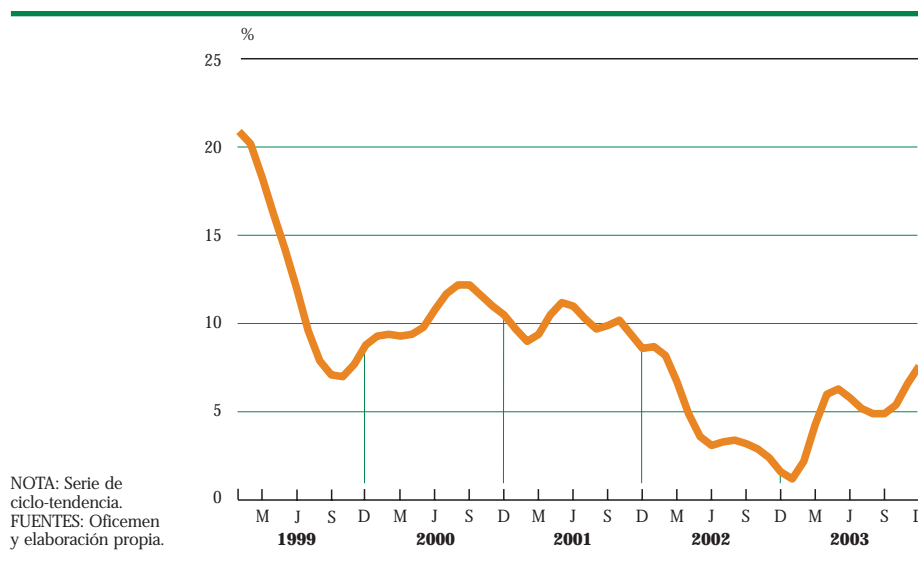
A pesar del progreso global apuntado, el indicador de clima industrial no evidencia todavía una mejora clara, tendiendo incluso a empeorar ligeramente, sobre todo con respecto a las expectativas del comportamiento futuro de la cartera de pedidos de bienes de consumo, en línea con lo expuesto anteriormente. En cambio, las perspectivas son mucho más optimistas en cuanto a la evolución de la cartera de bienes de equipo.

*La construcción mantiene un considerable dinamismo, a tenor de la evolución de los principales indicadores...*

Por lo que se refiere a la construcción, la aceleración de la tendencia de crecimiento del consumo de cemento en la segunda mitad de 2003 es un claro exponente del dinamismo que conserva todavía dicho sector. En el segmento de la vivienda, algunos indicadores adelantados mantienen un tono fuertemente expansivo, aunque tendiendo, no obstante, a moderarse. Los datos disponibles más actualizados se refieren al número de viviendas a construir según los visados de obra nueva de los colegios de aparejadores y arquitectos técnicos, que aumentaron un 14,1% durante el tercer trimestre de 2003 y un 20,2% en octubre.

## EL CONSUMO DE CEMENTO COBRA UN NUEVO IMPULSO

Variación interanual del consumo de cemento



**...con expectativas relativamente favorables para los próximos meses.**

En diciembre, mejoró el indicador de clima de la construcción elaborado a partir de la encuesta del Ministerio de Ciencia y Tecnología (se situó en siete puntos positivos), gracias principalmente al impulso de la obra pública. Por otra parte, las expectativas del sector en lo referente a la evolución de la cartera de pedidos, la producción y el empleo en los próximos tres meses eran también relativamente optimistas.

**Discreto balance del turismo extranjero hasta noviembre, compensado parcialmente por los buenos resultados del turismo interior.**

En cuanto a los servicios, se aprecia globalmente un tono expansivo, sobre todo en los sectores de comercio, transporte, tecnologías de la información y la comunicación y servicios a empresas. En cambio, por lo que se refiere al turismo, el balance es más bien discreto. La entrada de turistas extranjeros registró un crecimiento nulo hasta noviembre y los ingresos contabilizados en la balanza de pagos por dicho concepto crecieron un 4,0% interanual en términos nominales (apenas un 1% real) hasta octubre, en línea con el ligero aumento de las pernoctaciones causadas en hoteles nacionales (0,7%). En cambio, el turismo interior mostró un mayor dinamismo, con un aumento de las pernoctaciones próximo al 5%.

**Tono global favorable en los transportes.**

En el sector de transportes, la coyuntura es en general favorable en el tráfico de mercancías y en algunas líneas de pasajeros. En concreto, el transporte aéreo de pasajeros creció un 7,4% de promedio en 2003, haciéndolo con más intensidad en el tráfico interior (8,1%) que en las líneas internacionales (6,9%). También el pasaje marítimo aumentó un 5,1% hasta septiembre, al contrario de lo observado en las líneas interurbanas y el ferrocarril, que registran descensos significativos.

**Avance sostenido del consumo...**

Por el lado de la demanda, el consumo continúa registrando un avance sostenido. Durante los meses de octubre y noviembre, el índice de ventas del comercio minorista creció un 5,4%, con respecto al mismo periodo del año anterior, equivalente a un 2,6% real (descontando la inflación). En estos dos meses, el aumento de las ventas fue superior en las grandes superficies (un 6,5% real).

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2001	2002	2002	2003					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad (1)	4,8	3,7	3,8	3,2	3,5	5,3	3,4	6,0	5,4
Índice de producción industrial (2)	-1,5	0,2	2,5	1,5	1,7	1,0	1,4	2,1	...
Indicador de clima industrial (3)	-5,3	-5,8	-5,2	-2,7	-0,8	-2,7	-0,1	-0,6	-1,3
Utilización capacidad productiva (4)	79,2	78,1	80,3	78,9	77,7	79,8	-	80,4	-
Imp. bienes intern. no energ. (5)	4,6	6,4	14,9	10,6	7,8	-0,1	-1,5	...	...
<b>Construcción</b>									
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	7,0
Viviendas (visados obra nueva)	-6,2	4,3	6,5	23,9	21,7	14,1	20,2	...	...
Licitación oficial	71,6	18,0	34,6	34,7	21,4	-34,0	-43,6	...	...
<b>Servicios</b>									
Ventas comercio minorista	7,1	5,7	5,9	5,6	5,9	5,4	7,0	3,6	...
Turistas extranjeros	4,6	4,3	7,1	-0,8	5,1	-3,0	0,1	0,0	...
Ingresos turismo	8,5	-2,9	1,0	0,3	7,5	3,9	3,0	...	...
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	9,2
Consumo de gasóleo automoción	7,5	6,1	6,6	10,2	8,5	7,2	6,0	...	...

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.

### **...con un notable aumento de las matriculaciones de turismos...**

Otro exponente del tono expansivo del consumo lo ofrece el impulso cobrado por las matriculaciones de vehículos en los últimos meses de 2003. Las ventas de turismos crecieron un 10,3% durante el cuarto trimestre, cerrándose el ejercicio con un crecimiento acumulado del 3,8%, que supera las expectativas creadas en los meses iniciales. En igual sentido, las matriculaciones de vehículos todo terreno aumentaron un 21,6% en el cuarto trimestre y un 13,0% de promedio en el conjunto del año. El incremento de las ventas de motocicletas fue también muy intenso (21,3% hasta noviembre).

### **...y una aceleración de las importaciones...**

Desde otra perspectiva, es significativa la aceleración que han experimentado las importaciones de bienes de consumo. De julio a octubre crecieron un 11,0% real frente al 9,2% registrado en la primera mitad del año, con un comportamiento bastante similar de los bienes alimenticios y los artículos restantes. Esta evolución contrasta con la debilidad de la producción interior de bienes de dicha naturaleza, aludida anteriormente, que cayó un 0,7% de julio a noviembre, frente al incremento del 1,1% registrado en la primera mitad del año.

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

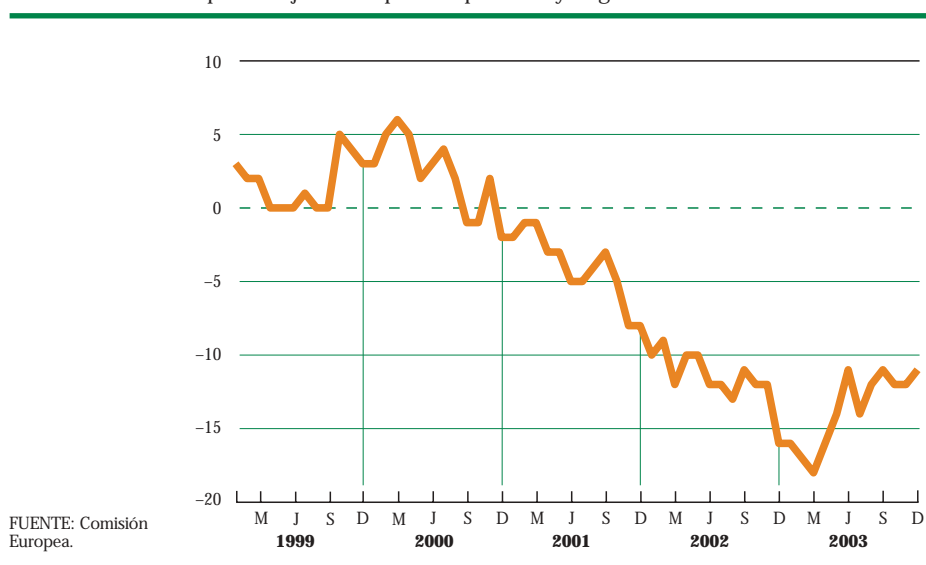
(\*\*) En volumen.

(\*\*\*) 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.

## EL SENTIMIENTO DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES PROGRESA CON LENTITUD

Diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas



*...a pesar del lento progreso de la confianza de los consumidores.*

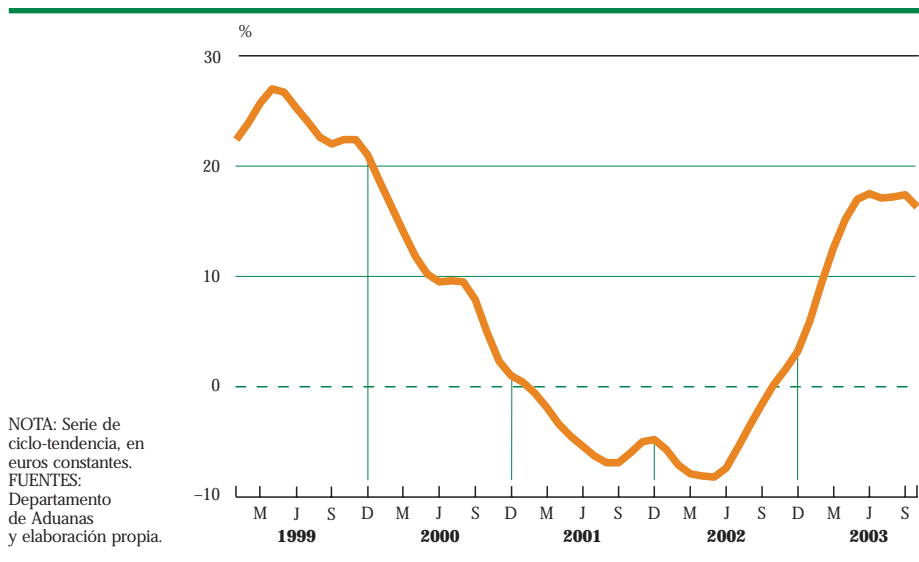
*La inversión en bienes de equipo mantiene un claro signo expansivo.*

El buen tono del consumo se justifica por la evolución expansiva de las rentas salariales (crecieron un 3,7% de promedio entre enero y octubre, en términos reales), el estímulo de los bajos tipos de interés y, en cierta medida también, el efecto riqueza derivado de la revalorización de los activos inmobiliarios y financieros. En este contexto, el índice de confianza de los consumidores marcó una tendencia de progreso gradual a lo largo de 2003, sin abandonar, no obstante, las cotas negativas.

Por último, la inversión en bienes de equipo continúa en expansión. Al fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital (aumentaron un 17,3% real entre enero y octubre) cabe añadir ahora el mejor tono de la producción interior en los últimos meses (crecieron un 4,1% durante los meses de octubre y noviembre, con respecto al mismo periodo del año anterior). En igual sentido, las matriculaciones de vehículos industriales aumentaron un 13,5% en 2003.

### LAS IMPORTACIONES DE BIENES DE EQUIPO MANTIENEN UN RITMO EXPANSIVO ELEVADO

Variación interanual de las importaciones de bienes de capital



---

## MERCADO DE TRABAJO

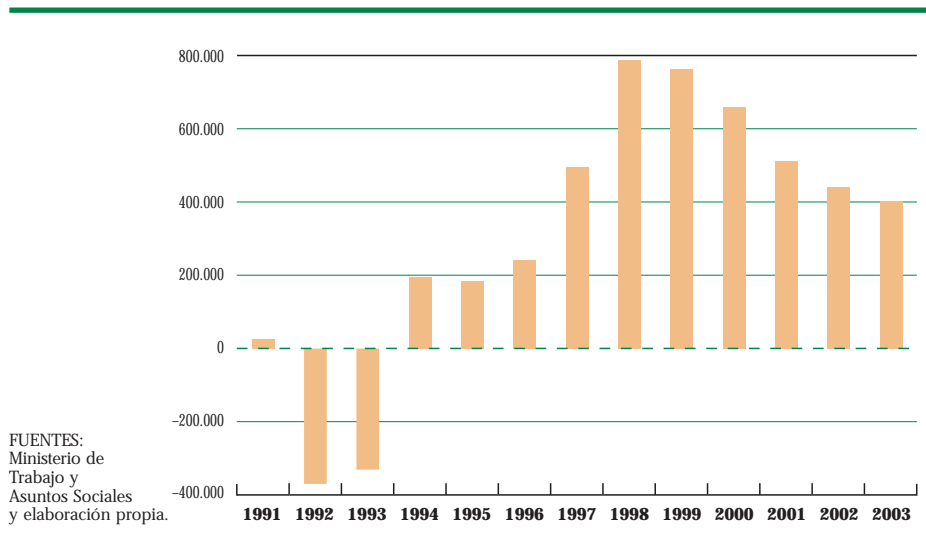
### Notable solidez del empleo en 2003

**La afiliación a la Seguridad Social crece un 2,5% en 2003.**

El número de afiliados en alta a la Seguridad Social disminuyó en 277.340 en diciembre, descenso más intenso que el registrado en el mismo mes de 2002. Por ello, el ritmo de crecimiento de las altas laborales a la Seguridad Social se debilitó de modo apreciable, medio punto porcentual, hasta un 2,5% interanual. El menor tono de la afiliación en el último mes del año empañó ligeramente el balance del ejercicio, que pese a todo fue claramente positivo. En efecto, el incremento medio de la afiliación se situó en un 3,0%, el mismo nivel que el año anterior.

### SE MODERA EL CRECIMIENTO DE AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación anual en el número de altas a la Seguridad Social



**Moderación significativa de las nuevas altas laborales de población inmigrada.**

A finales de 2003, el número total de afiliados en alta laboral ascendió a 16.589.561, de los que 923.218, el 5,6%, eran extranjeros. Este colectivo ha concentrado una buena parte del aumento de la afiliación, aunque en menor medida que en el año precedente. En efecto, un 23,4% de las 401.171 nuevas altas a la Seguridad Social en 2003 correspondieron a ciudadanos no españoles, mayoritariamente de países no pertenecientes a la Unión Europea, mientras que en 2002 esa proporción alcanzó algo más de un 51%. Este cambio se explica por la progresiva normalización del proceso de integración de la población inmigrada en el mercado laboral.

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2001	2002	2002			2003			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
<b>Afiliados a la Seguridad Social</b>									
Asalariados	4,6	3,5	3,3	3,6	3,4	2,9	3,2	3,1	2,4
<i>Industria</i>	1,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	...
<i>Construcción</i>	7,3	5,8	5,2	5,8	4,8	3,8	3,3	3,9	...
<i>Servicios</i>	5,6	4,4	3,9	4,0	4,3	3,9	4,5	4,5	...
No asalariados	1,0	0,9	1,4	1,7	2,2	2,5	2,7	2,8	3,0
<b>Total</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Población ocupada (*)</b>	<b>3,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	-	...	-
<b>Puestos de trabajo (**)</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	-	...	-
<b>Contratos registrados (***)</b>									
Indefinidos	8,0	-1,6	-8,1	8,0	-6,7	-6,2	-6,4	0,6	11,0
Temporales	1,0	1,1	-1,4	7,9	-2,8	1,5	1,5	9,9	19,3
<b>Total</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>7,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>9,0</b>	<b>18,6</b>

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.

### **La creación de nuevo empleo se concentra en pocas sectores.**

Por ramas de actividad, y con datos referidos a los once primeros meses del año, el mayor crecimiento relativo de la afiliación se concentró en ciertas ramas del terciario. Así, destacan el saneamiento público, las inmobiliarias, el transporte aéreo y marítimo, los servicios personales y a empresas, la administración pública, la sanidad y también la construcción. En el lado opuesto, la industria textil, los fabricantes de equipos informáticos, el cuero y calzado y la minería del carbón experimentaron reducciones intensas en su nivel de empleo. Con todo, la generación de nuevo empleo en valor absoluto se concentró en muy pocas ramas de actividad. Concretamente, construcción, servicios a empresas, comercio al mayor y menor, administración pública, sanidad y servicios sociales, hostelería e inmobiliarias concentraron el 80% de las nuevas altas a la Seguridad Social en los once primeros meses de 2003.

### **Las contrataciones registradas en el INEM crecen un 3,4% en 2003.**

El balance favorable del mercado laboral en 2003 queda también corroborado por las cifras de colocaciones registradas en el Instituto Nacional de Empleo (INEM), que aumentaron de modo intenso en diciembre dejando el acumulado anual en un incremento del 3,4%, muy superior al del año precedente. Con todo, el aumento de la contratación en 2003 se debió exclusivamente al crecimiento de las fórmulas temporales, en particular a tiempo parcial, pues las colocaciones de tipo indefinido cedieron un 1,0%.



## EL NUEVO EMPLEO SE CONCENTRA EN POCOS SECTORES

Variación de las altas a la Seguridad Social en el periodo enero-noviembre 2003



### Modesto aumento del paro registrado en 2003

**El paro registrado mantiene un ritmo de aumento estable y moderado.**

El número de parados registrados en el INEM aumentó en 12.290 en diciembre, superándose ligeramente el registro del mismo mes del año anterior. De este modo, el ritmo interanual de crecimiento del desempleo se aceleró prácticamente de modo inapreciable para situarse en un 1,4%. Este comportamiento vino a confirmar la tónica de estabilidad del desempleo de los últimos meses.

**El balance de 2003, sin ser favorable, mejora el del año precedente.**

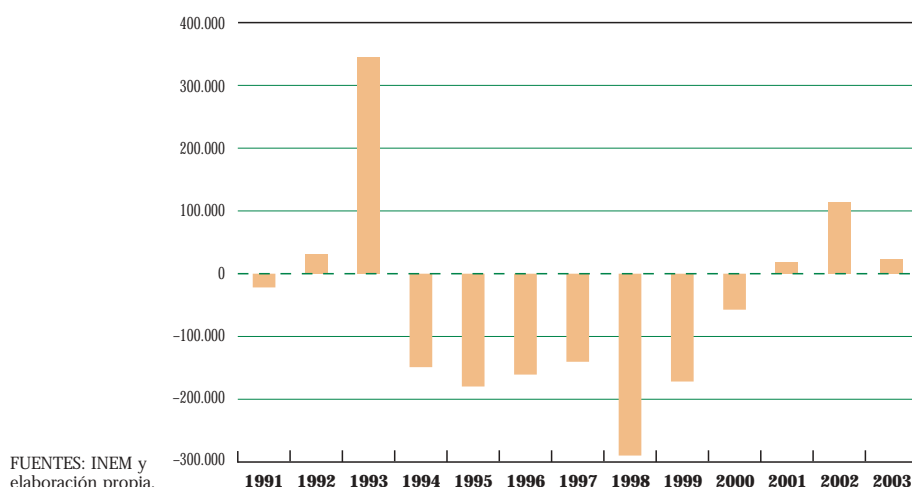
El aumento del desempleo en diciembre contribuyó, lógicamente, a empeorar el balance acumulado del año que, con todo, fue claramente mejor al del ejercicio anterior. En efecto, el incremento del paro registrado en 2003 fue únicamente de 23.419 personas, prácticamente la quinta parte de 2002. Con todo, el saldo final de 2003 se aleja sensiblemente de los mejores años del ciclo expansivo, en que la norma fue el descenso intenso del desempleo.

**El aumento del desempleo se concentra en la construcción y los servicios.**

El incremento del desempleo en 2003 fue especialmente visible en los servicios y en la construcción, pues tanto en la industria como en la agricultura su nivel se redujo levemente respecto al año precedente. Por otra parte, cayó también la cifra de demandantes de un primer empleo, probablemente a causa de la mengua de los segmentos de población más jóvenes. En este sentido, resulta especialmente significativa la disminución del desempleo juvenil, es decir, el de las personas menores de 25 años.

## EL PARO REGISTRADO AUMENTA LIGERAMENTE EN 2003

Variación anual del número de parados registrados



## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Diciembre 2003

	Parados	Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>				
Agricultura	37.924	-288	-0,8	2,2
Industria	264.293	-5.496	-2,0	15,4
Construcción	211.888	12.448	6,2	12,4
Servicios	968.715	23.375	2,5	56,6
Primer empleo	228.667	-6.620	-2,8	13,4
<b>Por sexos</b>				
Hombres	725.262	12.700	1,8	42,4
Mujeres	986.225	10.719	1,1	57,6
<b>Por edades</b>				
Menores de 25 años	257.750	-9.815	-3,7	15,1
Resto de edades	1.453.737	33.234	2,3	84,9
<b>TOTAL</b>	<b>1.711.487</b>	<b>23.419</b>	<b>1,4</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: INEM y elaboración propia.

**El paro desciende en las regiones centrales del valle del Ebro, Madrid y Andalucía en 2003.**

Por comunidades autónomas, la situación se mostró claramente dispar. Las comunidades centrales del valle del Ebro (Aragón, Rioja, Navarra) registraron una mejora progresiva e intensa del desempleo acabando el año con descensos entre el 6% y el 10%. Favorable también fue el comportamiento del paro en regiones como Madrid y Andalucía, donde el descenso fue del orden del 2%. También en el País Vasco disminuyó ligeramente el paro. En el resto de comunidades el ejercicio 2003 acabó con un volumen de paro superior al del año precedente destacando Canarias y Valencia donde creció un 10,7% y un 6,5% respectivamente.

PARO REGISTRADO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS  
Diciembre 2003

	Parados	Variación sobre diciembre de 2002		% participación
		Absoluta	%	
Andalucía	366.297	-8.962	-2,4	21,4
Aragón	33.327	-2.659	-7,4	1,9
Asturias	55.236	952	1,8	3,2
Baleares	37.576	820	2,2	2,2
Canarias	102.228	9.878	10,7	6,0
Cantabria	24.258	1.282	5,6	1,4
Castilla-La Mancha	80.758	3.848	5,0	4,7
Castilla y León	102.277	2.262	2,3	6,0
Cataluña	206.705	3.173	1,6	12,1
Comunidad Valenciana	142.940	8.726	6,5	8,4
Extremadura	64.770	2.864	4,6	3,8
Galicia	157.337	6.322	4,2	9,2
Madrid	192.793	-3.844	-2,0	11,3
Murcia	36.628	336	0,9	2,1
Navarra	17.555	-1.245	-6,6	1,0
País Vasco	74.792	-806	-1,1	4,4
La Rioja	7.376	-747	-9,2	0,4
Ceuta y Melilla	8.634	1.219	16,4	0,5
<b>TOTAL</b>	<b>1.711.487</b>	<b>23.419</b>	<b>1,4</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: INEM y elaboración propia.

---

## PRECIOS

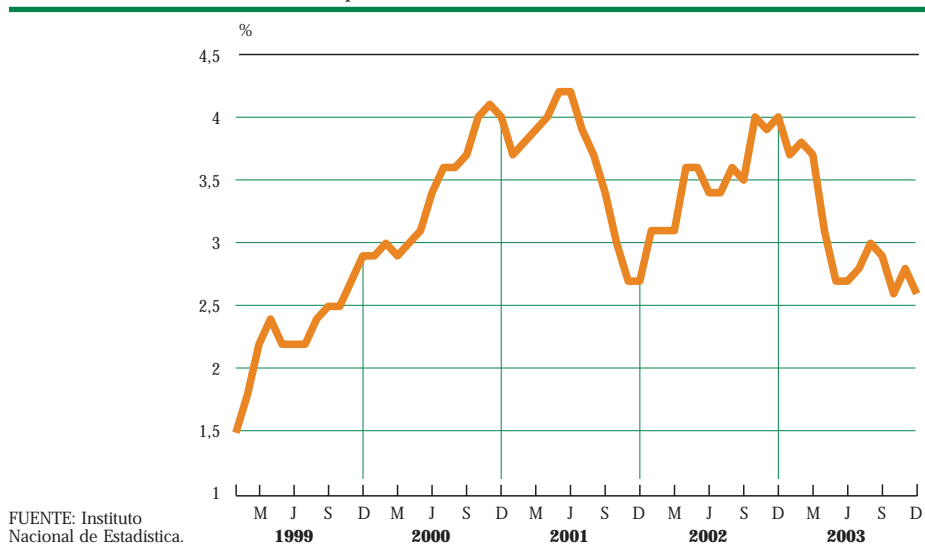
La inflación acaba el año en un moderado 2,6%

**La tasa de inflación cede 1,4 puntos en el último año.**

La tasa de inflación, medida por el índice de precios de consumo (IPC), disminuyó dos décimas de punto en diciembre y se situó en un 2,6% interanual, un punto y cuatro décimas por debajo de diciembre del año precedente. El favorable balance de 2003 se refleja también, aunque en menor medida, en la inflación media anual, que se situó en un 3,0%, medio punto por debajo del año anterior. En cualquiera de los dos casos la tasa de inflación es la menor de los últimos cinco años.

### 2003 CIERRA CON EL MENOR IPC EN 5 AÑOS

Variación interanual del índice de precios de consumo



**La contención del coste del petróleo importado es clave en la reducción de la inflación.**

La mejora de la tasa de la inflación en 2003 ha sido posible gracias a un cúmulo de factores entre los que destaca la moderación de coste del petróleo importado, que ha incidido directamente en el precio de la energía y, en particular, en los carburantes derivados del petróleo. En efecto, estos precios han pasado de crecimientos superiores al 8% en tasa interanual en diciembre de 2003 a caer ligeramente en diciembre de 2004. No es de extrañar, así, que el grupo de transporte explique el 42,5% de la reducción de la tasa de inflación en 2003, en la medida en que su trayectoria se halla determinada en gran medida por el precio de los combustibles.

## 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	0,2	2,6	2,6

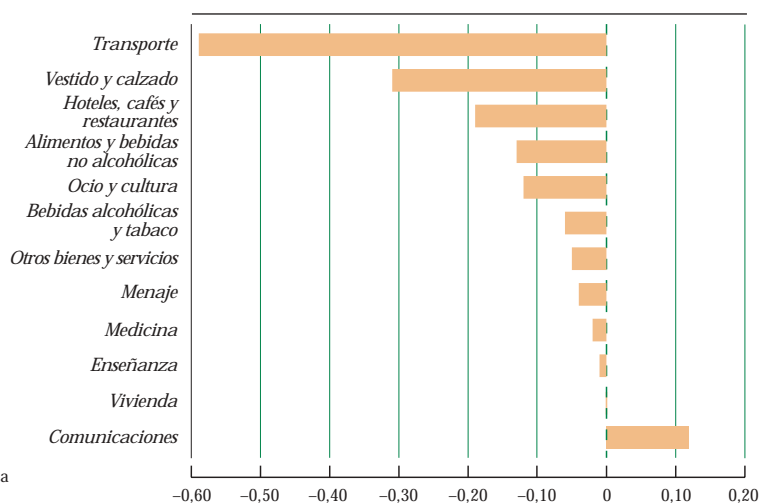
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**La fortaleza del euro y la competencia internacional favorecen el abaratamiento de las compras de bienes de consumo a países terceros.**

Otro factor determinante de la suavización de las tensiones inflacionistas ha sido, para ciertos bienes de consumo importados de terceros países, la propia fortaleza de la moneda europea y la creciente competencia internacional. En este sentido, el retroceso de los precios de los equipos informáticos o las intensas caídas del material de audio, fotografía y vídeo han favorecido la contención de los precios de los productos industriales no energéticos, que han acabado el año creciendo a un ritmo del 1,2%, un punto y cuatro décimas menos que en diciembre de 2002.

### TRANSPORTE Y VESTIDO, CLAVES EN LA REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN

Contribución en puntos porcentuales al cambio en la tasa de inflación



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**Las prendas textiles contribuyen decisivamente a la reducción del IPC.**

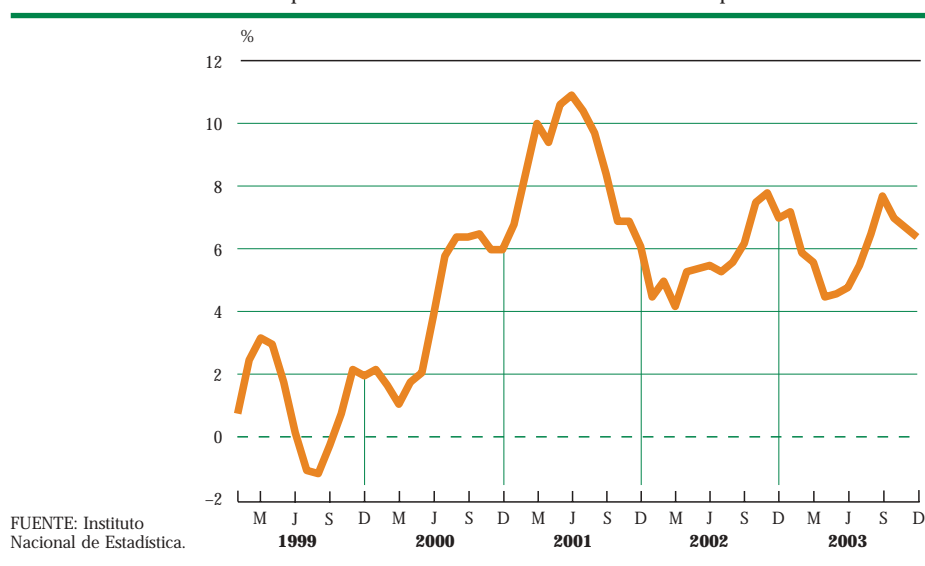
**La superación del efecto de base derivado de la introducción del euro favorece también el recorte de la inflación en los servicios turísticos.**

En este mismo ámbito, también resulta relevante la intensa contribución negativa a la tasa de inflación del componente de vestido y calzado. Concretamente, algo más de tres décimas de punto de la reducción total de la tasa de inflación se explican por este grupo del IPC. El notable crecimiento de las importaciones textiles, de confección y de calzado (superior a 30% en valor con datos hasta septiembre) puede haber saturado un mercado notablemente competitivo y relativamente poco dinámico dentro del conjunto del consumo privado.

En tercer lugar, y no menos importante, aparece el impacto de la superación del efecto de base que supuso la introducción del euro a principios de 2002. Este efecto habría sido especialmente relevante en el ámbito de los servicios de hostelería y turismo, principalmente, bares y restaurantes, que redondearon sus precios al alza en 2002. El crecimiento interanual de esta rúbrica del IPC se ha situado en cotas mínimas y muy alejadas de los valores cercanos al 5% en que iniciara el ejercicio.

### LOS ALIMENTOS FRESCOS SE MODERAN DENTRO DE COTAS ELEVADAS

Variación interanual del componente de alimentos frescos del índice de precios de consumo



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Este efecto no se aprecia, en cambio, en los alimentos frescos por las dificultades de determinados mercados agrarios.**

Este mismo efecto de base no se ha apreciado con la intensidad esperada, en cambio, en el ámbito de los productos alimenticios, principalmente frescos. Las notables tensiones vividas en determinados mercados agrarios durante 2003, en parte derivadas de la adversa climatología, han presionado los precios en origen al alza y, lógicamente, los precios finales se han resentido de esta situación. De este modo, los precios de los alimentos frescos han acabado 2003 creciendo a una tasa del 6,4%, todavía muy elevada y únicamente seis décimas inferior a la del año precedente.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES  
Diciembre

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

NOTAS: (\*) Base 2001 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**La mejora del IPC no excluye riesgos futuros en mercados rígidos y de demanda sostenida.**

La mejora del IPC se ha producido en un contexto de relativa solidez del consumo privado y sobre un fondo de resistencia a la baja de los precios de determinados servicios. En este sentido, la positiva trayectoria del IPC no excluye la consideración de los riesgos que derivan de la situación de mercados, donde la falta de competencia y las rigideces de la oferta dificultan la adaptación de las políticas de fijación de precios a la cultura de moderación que se ha instalado en las economías occidentales en los últimos años. En este sentido, no debe olvidarse que la inflación subyacente (aquella que excluye los alimentos no elaborados y la energía) desde la segunda mitad de los noventa se ha mantenido en cotas relativamente moderadas (por debajo del 3% en promedio), en particular si se compara con los niveles alcanzados en los umbrales de la década anterior (en torno al 6%).

# ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Diciembre

	Índices (**)	% variación mensual		% variación anual	
		2002	2003 (*)	2002	2003 (*)
Andalucía	108,0	0,3	0,1	3,9	2,6
Aragón	108,1	0,2	0,0	4,1	2,4
Asturias	108,4	0,4	0,2	3,8	2,4
Baleares	108,0	0,4	0,0	4,5	2,3
Canarias	105,9	0,3	0,3	3,2	1,9
Cantabria	107,9	0,2	0,1	3,7	2,6
Castilla y León	107,6	0,2	0,1	3,6	2,1
Castilla-La Mancha	108,0	0,2	0,2	3,8	2,6
Cataluña	109,1	0,6	0,3	4,3	3,1
Comunidad Valenciana	107,8	0,3	0,1	4,1	2,4
Extremadura	106,9	0,2	0,0	3,5	2,1
Galicia	108,6	0,3	0,1	4,3	2,3
Madrid	108,2	0,3	0,2	3,9	2,6
Murcia	109,1	0,3	0,2	4,4	3,2
Navarra	108,7	0,3	0,3	4,0	2,8
País Vasco	108,1	0,2	0,1	3,9	2,6
La Rioja	108,7	0,4	0,1	3,8	2,4
Ceuta y Melilla	108,9	0,4	0,2	4,0	3,6
<b>Total nacional</b>	<b>108,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>

NOTAS: (\*) Cifras provisionales.

(\*\*) Base 2001 = 100.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**La reducción de la tasa de inflación es general por comunidades autónomas y de intensidad similar.**

Desde una perspectiva territorial, la reducción de la inflación ha sido general en todas las comunidades autónomas y de intensidad similar. En la mayor parte de los casos, la disminución de la tasa interanual se ha alineado en torno a la media española, es decir, 1,4 puntos porcentuales. Las excepciones, correspondientes a Baleares, Aragón y Galicia, han venido principalmente por la vía de reducciones más ostensibles. Con todo, a finales de 2003 se mantenían algunas diferencias notables entre el ritmo de crecimiento de los precios entre comunidades. Así, las zonas más inflacionistas, con una tasa ligeramente superior al 3%, fueron Murcia y Cataluña. En el extremo opuesto figuran Canarias, con un 1,9%, y Castilla y León y Extremadura, con un 2,1%.

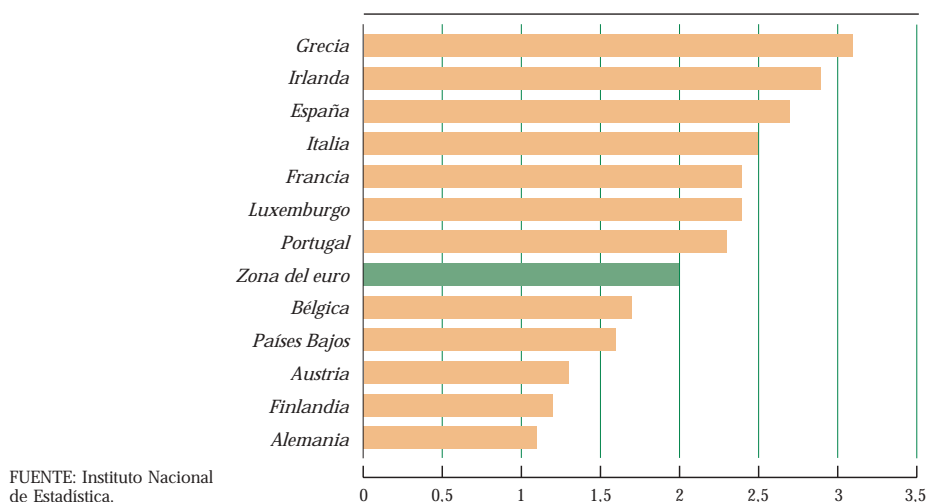
**El diferencial con la zona del euro se reduce a 0,7 puntos porcentuales en diciembre, el menor valor del año...**

La desaceleración de la tasa de inflación española calculada según el índice de precios de consumo armonizado (IPCA) hasta un 2,7% interanual en diciembre, fue de la misma intensidad que en el conjunto de la zona del euro, por lo que el diferencial se mantuvo en la misma cota que en el mes precedente, 0,7 puntos porcentuales. Con todo, la situación ha mejorado notablemente respecto a final de 2002, cuando el diferencial era de un punto y siete décimas. En media anual, no obstante, la reducción del diferencial ha sido algo menor.



## ESPAÑA, TERCER PAÍS MÁS INFLACIONARIO DE LA ZONA DEL EURO EN 2003

Porcentaje de variación interanual del índice de precios de consumo armonizado



**...gracias a la alimentación, vestido y transporte.**

La intensa reducción del diferencial de inflación con la zona del euro a lo largo de 2003 fue atribuible al comportamiento relativamente más favorable de los precios de la alimentación, de las bebidas y tabaco, del vestido y del transporte personal. Por el contrario, en componentes como las comunicaciones el impacto fue inverso en la medida en que el descenso de precios en la zona del euro fue muy superior al registrado por el IPCA español.

### Suave aumento de los precios industriales en 2003

**La energía juega un papel clave en la moderación de los precios industriales en 2003.**

Los precios industriales volvieron a una senda de moderación en diciembre tras el leve repunte experimentado el mes precedente. De este modo, el ritmo de aumento acabó el año en un 1,1% interanual, casi dos puntos por debajo de los máximos alcanzados en marzo. El buen comportamiento de los precios al mayor en 2003 fue principalmente reflejo de la intensa moderación de los precios de la energía a lo largo del ejercicio. En efecto, prácticamente la totalidad de la reducción de la tasa interanual de aumento de los precios se explica por este componente.

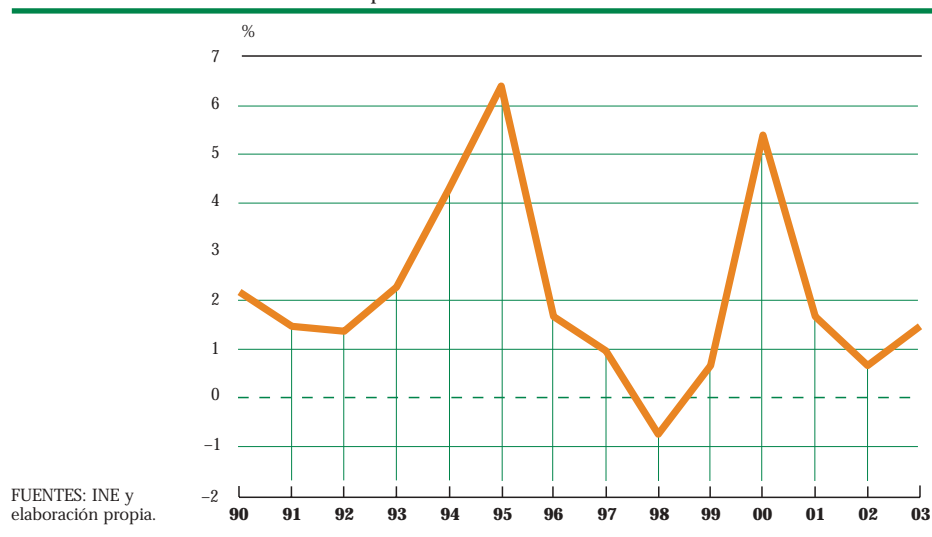
**Los productos alimenticios son el elemento disonante dentro de la tónica general de moderación de los precios a salida de fábrica.**

Relativamente favorable también ha sido el comportamiento de los precios de los bienes industriales intermedios, que han finalizado el año con un crecimiento muy modesto, un 0,9% interanual, e inferior al del año precedente, aunque mostrando un perfil levemente creciente desde principios del segundo semestre. En esta tónica de debilidad, pero con un notable estancamiento en cotas bajas, se han situado también los bienes de equipo, con un crecimiento interanual del 1,4% en diciembre. Menos positiva, en cambio, ha sido la evolución de los precios de los bienes de consumo, que acabaron el año a un ritmo de avance del 2,4%, superior en siete décimas al del mismo periodo de 2002. Esta aceleración se debió exclusivamente a los alimentos industrializados, ya que el resto de manu-

facturas de consumo moderaron sus precios, en particular en los meses finales del año.

### LOS PRECIOS INDUSTRIALES CRECEN UN 1,5% EN 2003

Variación media anual del índice de precios industriales



### INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

NOTA: (\*) Datos brutos corregidos.

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

***Debilidad de los precios de importación favorecida, en el comercio con países terceros, por la fortaleza del euro.***

Los precios de importación, por otra parte, continuaron con una tónica de debilidad relativa, especialmente en el ámbito de los precios energéticos, favorecidos por el euro fuerte, y también en el de los bienes de capital, donde la reducción alcanzó un 7,5% en los diez primeros meses del año. En el caso de los bienes de consumo, su variación acumulada hasta octubre fue del 0,1%, tasa prácticamente idéntica a la del año precedente, con un comportamiento algo menos favorable en los alimentos que en el resto de manufacturas. Finalmente, los bienes intermedios experimentaron un crecimiento en sus precios del 1,8%, que contrasta con el notable descenso del mismo periodo de 2002.

## SECTOR EXTERIOR

El déficit comercial crece un 14% hasta octubre

*El déficit comercial se modera en octubre pero el balance acumulado es claramente desfavorable.*

Los intercambios exteriores de mercancías mostraron una cierta debilidad en octubre, algo más intensa en el caso de las importaciones que de las exportaciones, lo que favoreció una leve disminución del déficit comercial en el mes. Pese a ello, el desequilibrio acumulado en los diez primeros meses superó en un 13,7% el del mismo periodo del año anterior, alcanzando la cifra de 37.398 millones de euros. La tasa de cobertura, es decir, la relación entre exportaciones e importaciones, se situó en un 75,4%, un punto y tres décimas por debajo de la del mismo periodo del año anterior.

COMERCIO EXTERIOR  
Enero-octubre 2003

	Importaciones			Exportaciones			Saldo Millones de euros	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación		
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	15.869	2,1	10,4	3.510	44,5	3,1	-12.360	22,1
Bienes de consumo	42.874	10,2	28,2	46.931	5,9	41,0	4.057	109,5
<i>Alimenticios</i>	<i>10.189</i>	<i>10,4</i>	<i>6,7</i>	<i>13.986</i>	<i>6,3</i>	<i>12,2</i>	<i>3.797</i>	<i>137,3</i>
<i>No alimenticios</i>	<i>32.686</i>	<i>9,6</i>	<i>21,5</i>	<i>32.945</i>	<i>4,6</i>	<i>28,8</i>	<i>259</i>	<i>100,8</i>
Bienes de capital	23.774	8,6	15,6	13.705	5,8	12,0	-10.068	57,6
Bienes intermedios no energéticos	69.448	7,0	45,7	50.422	3,7	44,0	-19.027	72,6
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	97.172	8,5	63,9	82.662	7,3	72,2	-14.509	85,1
<i>Zona del euro</i>	<i>84.135</i>	<i>8,3</i>	<i>55,4</i>	<i>69.234</i>	<i>8,4</i>	<i>60,4</i>	<i>-14.901</i>	<i>82,3</i>
Países terceros	54.794	6,0	36,1	31.905	1,9	27,8	-22.889	58,2
<i>Europa Este y ex-URSS</i>	<i>6.571</i>	<i>5,4</i>	<i>4,3</i>	<i>4.966</i>	<i>7,4</i>	<i>4,3</i>	<i>-1.604</i>	<i>75,6</i>
<i>Estados Unidos</i>	<i>5.524</i>	<i>-4,8</i>	<i>3,6</i>	<i>4.662</i>	<i>-1,7</i>	<i>4,1</i>	<i>-862</i>	<i>84,4</i>
<i>Japón</i>	<i>3.904</i>	<i>11,6</i>	<i>2,6</i>	<i>824</i>	<i>-2,2</i>	<i>0,7</i>	<i>-3.080</i>	<i>21,1</i>
<i>América Latina</i>	<i>6.300</i>	<i>-0,5</i>	<i>4,1</i>	<i>5.448</i>	<i>-8,2</i>	<i>4,8</i>	<i>-852</i>	<i>86,5</i>
<i>OPEP</i>	<i>9.585</i>	<i>4,4</i>	<i>6,3</i>	<i>2.754</i>	<i>-5,8</i>	<i>2,4</i>	<i>-6.831</i>	<i>28,7</i>
<i>Resto</i>	<i>22.912</i>	<i>11,1</i>	<i>15,1</i>	<i>13.251</i>	<i>8,3</i>	<i>11,6</i>	<i>-9.661</i>	<i>57,8</i>
<b>TOTAL</b>	<b>151.966</b>	<b>7,6</b>	<b>100,0</b>	<b>114.567</b>	<b>5,8</b>	<b>100,0</b>	<b>-37.398</b>	<b>75,4</b>

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

***Las importaciones se debilitan, pero el aumento real acumulado crece todavía un 8,0%.***

Las importaciones crecieron un 1,7% en valor en octubre y su importe acumulado en los diez primeros meses se situó en 151.966 millones de euros, un 7,6% más que en el mismo periodo del año precedente. En términos de volumen, el incremento se elevó hasta un 8,0%, habida cuenta del leve descenso de los precios de importación. El freno de las importaciones en octubre fue especialmente visible en el ámbito de los bienes de capital y en los intermedios, mientras que por el contrario las compras de bienes de consumo siguieron con un vigor notable. Con todo, en lo transcurrido de año, el incremento real de las compras exteriores se mantuvo en cotas muy altas en bienes de capital (un 17,3%), notables en bienes de consumo (un 9,9%) y algo más débiles en bienes intermedios.

***Las exportaciones también pierden algo de fuerza pero su incremento hasta octubre alcanza el 7,0% real.***

Las exportaciones aumentaron también modestamente en octubre, un 3,6%, y su importe acumulado ascendió a 114.567 millones de euros, un 5,8% más que en el mismo periodo de 2002. En términos reales, el crecimiento medio se situó en un 7,0% gracias a la caída de precios de exportación. El mejor tono de las ventas exteriores en octubre correspondió a los bienes de consumo no alimenticio, siendo muy pobre el balance en bienes de capital e intermedios. En el conjunto de los diez primeros meses, el mayor crecimiento correspondió a bienes intermedios energéticos y bienes de capital, un 36,8% y un 16,8% real respectivamente. Estas tasas superaron claramente a las registradas por los bienes de consumo o intermedios no energéticos, un 6,7% y un 3,6% respectivamente.

***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 10,3% y un 5,5% en volumen respectivamente. En el ámbito de la Unión Europea destaca el aumento del valor de las expediciones a los Países Bajos, Italia y Alemania, por encima del 10% nominal en los tres casos. Entre los países terceros, el crecimiento fue especialmente sensible en el mercado chino (un 46,3% acumulado), de modo que la dimensión de ese mercado se equipara ya a la de Rusia y se acerca a la de Japón o Brasil. Por otra parte, las ventas a Europa del Este y África crecieron de modo apreciable, en contraste con los notables descensos registrados para los países asiáticos de nueva industrialización, América Latina y los países exportadores de petróleo. Finalmente, las exportaciones a Japón y Estados Unidos presentaron un balance algo peor al del año anterior, cediendo alrededor del 2% nominal.

## Acentuado aumento del déficit corriente

***El déficit corriente crece un 61% en los diez primeros meses del año.***

La balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 1.640 millones de euros en octubre, superior en un 52,8% al del mismo mes de 2002. Este incremento obedeció al cambio de signo en la balanza de rentas y, en menor medida, a la reducción del superávit por servicios, que en conjunto más que neutralizaron la leve mejora del déficit comercial y del saldo de transferencias. El desequilibrio acumulado en los diez primeros meses se situó, de este modo, en 16.657 millones de euros, un 61,1% más que en el mismo periodo del año anterior.

BALANZA DE PAGOS  
Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Octubre 2002	Octubre 2003	% variación
<b>Balanza corriente</b>			
Balanza comercial			
<i>Exportaciones</i>	131.496	139.900	6,4
<i>Importaciones</i>	-163.835	-178.422	8,9
Total	-32.340	-38.523	19,1
Servicios			
<i>Turismo</i>	28.514	29.573	3,7
<i>Otros servicios</i>	-1.982	-2.703	36,4
Total	26.532	26.870	1,3
Rentas	-9.980	-11.889	19,1
Transferencias	2.580	595	-76,9
<b>Total</b>	<b>-13.207</b>	<b>-22.946</b>	<b>73,7</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>8.112</b>	<b>6.770</b>	<b>-16,5</b>
<b>Balanza financiera</b>			
Inversiones directas			
<i>De España al exterior</i>	-21.831	-13.014	-40,4
<i>Del exterior a España</i>	23.270	17.244	-25,9
Total	1.439	4.230	194,0
Inversiones de cartera			
<i>De España al exterior</i>	-37.954	-62.437	64,5
<i>Del exterior a España</i>	36.969	33.711	-8,8
Total	-985	-28.726	-
Otras inversiones			
<i>De España al exterior</i>	-25.333	-1.420	-94,4
<i>Del exterior a España</i>	36.766	50.868	38,4
Total	11.433	49.448	332,5
<b>Total</b>	<b>11.887</b>	<b>24.952</b>	<b>109,9</b>
Errores y omisiones	-9.771	-4.745	-51,4
Variación de activos del Banco de España	2.979	-4.031	-

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

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

La ampliación del déficit corriente acumulado se explica principalmente por el incremento del desequilibrio comercial y en menor medida por el descenso del superávit de transferencias y por el aumento del desequilibrio de rentas. La balanza de servicios compensó parcialmente la situación al crecer su superávit un 3,3%. Dentro de esta rúbrica, el saldo turístico creció un 4,3%, aupado por el comportamiento relativamente favorable de los ingresos (aumento del 4,1% hasta octubre) en un contexto de moderada expansión de los pagos (un 3,1% en los diez primeros meses del año).

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

La cuenta de capital, por su parte, presentó un superávit de 6.389 millones de euros hasta octubre, inferior en un 10,2% al del año anterior. La necesidad de financiación por operaciones no financieras, resultado agregado de los saldos por cuenta corriente y de capital, se elevó hasta los 10.269 millones de euros, más de tres veces la registrada el mismo periodo de 2002.

***La inversión española directa en el exterior continúa cayendo con fuerza, mientras que la de cartera crece más del doble.***

La cuenta financiera, excluyendo las operaciones del Banco de España, registró unas entradas netas de 23.185 millones de euros hasta septiembre, algo más del doble que en el mismo periodo del año precedente. La inversión directa española en el exterior siguió disminuyendo intensamente, de modo que la caída acumulada alcanzó el 40,1% respecto al mismo periodo de 2002. Las inversiones de cartera, en cambio, crecieron de forma espectacular. La inversión extranjera directa en España, por su parte, se mostró muy débil cediendo un 27,9% hasta octubre. La inversión de cartera cayó un 10,6%.

## AHORRO Y FINANCIACIÓN

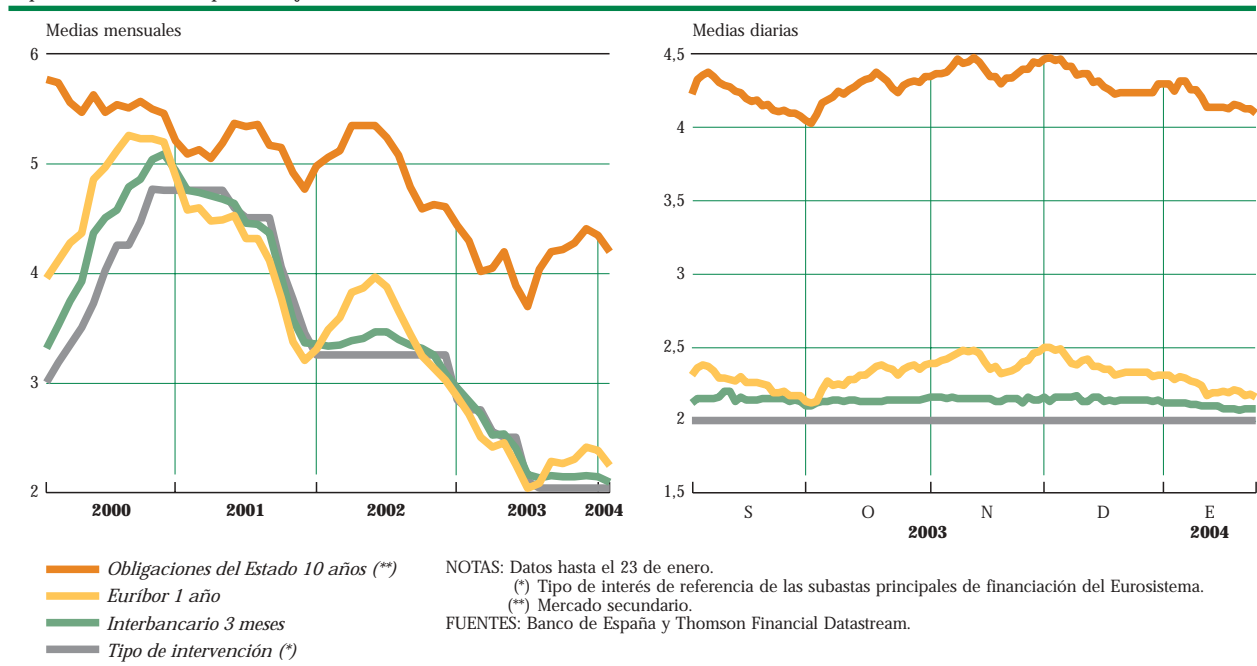
El tipo de interés interbancario a corto plazo marca un nuevo mínimo histórico

**El Banco Central Europeo mantiene el tipo de interés oficial en el 2%.**

En 2003 el tipo de interés oficial del Eurosistema bajó hasta un nivel mínimo después de dos recortes en los meses de marzo y junio. Desde entonces el Banco Central Europeo lo ha mantenido en el 2%. No obstante, en las últimas semanas las especulaciones sobre una posible nueva rebaja, debido a la fuerte subida del euro en los últimos meses y a la frágil reactivación de la economía europea, han propiciado que el tipo de interés interbancario a tres meses haya anotado un nuevo mínimo histórico. Los tipos de interés a largo plazo también han tendido a la baja en las últimas semanas, si bien no se han salido del rango de fluctuación del 4%-4,5% de los últimos meses.

### LIGEROS DESCENSOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Tipos de interés, en porcentaje anual





**El euríbor a un año baja 49 puntos básicos en 2003.**

El rendimiento de los depósitos interbancarios a tres meses disminuyó 82 puntos básicos a lo largo de 2003. En las primeras semanas de enero de 2004 siguió orientándose a la baja y el día 20 de enero registró un nuevo mínimo histórico al colocarse en 2,07%, 77 puntos básicos por debajo de doce meses antes. En cuanto al euríbor a un año, bajó 3 puntos básicos en media mensual en diciembre, situándose en el 2,38%. De esta forma, se redujo en 49 puntos básicos en 2003, aunque en diciembre se colocaba 37 puntos básicos por encima del mínimo histórico anotado en el mes de junio. El euríbor a un año en las primeras semanas de enero de 2004 tendió a la baja y se situó en el 2,16% al final de la cuarta semana del mes.

**TIPOS DE INTERÉS**

Medias mensuales en porcentaje anual

	Tipo de intervención (2)	Interbancario 3 meses	Euríbor 1 año (3)	Letras del Tesoro 1 año (4)	Bonos del Estado a 3 años (5)	Obligaciones del Estado a 10 años (5)	Obligaciones del Estado a 30 años (5)	Crédito tipo sintético bancario (6)	Acreedores tipo sintético bancario (6)
<b>2002</b>									
Diciembre	2,94	2,95	2,87	2,87	3,07	4,43	5,02	4,40	2,06
<b>2003</b>									
Enero	2,81	2,83	2,71	2,55	2,91	4,24	4,87	4,86	1,56
Febrero	2,77	2,71	2,50	2,20	2,70	4,01	4,75	4,77	1,51
Marzo	2,61	2,52	2,41	2,34	2,70	4,04	4,82	4,59	1,43
Abril	2,54	2,53	2,45	2,33	2,81	4,19	4,92	4,54	1,35
Mayo	2,56	2,40	2,25	2,05	2,51	3,88	4,69	4,46	1,35
Junio	2,20	2,16	2,01	1,84	2,24	3,69	4,57	4,28	1,21
Julio	2,08	2,13	2,08	1,98	2,50	4,03	4,87	4,11	1,16
Agosto	2,06	2,15	2,28	2,12	2,97	4,19	4,91	4,25	1,15
Septiembre	2,07	2,14	2,26	2,14	2,93	4,21	4,96	4,19	1,14
Octubre	2,05	2,14	2,30	2,09	2,97	4,27	5,00	4,17	1,14
Noviembre	2,02	2,15	2,41	2,28	3,11	4,40	5,06	4,14 (*)	1,15 (*)
Diciembre (*)	2,01	2,14	2,38	2,35	3,04	4,34	5,00	...	...
<b>2004</b>									
Enero (1)	2,00	2,08	2,16	2,17	2,66	4,10	4,86	...	...

NOTAS: (\*) Cifras provisionales.

(1) Día 23 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 termina 2003 en el mismo nivel que doce meses antes.**

Respecto a la deuda pública, la rentabilidad de las obligaciones del Estado a diez años finalizó 2003 prácticamente en el mismo nivel de doce meses antes, en el 4,30%, pero 90 puntos básicos por encima del mínimo de las últimas décadas del 16 de junio de 2003. En las primeras semanas de enero de 2004 se distendió y se situaba en el 4,10% el día 23. Por lo concerniente al diferencial con las obligaciones del Estado alemanas al

mismo plazo, que son la referencia en Europa, pasó de unos 7 puntos básicos al principio de 2003 a anularse en marzo de 2003. Después de algunas oscilaciones, en las primeras semanas de enero se colocaba de nuevo en torno a 0 puntos básicos. La desaparición de este diferencial ha sido posible por la mejora de las finanzas públicas españolas y el empeoramiento de las alemanas.

**El tipo de interés hipotecario del conjunto de entidades cae 0,92 puntos en 2003.**

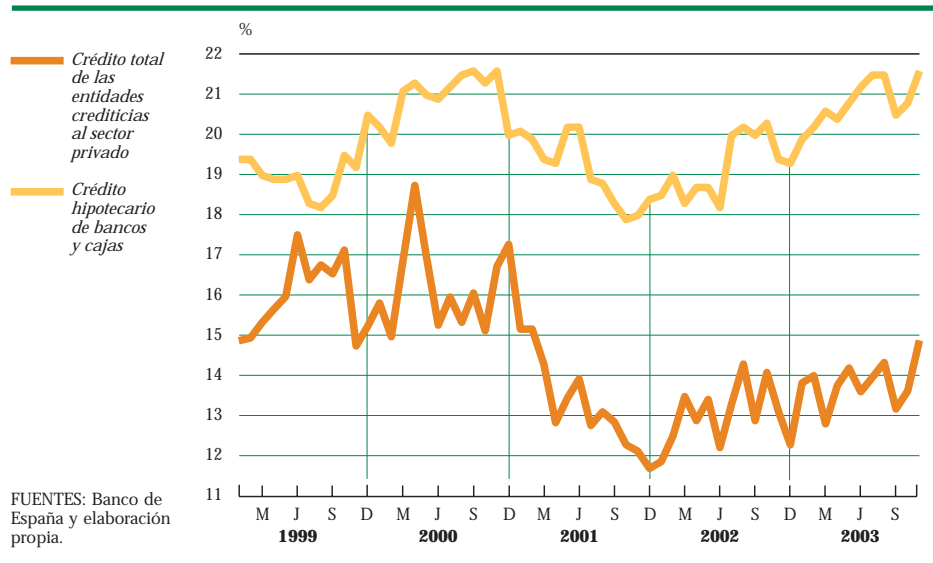
En cuanto a los tipos de interés bancarios, el tipo de interés de los préstamos hipotecarios a más de tres años para adquisición de vivienda libre del conjunto de entidades de crédito subió levemente en diciembre hasta el 3,46%. De este modo, se colocó 3 puntos básicos por encima del mínimo histórico de septiembre, pero en el transcurso de 2003 cayó 92 puntos básicos.

El crédito a las empresas y familias se expande a un vivo ritmo

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

El crédito bancario al sector privado aumentó el 14,9% en noviembre en relación con el mismo mes del año anterior, 1,3 puntos más que en octubre. El crédito a las empresas y familias ha seguido siendo estimulado por el crecimiento de la renta y por unos reducidos tipos de interés, y se incrementó a un ritmo más del doble del de la media de la eurozona.

**FUERTE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO**  
Tasa de variación anual



**La tasa de morosidad bancaria marca un nuevo mínimo histórico.**

Los créditos dudosos del conjunto de las entidades de crédito continuaron disminuyendo, y anotaron un decremento interanual del 10,1%, de manera que la tasa de morosidad marcó el mínimo de los últimos años, el 0,95%, en noviembre. La correspondiente ratio de morosidad de bancos y cajas (excluyendo a otras entidades de crédito), igualmente continuó reduciéndose livianamente hasta el 0,78%, anotando un nuevo mínimo histórico. Por otro lado, la tasa de dudosidad hipotecaria cayó hasta el

0,52% en septiembre de 2003 y también registró una cota mínima, de acuerdo con los datos de la Asociación Hipotecaria Española.

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS Noviembre 2003

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	54.648	4.214	8,4	7.600	16,2	6,8
Deudores con garantía real (*)	434.461	70.499	19,4	76.071	21,2	54,3
Otros deudores a plazo	253.562	15.369	6,5	15.373	6,5	31,7
Deudores a la vista	25.275	5.903	30,5	2.180	9,4	3,2
Arrendamientos financieros	25.230	3.197	14,5	3.403	15,6	3,2
Créditos dudosos	7.613	-55	-0,7	-852	-10,1	1,0
<b>TOTAL</b>	<b>800.788</b>	<b>99.125</b>	<b>14,1</b>	<b>103.775</b>	<b>14,9</b>	<b>100,0</b>

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

### *La demanda de crédito hipotecario sigue mostrando un gran vigor.*

Por modalidades, el saldo del crédito hipotecario de bancos y cajas presentó una tasa de variación anual del 21,6% en noviembre, 0,8 puntos más que en el mes anterior. La tasa de variación interanual de las entidades de crédito ascendería hasta el 23,4% contando a las titulizaciones, según la Asociación Hipotecaria Española. Así, la demanda de crédito hipotecario sigue mostrando un gran vigor. El crédito comercial, destinado a la financiación del capital circulante de las empresas, experimentó un fuerte incremento interanual del 16,2%. Por su parte, los arrendamientos financieros, relacionados con la financiación de la inversión, se elevaron el 15,6% con relación a doce meses antes.

### *Gran dinamismo de los fondos de titulización.*

Por lo referente a otras clases de financiación empresarial, las colocaciones netas de pagarés de empresa fueron negativas de 518 millones de euros en los once primeros meses de 2003. Por el contrario, las emisiones netas de obligaciones de las sociedades no financieras se cifraron en 922 millones de euros. Por otra parte, los fondos de titulización fueron muy dinámicos en el periodo enero-noviembre y su emisión neta totalizó 23.326 millones de euros, con un alza del 66,2%. Por otro lado, el montante acumulado hasta noviembre de las ampliaciones netas de capital con aportación de fondos de las sociedades no financieras se cifró en 1.315 millones de euros, con una caída interanual del 29,0%, en un entorno de una cierta prudencia en el mercado bursátil.

### *Disminuyen los recursos del exterior.*

Además, durante los diez primeros meses del ejercicio el sector privado captó recursos financieros del exterior por un volumen neto de 16.359 millones de euros. Esta cantidad representó un descenso del 39,2% con relación al mismo periodo de 2002, a causa de una menor inversión directa.

## Notable crecimiento de los depósitos bancarios del sector privado

**Los depósitos totales de las empresas y familias suben el 8% en noviembre.**

Los depósitos totales de las empresas y familias residentes en euros y moneda extranjera se expandieron el 8,5% en noviembre de 2003 en relación con el mismo mes del año anterior, una décima más que en octubre. De todas formas, en el decurso de los últimos doce meses los depósitos se elevaron en 48.125 millones de euros, menos de la mitad del incremento del crédito del sistema bancario residente.

**Las cuentas a plazo a más de dos años aumentan el 19%.**

Por categorías, el mayor aumento correspondió a las imposiciones a plazo a más de dos años, que se elevaron el 18,9% en los últimos doce meses. Las cuentas de ahorro también anotaron un considerable incremento del 13,1% respecto a noviembre de 2002, 4 décimas más que en el mes precedente.

### DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Noviembre 2003

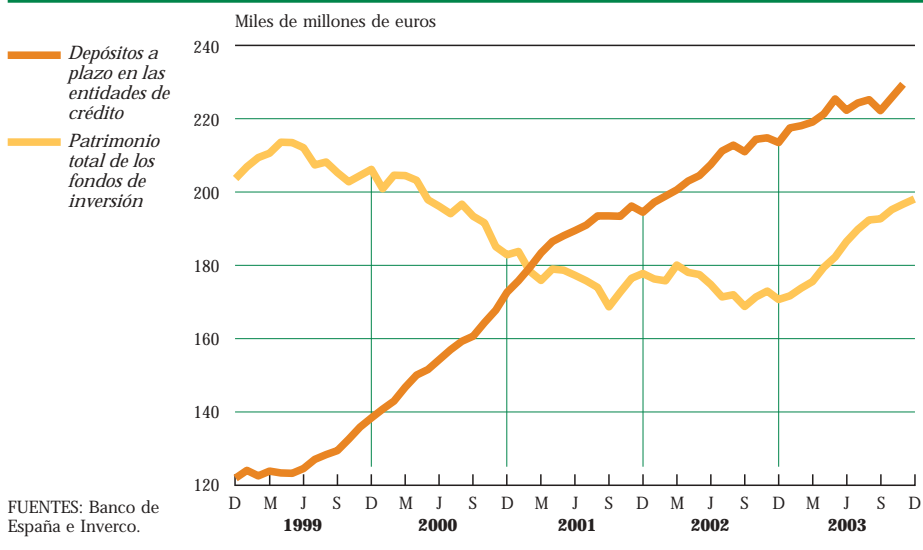
	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	164.542	9.909	6,4	14.097	9,4	26,7
De ahorro (*)	143.724	15.470	12,1	16.617	13,1	23,3
A plazo hasta 2 años	158.321	4.839	3,2	3.296	2,1	25,7
A plazo a más de 2 años	71.084	11.035	18,4	11.284	18,9	11,5
Cesiones temporales	75.413	-3.972	-5,0	2.933	4,0	12,2
<b>Total</b>	<b>613.084</b>	<b>37.281</b>	<b>6,5</b>	<b>48.227</b>	<b>8,5</b>	<b>99,3</b>
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>4.026</b>	<b>490</b>	<b>13,9</b>	<b>-101</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>617.110</b>	<b>37.771</b>	<b>6,5</b>	<b>48.125</b>	<b>8,5</b>	<b>100,0</b>

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

**Después de tres años sucesivos de caídas, en 2003 el patrimonio de los fondos de inversión se recupera.**

Después de tres años sucesivos de caídas, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria se elevó en 27.255 millones de euros hasta totalizar 198.057 millones de euros, con un alza interanual del 16,0%, según la información proporcionada por la asociación profesional del sector, Inverco. Este incremento fue debido sobre todo a unas adquisiciones de participaciones netas de 20.902 millones de euros. Las compras netas de participaciones durante 2003 se concentraron en los fondos garantizados de renta variable, en los de renta fija a corto plazo, en los globales y en los de dinero. En los últimos meses fue notable la recuperación del atractivo por parte de los fondos de renta variable al mejorar la evolución de las bolsas. Aparte de las importantes subidas de los mercados bursátiles el relanzamiento de los fondos de inversión fue favorecido por la nueva normativa fiscal que entró en vigor en 2003 y que permite cambiar de fondo sin tributación.

## RELANZAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN 2003



**La rentabilidad media de los fondos de inversión en 2003 fue el 3,75%.**

Por otra parte, la rentabilidad media ponderada de los fondos de inversión en los últimos doce meses fue del 3,75%. Todas las clases de fondos de inversión mobiliaria tuvieron rendimientos anuales positivos, destacando las ganancias logradas por los fondos de renta variable nacional (28,8%) y de los países emergentes (28,5%). Las menores plusvalías correspondieron a la renta fija internacional (1,26%) y a los fondos de dinero (1,50%).

### Ligeras bajas de las rentabilidades de las letras del Tesoro

**El rendimiento marginal de las letras del Tesoro a un año se sitúa en el 2,18%.**

En las subastas del día 2 de enero los tipos de interés marginales (los máximos) de las letras a tres meses, a un año y a dieciocho meses disminuyeron levemente con relación a las convocatorias precedentes y se colocaron en el 2,03%, en el 2,18% y en el 2,39%, respectivamente. El saldo de letras del Tesoro se situó en 38.563 millones de euros al final de la cuarta semana de enero de 2004, con un descenso de 203 millones de euros respecto al final de 2003. Para el conjunto de 2004 el Tesoro prevé unas emisiones brutas de letras de 39.700 millones de euros y unas colocaciones netas de 1.200 millones de euros.

**Leve rebaja de la rentabilidad de los bonos del Estado a 5 años y aumento a 15 años.**

En la licitación de bonos del Estado a cinco años efectuada el día 14 de enero, la rentabilidad marginal fue recortada en 13 puntos básicos en relación con la subasta del mes anterior y se colocó en el 3,39%. En la subasta de obligaciones del Estado realizada el día siguiente el tipo de interés marginal se colocó en el 4,45%, con un ligero aumento de 4 puntos básicos respecto a la convocatoria anterior de octubre.

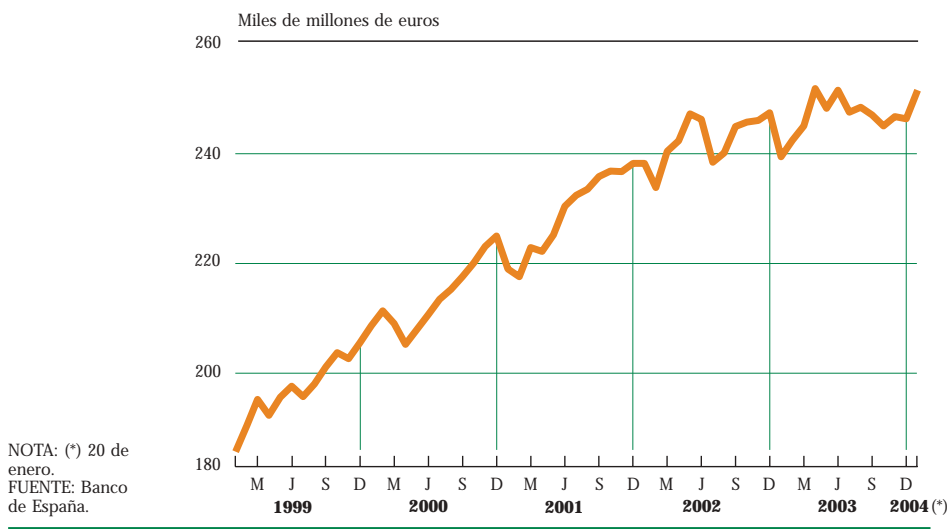
## EMISIONES DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA

Fecha de emisión	Tramo	Fecha de subasta	Importe (millones de euros)			Tipo de interés (%)		
			Solicitado en subasta	Adjudicado en subasta	Total emitido (*)	Marginal	Medio	Nominal
<b>LETRAS DEL TESORO</b>								
<b>A 3 meses</b>								
2-1-04	6º	30-12-03	1.954,5	729,8	734,7	2,031	2,021	-
<b>A 1 año</b>								
2-1-04	4º	30-12-03	2.050,0	877,4	951,7	2,179	2,170	-
<b>A 18 meses</b>								
2-1-04	2º	30-12-03	1.747,5	747,5	785,8	2,389	2,381	-
<b>DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO</b>								
<b>Bonos 5 años</b>								
19-1-04	1º	14-1-04	5.827,8	3.789,2	4.592,8	3,388	3,379	3,60
<b>Obligaciones 15 años</b>								
11-3-02	8º	15-1-04	1.454,5	639,4	639,4	4,447	4,442	5,50

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.

## EL SALDO EN CIRCULACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO SE ESTABILIZA



**El saldo de bonos y obligaciones del Estado sube 5.232 millones de euros en enero.**

El saldo vivo de deuda del Estado a medio y largo plazo se situó en 251.701 millones de euros al final de la cuarta semana de enero. Esta cantidad suponía un aumento de 5.232 millones de euros con relación al final de 2003. El Tesoro prevé unas emisiones brutas de bonos y obligaciones del Estado de 38.100 millones de euros y unas colocaciones netas de 11.500 millones de euros.

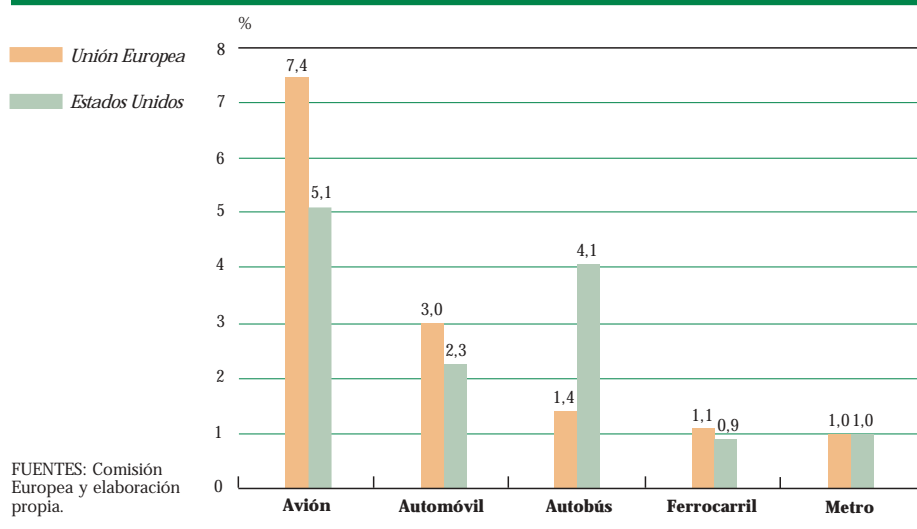
### Transporte aéreo: remontando la crisis de 2001

**El aéreo es la modalidad de transporte con un mayor crecimiento en la Unión Europea...**

El crecimiento sostenido de las economías desarrolladas, la internacionalización progresiva de los intercambios comerciales y el desarrollo del turismo han determinado un incremento muy intenso de la demanda de transporte a escala mundial en los últimos años. Entre las distintas modalidades de transporte, el aéreo ha sido la que ha presentado una mayor expansión. Datos relativos al conjunto de la Unión Europea (UE) señalan que entre 1970 y 2000 el número de pasajeros-kilómetro creció a una media anual del 7,3%, más del doble que la cifra estimada para el automóvil.

#### EL AVIÓN ES LA MODALIDAD DE TRANSPORTE MÁS DINÁMICA

Crecimiento anual medio del transporte de pasajeros entre 1970 y 2000 en pasajeros-kilómetro

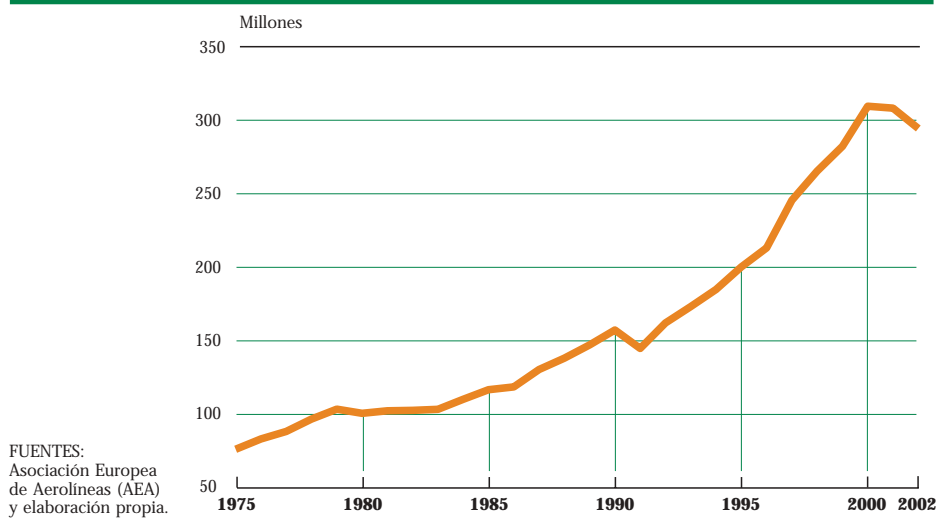


**...y también en Estados Unidos.**

La mayor expansión del transporte aéreo respecto al resto de modalidades no es un fenómeno exclusivo de la Unión Europea. Así, el sistema de transporte en Estados Unidos ha experimentado un patrón de desarrollo similar por lo que respecta al avión, aunque con un crecimiento algo más moderado, un 5,1% medio en los últimos treinta años, en parte debido al mayor desarrollo previo de esta modalidad. La Comisión Europea estima que el transporte aéreo absorbe el 10,8% de la demanda total de transporte de pasajeros en Estados Unidos frente a un 5,8% en la UE.

## BACHE DEL TRANSPORTE AÉREO EN 2001 Y 2002

Pasajeros transportados por las compañías de la AEA en vuelos regulares



**El crecimiento del tráfico aéreo no se sustrae a los vaivenes del ciclo y se ve sacudido por las crisis económicas.**

El transporte aéreo, por otra parte, ha gozado de un crecimiento prácticamente ininterrumpido en los últimos años, el cual no se ha sustraído, lógicamente, a los vaivenes del ciclo económico. En este sentido, en determinados ejercicios el número de pasajeros transportados ha dejado de crecer o incluso ha retrocedido a expensas de circunstancias excepcionales como en 1980, cuando se acusaron los efectos de la segunda crisis del petróleo, o en 1991, durante la recesión que acompañó a la guerra del Golfo. Más recientemente, entre 2001 y 2003, el transporte aéreo se ha enfrentado a elementos tan desfavorables como la desaceleración de la economía internacional, los atentados terroristas en Estados Unidos y otras partes del mundo, las guerras en Afganistán e Irak y los efectos del virus de la neumonía asiática.

**El transporte aéreo mundial no recupera todavía el nivel anterior a la crisis de 2001.**

La crisis desatada a partir de los acontecimientos de 2001 ha sido intensa, prolongada y de alcance global. Según cifras del Airport Council International (ACI), el tránsito de pasajeros por los 700 principales aeropuertos del mundo descendió un 2,6% en 2001, para después caer un 0,4% en 2002 y sólo restablecerse parcialmente en 2003. El pasado año, con datos relativos a los ocho primeros meses, se apreció un incremento del tráfico del 0,3%. En el conjunto mundial, el nivel de actividad del transporte aéreo se halla todavía en la actualidad por debajo de los máximos históricos alcanzados en 2000.

**Los atentados del 11 de septiembre fueron el detonante de la crisis del sector aéreo.**

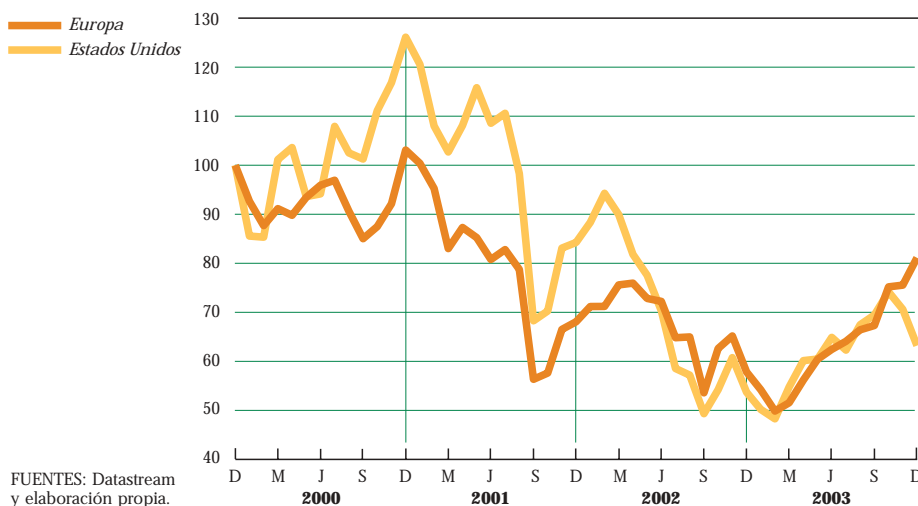
El bajón brusco de la actividad tuvo su detonante en los atentados terroristas de septiembre de 2001. El cierre del espacio aéreo norteamericano durante algunos días, las mayores limitaciones y dificultades impuestas al tráfico aéreo y, lógicamente, la mayor prevención del ciudadano ante posibles desplazamientos en avión hundieron súbitamente la demanda. El miedo se extendió a todos los países, y datos de la UE apuntan a caídas en el tráfico del orden del 20% en el último trimestre de 2001. Con todo, la crisis del cuarto trimestre vino a agudizar una situación ya de por sí algo debilitada a expensas de la fase recesiva de la economía de Estados Unidos. En el ámbito de las empresas, el resultado ha sido la



aparición de importantes pérdidas, el bajón de las cotizaciones y las quiebras de compañías como Sabena, de Bélgica, o Swissair, de Suiza.

## LA BOLSA PENALIZA A LAS LÍNEAS AÉREAS

Índice Datastream Global líneas aéreas y aeropuertos, base 31-12-99 = 100



FUENTES: Datastream y elaboración propia.

**La crisis fue especialmente virulenta en los Estados Unidos, donde el tráfico se sitúa ahora todavía por debajo de las cotas anteriores a los atentados.**

El alcance de la crisis ha revestido distinta intensidad según regiones aéreas. Así, el declive más intenso del tráfico se concentró en los Estados Unidos, un 6,3% en 2001 y un 2,7% en 2002. La recuperación no ha alcanzado todavía la intensidad deseada en 2003, situándose el nivel de tráfico prácticamente en cotas idénticas a las del año precedente, al menos con los datos disponibles hasta septiembre. Así, resulta revelador que el tráfico de pasajeros en la práctica totalidad de aeropuertos norteamericanos era en 2003 todavía muy inferior al nivel anterior a la crisis y, en algunos casos, seguía cayendo. De este modo, aeropuertos como San Francisco, Los Angeles, Miami, Orlando o San Luis registraban, a septiembre de 2003, un movimiento de viajeros entre un 12% y un 25% inferior al alcanzado en 2000. Algo menos desfavorable es el caso de Atlanta o Chicago (los aeropuertos más transitados del mundo, con 76,9 y 66,6 millones de pasajeros en 2002) que, tras perder entre tres y cinco millones de pasajeros durante la crisis, han iniciado una recuperación en 2003 (un incremento del 2,9% y un 4,5%, respectivamente, en el periodo enero-septiembre).

**En Europa, en cambio, la situación aparece más favorable y la crisis de tráfico se supera en 2003.**

La situación ha resultado menos desfavorable en Europa. Las cifras de ACI apuntan a una caída del tráfico de alrededor de medio punto porcentual tanto en 2001 como en 2002 y una sensible recuperación en 2003 (un 3,6% hasta septiembre). Por aeropuertos, se aprecian resultados dispares. Así, entre los diez primeros aeropuertos, los dos mayores de Londres (Heathrow y Gatwick), Francfort, Roma y Munich presentaron en 2002 niveles de tránsito de pasajeros inferiores a las cotas previas a la crisis, aunque con retrocesos más moderados que en el caso norteamericano. En cambio, los dos aeropuertos parisinos, Amsterdam, Madrid y Barcelona habían mejorado su nivel de actividad. Cabe destacar, en cualquier caso, el retroceso de los aeropuertos de Zurich y Bruselas tras la citada

quiebra de las compañías nacionales respectivas. En los nueve primeros meses de 2003, el balance en los principales aeropuertos también era dispar. Francfort, París y Amsterdam experimentaban descensos moderados e inferiores al 3% (por el declive de las rutas asiáticas), mientras que Londres-Heathrow se mantenía relativamente estable y mejoraban claramente el resto de plazas con Barcelona y Munich a la cabeza (crecimiento del orden del 5%).

## TRÁFICO DE PASAJEROS EN LOS PRINCIPALES AEROPUERTOS MUNDIALES

	2001	2002	Enero-septiembre 2003	
	% variación		% variación	Pasajeros
1 Atlanta	-5,4	1,3	2,9	58.875.694
2 Chicago	-6,5	-1,3	4,5	51.831.684
3 Londres Heathrow	-6,0	4,3	-0,8	47.503.540
4 Tokio (HND)	4,1	4,1	4,3	47.319.962
5 Los Angeles	-8,5	-8,7	-2,9	41.289.216
6 Dallas/Fort Worth	-9,2	-4,2	-0,9	39.389.348
7 Francfort	-1,6	-0,2	-1,3	36.487.978
8 París Charles De Gaulle	-0,5	0,7	-1,4	36.349.565
9 Amsterdam	-0,2	3,0	-2,9	30.350.231
10 Fenix	-1,7	0,3	6,2	28.152.396
11 Denver	-6,9	-1,2	3,6	28.091.293
12 Las Vegas	-4,6	-0,5	2,4	27.109.797
13 Madrid	3,5	-0,4	4,3	26.885.088
14 Houston	-1,3	-2,6	-0,8	25.453.934
15 Minneapolis/St. Paul	-6,7	-3,3	0,8	24.975.787
16 Detroit	-9,1	-0,5	-0,3	24.505.709
17 Nueva York (JFK)	-10,7	2,0	3,9	23.592.278
18 Londres Gatwick	-2,8	-5,0	1,3	23.551.707
19 Miami	-5,8	-5,1	-2,3	22.155.645
20 Newark	-10,6	-6,1	0,0	22.070.713
21 San Francisco	-15,6	-9,2	-9,2	21.802.918
22 Bangkok	3,4	5,1	-10,5	21.290.412
23 Seattle-Tacoma	-4,8	-1,3	-0,5	20.354.096
24 Orlando	-8,3	-5,7	0,4	20.233.504
25 Roma	-2,7	-0,9	2,4	19.654.803
26 Tokio (NRT)	-7,3	13,8	-10,8	19.091.820
27 Toronto	-3,1	-7,5	-5,9	18.689.575
28 Filadelfia	-12,7	-3,9	-1,7	18.431.184
29 Hong Kong	-0,6	...	-27,5	18.295.000
30 Munich	2,3	0,6	4,8	18.218.918

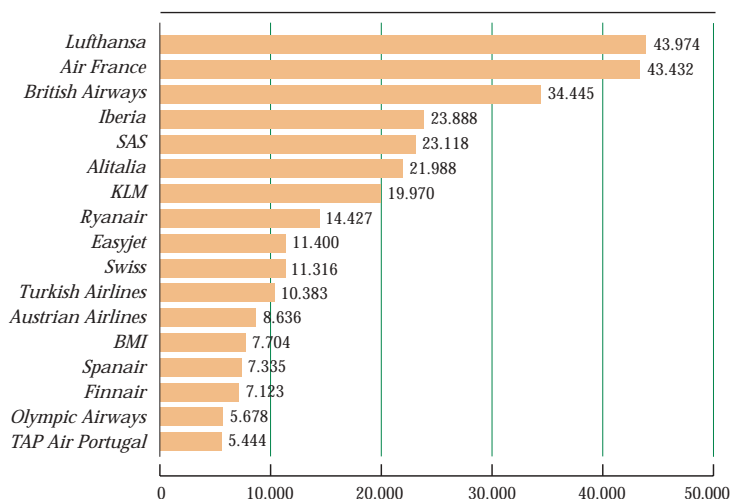
FUENTES: Airport Council International y elaboración propia.

**La crisis afecta también al transporte aéreo de mercancías.**

El declive del transporte aéreo ha afectado también al segmento de mercancías. Según la misma fuente, las toneladas transportadas cayeron un 8,4% en 2001 por el hundimiento del mercado americano (12%) y la debilidad ostensible en el resto del mundo. En 2002, en cambio, este segmento creció un 4,3%, gracias a la reacción del sector en las regiones Asia-Pacífico y Oriente Medio, pues tanto Europa como Norteamérica se estancaron respecto al año precedente. En el periodo enero-agosto de 2003, el crecimiento del transporte aéreo de mercancías se situó en un 2,2% con un patrón geográfico similar al del año precedente.

#### LUFTHANSA Y AIR FRANCE ENCABEZAN LAS AEROLÍNEAS EUROPEAS

Miles de pasajeros transportados por las principales líneas aéreas europeas en 2002



FUENTES:  
Asociación Europea  
de Aerolíneas.

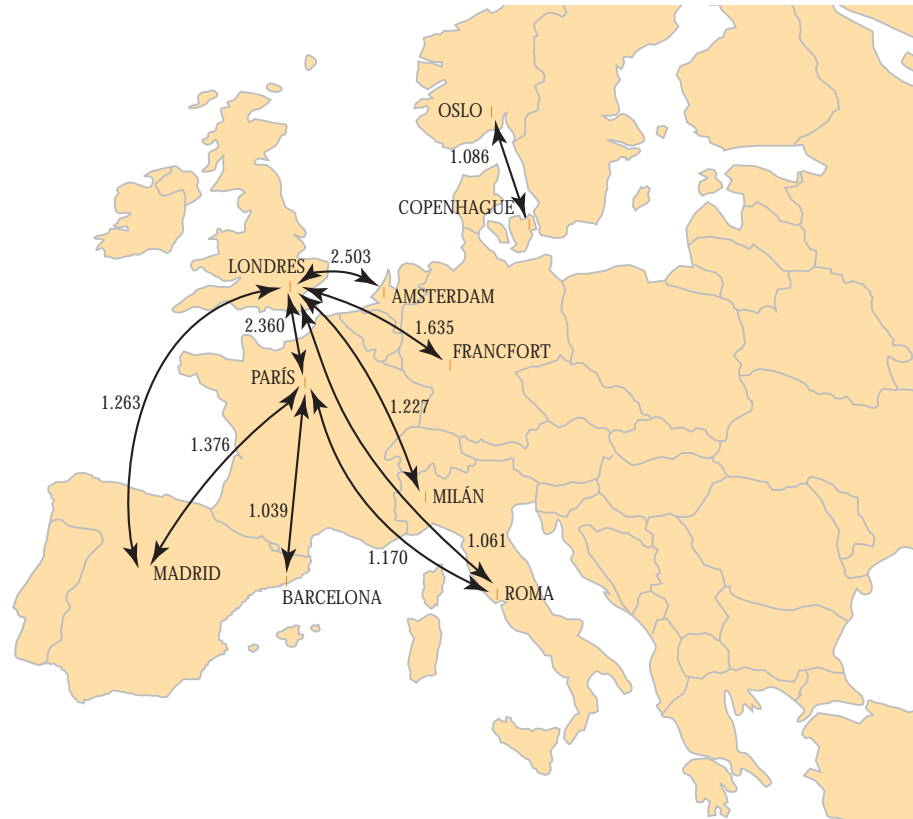
**Las dificultades del sector se concentran en las compañías tradicionales...**

Las dificultades del sector aéreo en estos últimos años, traducidas en reducciones de flota, ajustes de plantilla, movimientos de integración empresarial, intensificación de alianzas internacionales y las quiebras y desaparición de algunas compañías, se han concentrado principalmente en los operadores tradicionales. En contraste, las compañías denominadas de bajo coste han crecido de modo espectacular tanto en flotas como en rutas y pasajeros transportados.

**...que, en general, pierden pasaje en beneficio de las líneas de bajo coste...**

En efecto, según datos de la Asociación Europea de Aerolíneas, que engloba la práctica totalidad de compañías aéreas europeas, excepción hecha de las empresas de bajo coste (Easy-Jet, Ryanair, entre otras), la mayor parte de líneas perdieron pasaje en 2002. Únicamente Air France y KLM entre las diez primeras consiguieron incrementar los pasajeros transportados, muy modestamente en el primer caso y algo más intensamente en el segundo. Por el contrario, los crecimientos experimentados por las dos principales líneas de bajo coste fueron superiores al 40%. De este modo, estas dos compañías consiguieron situarse entre las diez primeras líneas europeas.

PRINCIPALES RUTAS AÉREAS ENTRE CIUDADES EUROPEAS (\*)  
Miles de pasajeros transportados en 2002



NOTA: (\*) Vuelos internacionales regulares. No incluye líneas de bajo coste.  
FUENTES: Asociación Europea de Aerolíneas (AEA) y elaboración propia.

*...las cuales se abren un hueco importante en el mercado.*

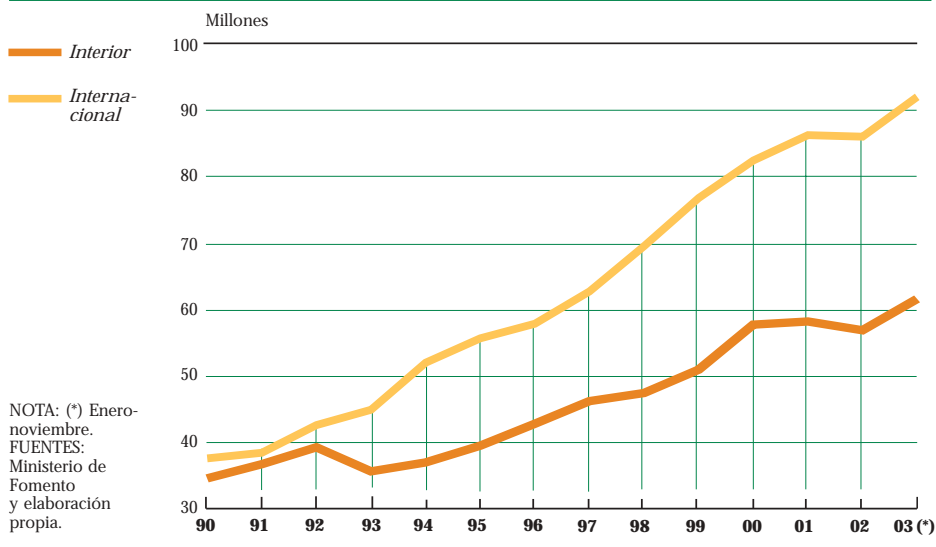
El fuerte auge de las compañías de bajo coste se debe principalmente a las oportunidades que ha abierto la liberalización del transporte aéreo en Europa. A través del establecimiento de líneas en rutas de alta demanda, utilización de aeropuertos de centralidad desplazada, políticas de bajos precios sustentadas en estrategias de bajo coste, servicios mínimos y alta rotación, estas compañías han conseguido abrirse un hueco muy importante en el mercado. En 2002, los dos principales operadores en el segmento regular alcanzaron una cuota cercana al 8% conjuntamente.

*El transporte aéreo de pasajeros en España se recupera en 2003 tras el declive del año precedente.*

En el caso español, la trayectoria del transporte aéreo de pasajeros no ha diferido sensiblemente de las pautas marcadas en el contexto internacional. Entre 1990 y la actualidad, el número de pasajeros entrados y salidos en aeropuertos españoles prácticamente se ha doblado, experimentando un crecimiento sostenido excepto con la crisis de 1993 y en 2002. En cualquier caso, las cifras más recientes apuntan a una notable recuperación del tráfico en 2003. En efecto, en los once primeros meses del año, el número de pasajeros entrados y salidos en aeropuertos españoles creció un 7,2%, con un dinamismo algo mayor del tráfico interior (8,0%) que el internacional (6,8%). Por aeropuertos, destaca el fuerte aumento de la actividad en Alicante, Tenerife Norte, Bilbao, Valencia o Málaga.

## EL TRÁFICO AÉREO SE RECUPERA CON FUERZA EN ESPAÑA

### Llegadas y salidas de pasajeros en aeropuertos españoles



## PRINCIPALES AEROPUERTOS ESPAÑOLES POR TRÁFICO DE PASAJEROS

N.º orden	Aeropuerto	Pasajeros 2002	% variación		% tráfico	
			2002	2003 (*)	s/total 2002	Internacional 2002
1	Madrid	33.677.304	-0,3	2,9	23,8	51,2
2	Barcelona	21.198.997	3,2	5,2	15,0	52,8
3	Palma de Mallorca	17.762.005	-7,1	7,4	12,6	73,8
4	Málaga	10.307.579	5,0	12,2	7,3	79,7
5	Tenerife Sur	8.777.876	-1,9	-1,4	6,2	83,2
6	Gran Canaria	8.768.867	-3,5	3,2	6,2	66,8
7	Alicante	6.970.549	7,3	16,8	4,9	80,9
8	Lanzarote	4.946.774	0,5	6,9	3,5	73,0
9	Ibiza	4.044.498	-7,7	3,9	2,9	70,5
10	Fuerteventura	3.557.988	0,8	11,5	2,5	78,6
11	Menorca	2.698.034	-3,7	3,1	1,9	66,5
12	Tenerife Norte	2.484.879	-0,5	16,3	1,8	1,7
13	Bilbao	2.446.262	-0,4	12,4	1,7	31,5
14	Valencia	2.122.541	-6,9	12,2	1,5	27,7
15	Sevilla	2.007.037	-6,6	11,3	1,4	22,3
	Resto aeropuertos	9.468.706	-4,5	15,3	6,7	33,1
	<b>Total aeropuertos</b>	<b>141.239.896</b>	<b>-1,0</b>	<b>6,7</b>	<b>100,0</b>	<b>59,9</b>

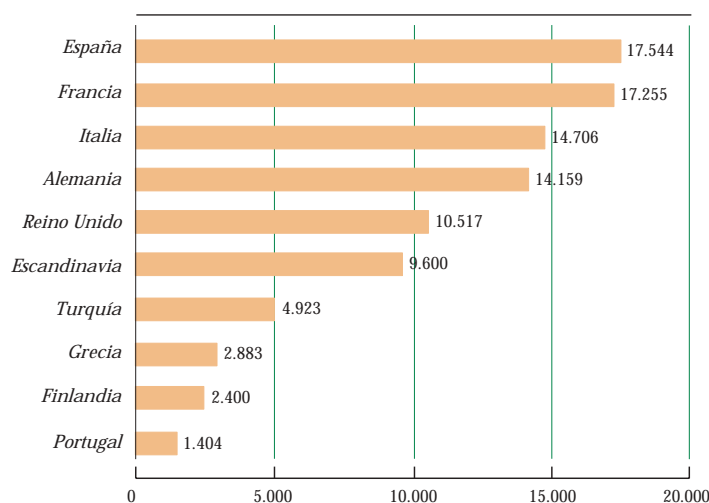
NOTA: (\*) Primer semestre.  
FUENTES: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

**Madrid, Barcelona y Palma absorben más del 50% del tráfico español.**

La expansión del transporte aéreo en España ha estado vinculada principalmente al tráfico internacional, mucho más dinámico en los últimos años. El tráfico aéreo de pasajeros en España se halla muy concentrado geográficamente. Tres aeropuertos de un total de 47 –Madrid, Barcelona y Palma de Mallorca– absorben más del 50% del tráfico total en la actualidad. Este porcentaje alcanza el 85% si se extiende a los diez primeros aeropuertos, todos ellos en ciudades de naturaleza principalmente turística. En este sentido, con la excepción de Madrid y Barcelona, el rasgo común entre los principales aeropuertos es la elevada proporción que el pasaje internacional representa sobre el total, más del 70%. La excepción de Barcelona y Madrid se explica por el elevado volumen de tráfico entre ambas ciudades derivada de la existencia del puente aéreo. Este hecho explica también el elevado peso del tráfico interior en España con relación a otros países europeos, una situación que puede variar en el momento en que opere el tren de alta velocidad entre las dos capitales.

#### ELEVADO TRÁFICO AÉREO INTERNO EN ESPAÑA

Miles de pasajeros transportados en vuelos interiores europeos en 2002



FUENTE: Comisión Europea.

**El transporte aéreo de mercancías presenta un perfil más moderado que el de pasajeros...**

En el ámbito de las mercancías, la pauta de comportamiento del transporte aéreo se asocia con más intensidad al ciclo económico, aunque el incremento de la actividad no ha sido de la magnitud experimentada por el transporte de pasajeros. En efecto, desde 1990 hasta 2002, el crecimiento medio anual de las toneladas entradas y salidas en aeropuertos españoles fue de un 2,5%, tres puntos inferior al del pasaje. En cualquier caso, el aumento del transporte de mercancías se halla determinado principalmente por el tráfico internacional, que ha experimentado un avance muy importante en contraste con el tráfico interior.

## PRINCIPALES AEROPUERTOS ESPAÑOLES POR TRÁFICO DE MERCANCÍAS

N.º orden	Aeropuerto	Miles de toneladas		% variación anual	% s/total 2002	% tráfico internacional 2002
		2002	2001			
1	Madrid	295,3	294,7	0,2	51,4	73,8
2	Barcelona	75,2	77,0	-2,3	13,1	67,0
3	Vitoria	42,5	36,2	17,4	7,4	92,0
4	Gran Canaria	39,1	40,6	-3,6	6,8	25,2
5	Tenerife Norte	21,1	21,1	0,4	3,7	0,6
6	Palma de Mallorca	20,3	22,9	-11,4	3,5	17,9
7	Valencia	11,8	11,0	7,2	2,1	38,7
8	Tenerife Sur	10,8	12,1	-10,7	1,9	32,5
9	Málaga	8,7	9,4	-7,7	1,5	53,4
10	Lanzarote	6,8	7,1	-4,2	1,2	10,0
11	Santiago	5,7	6,3	-9,4	1,0	58,2
12	Alicante	6,5	7,9	-17,2	1,1	39,0
Resto aeropuertos		30,2	30,9	-2,1	5,3	26,5
<b>Total aeropuertos</b>		<b>574,1</b>	<b>577,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>100,0</b>	<b>60,7</b>

FUENTES: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

*...y se concentra principalmente en el aeropuerto de Madrid.*

Por aeropuertos, el tráfico de mercancías se halla claramente más concentrado que el de pasajeros. En efecto, en 2002, el aeropuerto de Madrid absorbió algo más de la mitad del volumen total español, siguiéndole a mucha distancia el de Barcelona con un 13%. En tercer lugar figura el de Vitoria, donde el volumen de actividad internacional representó más del 90% en el conjunto del ejercicio.

---

## 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
-